

Beglaubigte Abschrift

# Landgericht München I

Az.: 5 HK O 8475/23 e



In dem Spruchverfahren

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht                      Handelsrichter                      und Handelsrichter                      nach mündlicher Verhandlung vom 24.10.2024 am 28.02.2025 folgenden

## Beschluss:

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 3,21 und eines höheren Ausgleichs als € 0,22 je Stückaktie der Holiday Check Group AG werden zurückgewiesen.
  
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten des Verfahrens. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.
  
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre der HolidayCheck Group AG werden auf € 200.000,-- festgesetzt.

## Gründe:

### A.

#### I.

1. a. Die Antragsgegnerin und die HolidayCheck Group AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) schlossen am 26.5.2023 einen Beherrschungsvertrag, durch dessen Ziffer 1.1 die Gesellschaft ihre Leitung der Antragsgegnerin als herrschendem Unternehmen unterstellte, die dann aufgrund dieses Vertrages berechtigt sein sollte, dem Vorstand der Gesellschaft allgemeine und auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft zu erteilen. Die Antragsgegnerin verpflichtete sich in Ziffer 3.1 dieses Vertrages, einen bei der HolidayCheck Group AG entstandenen Jahresfehlbetrag auszugleichen, wobei dieser Anspruch jeweils am Ende eines Geschäftsjahres der Gesellschaft fällig wird. In Ziffer 4.1 des Vertrags garantierte die Antragsgegnerin den außenstehenden Aktionären der Gesellschaft ab dem Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird, eine jährliche Garantiedividende in Höhe von € 0,22 brutto für jedes volle Geschäftsjahr der Gesellschaft, wobei der Nettoausgleichsbetrag dem Bruttoausgleichsbetrag entsprechen sollte. Alternativ zu dieser Ausgleichszahlung verpflichtete sich die Antragsgegnerin in Ziffer 5.1 des Vertrages, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der HolidayCheck Group AG dessen Aktien gegen eine Barabfindung in Höhe von € 3,21 je Aktie zu erwerben.
- b. Die Hauptversammlung der über ein in 87.470.422 Stückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 87.470.422,-- verfügenden HolidayCheck Group AG stimmte dem ihr im Entwurf vorliegenden Beherrschungsvertrag am 24.5.2023 zu, wobei der Bruttoausgleich im Vergleich zu dem ursprünglichen Vertragsentwurf um € 0,01 auf € 0,22 je Aktie erhöht wurde. Ebenfalls am 24.5.2023 stimmte die Hauptversammlung der Antragsgegnerin dem Vertrag zu. Die Aktien der HolidayCheck Group AG werden seit dem Wirksamwerden des Widerrufs zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zum Ablauf des 26.11.2022 im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt.

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft liegt ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 ihrer Satzung in der Entwicklung und dem Betrieb von digitalen Geschäftsmodellen sowie im Halten und Verwalten von Beteiligungen in diesem Bereich. Aufgrund von § 2 Abs. 2 der Satzung ist die Gesellschaft zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die dem Gegenstand des Unternehmens mittelbar und unmittelbar dienen. Die Gesellschaft kann nach § 2 Abs. 3 der Satzung auch andere Unternehmen im In- und Ausland gründen, erwerben, sich an ihnen beteiligen und diese wieder veräußern; sie kann auch Zweigniederlassungen gründen. Die HolidayCheck Group AG ist die Muttergesellschaft eines in Mitteleuropa tätigen Reisekonzerns und erzielt ihre Erlöse im Wesentlichen mit transaktionsbasierten Online-Geschäftsmodellen im Bereich Reise sowie durch das Organisieren von Reisen mit den Kernabsatzmärkten Deutschland, Österreich und Schweiz. Die HolidayCheck AG betreibt ein Hotelbewertungs- und Reisebuchungsportal für diese Staaten und erhält für die Vermittlung von Pauschalreisen, Hotels und Mietwagen als Umsatzerlöse eine Vermittlungsprovision; zudem erzielt sie Werbeeinnahmen aus der Vermarktung von Webseiten und der Weiterleitung von Internetnutzern an andere Buchungsportale sowie Erlöse aus einem sog. Clubmodell. Sie ist an der HolidayCheck AG, Bottinghofen, Schweiz, der HC Touristik GmbH, München der Driveboo AG, Bottinghofen, Schweiz, der HolidayCheck Polska Sp.zo.o, Warschau, Polen sowie der HolidayCheck Solutions GmbH, München unmittelbar bzw. mittelbar zu 100 % beteiligt. Als Reiseveranstalter ist die HC Touristik GmbH tätig; sie erwirtschaftet ihre Umsätze durch das Organisieren von Hotel- und Pauschalreiseangeboten über die Reisebuchungsportale der HolidayCheck AG. Die Driveboo AG betreibt die Mietwagenvermittlungsportale Mietwagencheck und Driveboo; sie erhält für die Vermittlung von Mietwägen eine Vermittlungsprovision. Die beiden anderen Gesellschaften HolidayCheck Polska Sp.zo.o und HolidayCheck Solutions GmbH sind ausschließlich konzerninterne Dienstleistungsgesellschaften und generieren somit nur interne Umsätze.

2. a. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 24.5.2023 erstattete

eine gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts zum Stichtag der Hauptversammlung der HolidayCheck Group AG (Anlage AG 3). Die Wirtschaftsprüfer von [redacted] ermittelten in Anwendung der Ertragswertmethode einen Unternehmenswert von € 279,128 Mio., woraus sich dann die Barabfindung von € 3,21 je Aktie errechnete. Dabei gingen sie von einer die Geschäftsjahre 2023 bis 2027 umfassenden Detailplanungsphase aus, für die sie mit Ergebnissen vor Ertragsteuern von € 20,363 Mio., € 18,357 Mio., € 13,274 Mio., € 16,493 Mio. und € 20,858 Mio. rechneten. An diese Detailplanungsphase schloss sich ein Übergangsjahr mit einem Ergebnis vor Ertragsteuern in Höhe von € 21,175 Mio. an. Einen eingeschwungenen Zustand nahmen die Bewertungsgutachter von [redacted] ab 2029 ff. an, wobei sie eine Wachstumsrate von 1,5 % zugrunde legten. Unter Berücksichtigung der Ertragsteuern sowie eine Ausschüttungsquote von 40 % sowohl in der Detailplanungsphase als auch im Übergangsjahr und im Terminal Value gelangten die Bewertungsgutachter zu Nettoeinnahmen von € 14,119 Mio., € 12,172 Mio., € 8,715 Mio., € 10,875 Mio. und € 14,091 Mio. in Phase I, von € 13,867 Mio. im Übergangsjahr und von € 14,075 Mio. in der Ewigen Rente. Da für die thesaurierten Beträge im Zeitraum von 2023 bis 2027 keine Planung vorlag und auch die Investitions- oder Finanzplanung keine konkrete Verwendung vorgesehen hatte, kam es zu einer unmittelbaren Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse setzten die Wirtschaftsprüfer der Bewertungsgutachterin einen Basiszinssatz von 2,25 % vor Steuern und demgemäß von 1,66 % nach Steuern zugrunde. Den Risikozuschlag ermittelten sie in Anwendung des (Tax-)CAPM, wobei sie von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einen über eine Peer Group hergeleiteten unverschuldeten Beta-Faktor von 1,30 ausgingen, der unter Beachtung des jeweiligen Verschuldungsgrades in der Detailplanungsphase auf 1,12, 1,17, 1,18, 1,19 und 1,18 sowie im Übergangsjahr und dem Terminal Value auf jeweils 1,17 verschuldet angesetzt wurde. Für die Phase der Ewigen Rente gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 1,5 % aus.

Als Sonderwerte ermittelten die Wirtschaftsprüfer von [redacted] einen auf den Stichtag aufgezinsten Wert des steuerlichen Einlagekontos in Höhe von € 5,136 Mio.

sowie eine Überschussliquidität in Höhe von € 77,314 Mio. an.

Aufgrund eines Verrentungszinssatzes von 4,87 % nach Steuern als Mittelwert aus Basiszinssatz und dem der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden barwertäquivalenten risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz nach Steuern unter Einbeziehung der Sonderwerte ermittelte die Bewertungsgutachterin eine Ausgleichszahlung von € 0,21 je Aktie brutto.

Angesichts der Entwicklung zwischen der Fertigstellung des Prüfungsberichts und des Bewertungsgutachtens einerseits und der Hauptversammlung andererseits mit einer Erhöhung des Basiszinssatzes auf 2,5 % vor Steuern kam es zu einer Änderung des Vertragsentwurfs und einer Erhöhung der Ausgleichszahlung von € 0,21 auf € 0,22 brutto; in ihrer Stichtagserklärung vom 24.5.2023 (Anlage AG 5) gelangten die Wirtschaftsprüfer der Bewertungsgutachterin zu der Notwendigkeit dieser Erhöhung.

- b. Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 3.1.2023, Az. 5HK O 16170/22 zur gemeinsamen Vertragsprüferin bestellte

gelangte in

ihrem Prüfungsbericht vom 5.4.2023 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die Barabfindung von € 3,21 stelle sich ebenso wie die Nettoausgleichszahlung von € 0,21 für jede Stückaktie der HolidayCheck Group AG als angemessen dar. Die Vertragsprüfer hielten in ihrer Stichtagserklärung vom 24.5.2023 (Anlage AG 6) auch die auf € 0,22 je Stückaktie der Gesellschaft erhöhte Ausgleichszahlung für angemessen.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens sowie des Prüfungsberichts samt den jeweiligen Stichtagserklärungen wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 3 bis AG 6 Bezug genommen.

3. Die Eintragung des Beherrschungsvertrages in das Handelsregister erfolgte ebenso wie die Bekanntmachung nach § 10 HGB am 29.6.2023. Von dem Beherrschungsvertrag umfasst sind 10.481.556 außenstehende Aktien; die HolidayCheck Group AG hielt 281.481 eigene Aktien, die Antragsgegnerin 76.707.405 Aktien. Alle Antragstel-

ler waren im Zeitpunkt des Eingangs ihres Antrags beim Landgericht München I Aktionäre der HolidayCheck Group AG.

## II.

Zur Begründung ihrer spätestens am 29.9.2023 beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse es zu einer Erhöhung der Barabfindung ebenso wie des Ausgleichs aufgrund ihrer Unangemessenheit kommen.

1. Diese Notwendigkeit resultiere bereits aus den zum Nachteil der Minderheitsaktionäre unplausiblen und damit korrekturbedürftigen Planannahmen der Gesellschaft.
  - a. Die Planung müsse als interessengeleitet durch den geplanten Abschluss des Beherrschungsvertrages angesehen werden. Dabei zeige bereits die zumindest teilweise Personenidentität zwischen Organen der Gesellschaft und der Antragsgegnerin, dass keine unabhängige Planung vorliegen könne. Auch spreche zumindest viel für eine Planung durch die Antragsgegnerin und nicht durch die HolidayCheck Group AG.
  - b. Die Umsatzplanung stelle sich als zu pessimistisch dar.
    - (1) Die Annahme eines Umsatzanstiegs im ersten Planjahr 2023 sei nicht realistisch, weil diese Annahme um 4,6 % niedrigere Umsätze im Vergleich zur Ursprungsplanung ausweise und die Ist-Zahlen bis zur Hauptversammlung um 3 % über denen des Vorjahres gelegen hätten.
    - (2) Ebenso stelle es sich als widersprüchlich dar, wenn in dem Bewertungsgutachten einerseits von einem konjunktur- und krisenresistenten Reisemarkt mit erheblichen Wachstumsraten bei den Hotelbuchungsumsätzen ausgegangen, andererseits aber im Bewertungsgutachten der Markt als äußerst schwierig und unkalkulierbar beschrieben werde. Weiterhin vernachlässige

die Planung die sich aus der Verzehnfachung der Vertriebskosten mit 2021 ergebenden Ziele einer Verbesserung von Umsatz, Marge und EBIT.

(3) Die Planung übersehe den stark steigenden Bereich des Ökotourismus und die zunehmende Bedeutung des Online-Bereichs. Es bestehe auch ein Widerspruch zur führenden Marktposition der Gesellschaft sowie dem Umstand, Reisebüros würden kaum noch zum Zweck der Buchung einer Reise aufgesucht werden.

- c. Korrekturbedarf bestehe auch bei der Aufwandsplanung, bei der eine unzulässige Vermischung von Gesamtkosten- und Umsatzkostenplanung zu befürchten sei. Die Ansätze zum Personalaufwand mit einem Anstieg von € 25,7 Mio. in 2022 auf € 45,6 Mio. in 2027 seien angesichts der fehlenden Marktüblichkeit und der Notwendigkeit von Gehaltserhöhungen in dieser Größenordnung deutlich überhöht, zumal sie beim Betrieb eines Online-Portals auch nicht ernsthaft anfallen würden, nachdem es darum gehe, durch höhere Reichweite mehr Umsatz bei gleichbleibendem Personaleinsatz zu erreichen. Nach dem Rückgang der Beschäftigtenzahlen auf rund 243 Mitarbeiter im Jahr 2022 im Vergleich zum Jahr 2018 müsse auch noch im Jahr 2023 mit einer geringeren Personalkostenquote gerechnet werden. Die Entwicklung der Personalkosten übersehe gegenläufige Entwicklungen wie den verstärkten Einsatz Künstlicher Intelligenz sowie den Umstand, dass die Gesellschaft im Bereich Verwaltungsaufgaben, Rechtswesen, Marketing etc. gar kein oder zumindest weniger Personal benötige. Auch fehle eine Erläuterung der Einsparungen beim Personalaufwand in der Vergangenheit.
- d. Die angesetzten Abschreibungen seien nicht nachvollziehbar.
- e. Den Ansätzen zum Ertrag und zu den Margen fehle gleichfalls die Plausibilität, weshalb eine Korrektur stattfinden müsse.

(1) Dabei lasse sich ein Umsatzanstieg von € 118,2 Mio. im Jahr 2022 auf € 325,5 Mio. im Jahr 2027 nicht mit dem Absinken des EBIT von € 23,5 Mio. auf € 20,8 Mio. im selben Zeitraum in Einklang bringen. Diese Entwicklung stehe auch in Widerspruch zur Entwicklung bei Vergleichsunternehmen wie Booking.com mit Wachstumsraten von 10 % p.a. und zur prognostizierten



Entwicklung des Reisemarktes mit einem CAGR von 5,4 % bis 2030. Unklar bleibe, welches EBITDA und welches EBIT für das Veranstaltergeschäft geplant werde. Die Entwicklung des sich kontinuierlich verschlechternden Rohertrags stehe in Widerspruch zur Aussage der Korrelation des Anstiegs der Aufwendungen für bezogene Leistungen einerseits und dem Umsatzanstieg, dem Eintreten von Skaleneffekten sowie dem Nachholeffekt auf der Pandemie andererseits, weil diese kein abruptes Ende finden werde und in Zukunft von einem wachsenden Volumen des gesamten Online-Geschäfts auszugehen sei.

- (2) Dem kontinuierlichen Verfall der EBIT-Marge von 20 % im Jahr 2022 mit einem Absinken von 13,9 % bis auf 6,5 % in Phase I fehle die Plausibilität, was auch auf den zielgerichteten Einsatz von Marketingaufwendungen zurückzuführen sei.
- f. Zu einer Anpassung zugunsten der Minderheitsaktionäre müsse es auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und sonstigen betrieblichen Erträgen kommen.
- (1) Bei den sonstigen betrieblichen Erträgen dürfe man nicht nur die Auflösung von Rückstellungen ausweisen, was dann zu fehlerhaften Quoten führe, wenn andererseits die stark steigenden Kosten und übrigen betrieblichen Aufwendungen dagegengesetzt würden. Die zu höheren sonstigen betrieblichen Erträgen führenden Effekte wie insbesondere die Auflösung von Rückstellungen seien schon in der Wurzel angelegt, weil sonst Rückstellungen nicht gebildet worden wären und auch Zahlungseingänge aus Insolvenzverfahren und Schadensersatzleistungen vor dem Bewertungsstichtag eingetreten seien. Mit den sonstigen betrieblichen Erträgen müsse ein höherer Rückstellungsaufwand verbunden sein.
  - (2) Der Grund für den Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von € 30,772 Mio. im Jahr 2022 auf € 87,59 Mio. in der Ewigen Rente bleibe unklar.
- g. Aufklärungsbedarf bestehe dazu, welche Synergien in die Bewertung eingeflossen seien. Die Stand alone-Bewertung sei angesichts des seit Jahren bestehen-

den Geschäftskontakts zwischen der HolidayCheck Group AG und der Antragsgegnerin fehlerhaft.

- h. Beim Zinsergebnis stelle sich die Annahme eines Zinssatzes von 0,5 % im Hinblick auf die aktuelle Managementpraxis aufgrund der aktuellen und der prognostizierten Zinsentwicklung als zu niedrig dar. Offen bleibe eine fehlerhafte Ableitung der Nettofinanzposition.
  - i. Korrekturbedarf bestehe sowohl beim Übergangsjahr als auch im Terminal Value.
    - (1) Nicht nachvollziehen lasse sich der Ansatz eines technischen Übergangsjahres trotz Fortschreibung der G+V-Rechnung des letzten Jahres.
    - (2) Das Wachstum in der Ewigen Rente müsse angesichts der zunehmenden Bedeutung des Online-Reisegeschäfts vor allem bei Kurzreisen und eines wachsenden Volumens der gesamten Reisetätigkeit, steigender Ausgaben pro Reise und eines sehr hohen Stellenwerts der Reise in den Konsumpräferenzen und unter Berücksichtigung der künftig zu erwartenden Geldentwertung von 2,5 % entsprechend der Prognosen der Europäischen Zentralbank höher als 1,5 % angesetzt werden. Bei einem Umsatz von € 335 Mio. im Terminal Value lasse sich ein EBIT von nur € 21,4 Mio. nicht nachvollziehen.
  - j. Wenn eine Thesaurierungsquote von 60 % bei einem Dienstleistungsbetrieb angesetzt werde, bedeute es einen Widerspruch, keine höheren Ansätze bei Umsatz, EBIT und Jahresüberschuss anzusetzen.
2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse in all seinen Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.
- a. Beim Basiszinssatz müsse der aktuelle Zinssatz herangezogen werden, nachdem nur dieser zum Stichtag zu realisieren sei.
  - b. Anpassungsbedarf bestehe vor allem bei dem ebenfalls zu hoch angesetzten und bereits vom Ansatz her fragwürdigen Risikozuschlag. Fehlerhaft erfolgt sei aber jedenfalls die Ermittlung über das erhebliche Ermessensspielräume eröffnende

(Tax-)CAPM unter Heranziehung des arithmetischen statt des geometrischen Mittels. Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern müsse in Zeiten steigender Zinsen reduziert werden. Das unternehmensindividuelle Risiko müsse angesichts einer hinreichend liquiden Aktie mit etwa 120.000 gehandelten Aktien über den originären Beta-Faktor hergeleitet werden, zumal dieser statistisch valide sei. Der Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors von 1,30 könne nicht sachgerecht sein, weil die Beta-Werte über die gesamte Pandemie hinweg zu einem hohen operativen Risiko und einem höheren Finanzierungsrisiko geführt hätten. Auch treffe die Gesellschaft gegenüber klassischen Reiseveranstaltern ein weitaus niedrigeres Risiko, weil sie keine Buchungskontingente kaufe, sondern gezielt einzelne Reiseleistungen nach Eingang der Kundenbuchung. Die Aufnahme von On the Beach Group plc. in die Peer Group hätte aufgrund fehlender Vergleichbarkeit ebenso wenig erfolgen dürfen wie die von Expedia Group Inc.. Dasselbe gelte für die Booking Holdings, Inc. mit ihrem weit umfassenderen Geschäftsmodell und ihrer Größe mit deutlich volatilerem Aktienhandel und die eDreams ODIGEO mit ihrer völlig unterschiedlichen geografischen Ausrichtung. Die Verzerrung des Beta-Faktors durch die COVID-19-Pandemie verbiete die Aufnahme der Jahre 2020 und 2021 in dessen Ermittlung.

- c. Der Wachstumsabschlag von 1,5 % müsse erhöht werden. Fehlerhaft erfolge die Annahme eines zunehmenden Wettbewerbsdrucks, weil dieser auf Hotelebene, nicht aber auf der Buchungsebene stattfinde und daher ein Kostensteigerungseffekt ausbleibe. Der Wachstumsabschlag in dieser Höhe vernachlässige weiterhin die anhaltende Umverteilung von Offline- zu Online-Buchungen auch von 2022 auf 2023 von 50 % auf 51 %. Ebenso spreche der Ansatz einer jährlichen Steigerungsrate von 1,4 % bis 1,5 % für Pauschalreisen und Hotel Only sowie teurerer Flug- und Pauschalreisen im ersten Halbjahr 2022 für einen höheren Wachstumsabschlag. Zudem stehe ein Ansatz von lediglich 1,5 % in Widerspruch zu aktuellen Inflationsraten von 6 % bis 10 % mit noch höheren Werten im Freizeit- und Tourismusteil sowie zu Schätzungen der Europäischen Zentralbank.

3. Nicht hinreichend berücksichtigt sei der Umfang von Sonderwerten.
  - a. Dies gelte zunächst für die zu niedrig angesetzte Überschussliquidität. Es müsse nämlich ein geringerer Betrag als € 20 Mio. bei einem nicht produzierenden und unverschuldeten Unternehmen ohne nennenswertes Anlagevermögen und der dadurch bedingten Fähigkeit zum Tragen der laufenden Kosten aus den Einnahmen als betriebsnotwendig eingestuft werden. Ebenso müsse es angesichts der Verbesserung der cash conversion cycle zum Ansatz eines Sonderwerts kommen.
  - b. Mindestens 50 % der Rückstellungen hätten eigenkapitalähnlich als Sonderwert ausgewiesen werden müssen.
  - c. Der Ansatz der steuerlichen Verlustvorträge für die Tochtergesellschaften in der Schweiz und in Polen stelle sich als sachwidrig dar, weil dies unregelmäßige Vorgänge seien. Für die Schweiz dürfe nicht nur ein Steuersatz des Kantons Thurgau von 12,17 % angesetzt werden angesichts der Verabschiedung der Schweizer Mindestbesteuerungsverordnung erst am 22.12.2023. Unklar bleibe die Behandlung der in Deutschland bestehenden Verlustvorträge.
  - d. Der Wert der Marke „HolidayCheck“ hätte ebenfalls als Sonderwert in den Unternehmenswert einfließen müssen.
4. Aus dem Börsenkurs ergebe sich gleichfalls die Notwendigkeit einer Erhöhung der Barabfindung angesichts eines aktuellen Börsenkurses von € 3,66 und einem 52-Wochen-Hoch von € 3,70.
5. Die vertraglich festgesetzte Ausgleichszahlung von € 0,22 stelle sich als unangemessen dar. Neben dem bereits zu niedrig angesetzten Unternehmenswert müsse der Verrentungszinssatz erhöht werden und mit dem vollen Fremdkapitalzinssatz des herrschenden Unternehmens angesetzt werden.

### III.

Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge. Zur Begründung beruft sie sich im Wesentlichen darauf, angesichts des sachgerecht ermittelten Unternehmenswertes und des Verrentungszinssatzes bedürfe die von der Hauptversammlung festgesetzte Kompensation in Form der Abfindung und des Ausgleichs keiner Korrektur.

1. Angesichts der Plausibilität der Planannahmen seien diese der Unternehmensbewertung zugrunde zu legen.
  - a. Dies gelte zunächst für die allgemeinen Grundsätze der Unternehmensplanung. Diese sei in einem ordnungsgemäßen Planungsprozess durch den Vorstand der HolidayCheck Group AG erstellt worden, ohne dass eine unzulässige Anlassplanung vorgelegen hätte.
  - b. Plausibel erfolgt sei die Planung der Umsatzerlöse auf der Basis vor allem von Provisionen für die Vermittlung von Pauschalreisen und Hotelübernachtungen über das HolidayCheck-Portal und aus dem seit 2018 betriebenen Veranstaltergeschäft mit dem Verkauf von Reisen.
    - (1) Die Stichtagserklärung belege, dass die Provisionserlöse im Vermittlungsgeschäft leicht unter Plan lägen, während das Werbegeschäft wegen höherer Anzeigenerlöse über Plan gelegen habe, was auf der im Vergleich zur Planung nachgelagerten Ausgestaltung von Werbekostenzuschüssen beruhe und Umsatz erst mit der Ausspielung realisiert werde. Somit komme es zu einer zeitlichen Verschiebung, weil sich am Gesamtpaket der Reiseveranstalter nichts ändere. Auch lasse der positive Effekt des Werbegeschäfts ab April 2023 nach. Die im Veranstaltergeschäft erzielten höheren Umsatzerlöse im Vergleich zur Planung von 13,8 % im ersten Quartal des Jahres 2023 seien im April 2023 schon auf nur mehr 4,6 % zurückgegangen; den diesen positiven Effekt hervorrufenden Aktionen zum Jahresende wie beispielsweise die Black Week 2022 fehle die Nachhaltigkeit, weshalb der

Forecast 1-2023 für das laufende Geschäftsjahr 2023 im Veranstaltergeschäft um etwa 4,6 % niedrigere Umsatzerlöse vorhersehe als die im November 2022 verabschiedete Planung. Die Auswirkungen des Erdbebens in der Türkei vom Februar 2023 würden auf eine schwächere Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2023 hindeuten. Im Veranstaltergeschäft gehe die Planung von einem deutlich über den Marktwachstumsraten liegenden Umsatzwachstum aus, wobei die Planung auch die Effekte von Marketingkampagnen wie die Black Week-Kampagne berücksichtige, wobei man auf die Black Week 2022 nur 6 % aller Veranstaltererlöse im Jahr 2023 zurückführen könne. Im gesamten Planungszeitraum gehe die Planung von einem CAGR von rund 38,8 % aus. Die Anpassung der ursprünglichen Planung nach unten beruhe auf den Einflüssen der Frühbucherkampagne als wesentliche Indikatoren für die Hauptreisedestinationen der HC Touristik GmbH – türkische Riviera, Balearen, spanisches Festland und Griechenland. Early Bird-Aktionen der Wettbewerber hätten sich negativ auf das über die Buchungsplattform HolidayCheck vermittelte Gesamtreisevolumen ausgewirkt und rund 41 % unter der Planung gelegen.

- (2) Für einen Vergleich lasse sich das Jahr 2021 angesichts der als Folge der Pandemie eingetretenen massiven Reduktion der Vertriebskosten von € 75,409 Mio. im Jahr 2009 auf € 5,093 Mio. nicht heranziehen. Dieser Rückgang gehe zulasten von Marktanteilen, die die Gesellschaft zurückgewinnen und stabilisieren müsse. Die Steigerung der Marketingaufwendungen beruhe auf der Notwendigkeit zum Erreichen der Umsatzplanung.
- (3) Den Annahmen zum klassischen Vermittlungsgeschäft fehle nicht die Plausibilität. Die Wachstumsraten in diesem Bereich müsse man als ambitioniert bezeichnen. Für Pauschalreisen prognostiziere Statista Wachstumsraten von unter 1 %. Die Gesellschaft sei kein Spezialist für die Veranstaltung und Vermittlung von Reisen, sondern ein Reisebuchungsportal für Hotels und Pauschalreisen und über die HC Touristik GmbH ein Reiseveranstalter von Pauschalreisen mit dem Schwerpunkt in den bereits genannten Destinationen.

(4)

- c. Kein Korrekturbedarf bestehe angesichts ihrer Plausibilität bei der Planung zur Entwicklung der Aufwendungen für bezogene Leistungen.
- (1) Wenn sich der Anteil der Umsätze des Veranstaltergeschäfts an den Gesamtumsatzerlösen erhöhe, müsse auch die Aufwandsquote für bezogene Leistungen in Relation zu den Gesamtumsatzerlösen ansteigen. Dabei gehe die Planung von einer deutlichen Verbesserung der Kostenquote von rund 99 % im Jahr 2022 auf etwa 86,0 % im letzten Jahr der Detailplanungsphase aus. Angesichts des sich im Aufbau befindlichen Veranstaltergeschäfts mit der Ende 2018 gegründeten HC Touristik GmbH als eigenem Reiseveranstalter sei die erstmalige Erzielung eines positiven Rohergebnisses im Jahr 2021 nicht außergewöhnlich und kein Beleg für eine Planung mit überhöhten Kosten für Reiseleistungen. Die Rohergebnismarge des Veranstaltergeschäfts verbessere sich von 13,2 % im Jahr 2022 auf 15,8 % im Jahr 2027, bleibe aber hinter der aus dem Vermittlungs- und Werbegeschäft zurück. Die Durchführung eines Benchmarking für die zuzukaufenden Reiseleistungen scheitere an nicht verfügbaren Daten und beinhalte zudem hochsensible Geschäftsgeheimnisse.
- (2) Der Forecast 1-2023 gehe von der Besetzung der offenen Stellen aus; nicht vorhergesehene Kündigungen sowie Verzögerungen beim Recruiting und der Besetzung der offenen Stellen hätten das Personalkostenvolumen nur nach 2024 verschoben. Die geplanten Sonderboni seien wegen nur teilweiser Erfüllung operativer Ziele sowie von Roadmap-Zielen nicht gezahlt worden. Die hierzu im November 2023 getroffene Entscheidung sei nicht nachhaltig. Im Verlaufe der Detailplanungsphase sinke die Personalkostenquote von 21,7 % auf 14 % im Vergleich zu jeweils 25 % in den Jahren 2018 und 2019. Der Aufbau eines Mitarbeiterbestands sei im Werbe- und Veranstaltergeschäft wie auch im Clubmodell unausweichlich. Sinkend geplant seien die Provisionsaufwendungen sowie die Service Center-Kosten.

- d. Der Ertrag und die Margen seien sachgerecht angesetzt.
- (1) Das EBIT des Jahres 2022 könne wegen der COVID-19-Pandemie nicht als repräsentativ für die weitere Entwicklung angesehen werden. Diese stehe auch nicht in Widerspruch zur Entwicklung von Vergleichsunternehmen, wie eine Analyse ergebe, wonach das ab 2024 geplante Wachstum die obere Bandbreite der Peer Group übersteige. Die angemessene Planung gehe von durchschnittlichen Wachstumsraten von 22 % aus und liege damit ein Vielfaches über den angeführten Wachstumsraten. Das Rohergebnis wachse von € 79,144 Mio. im Jahr 2022 auf € 151,683 Mio. am Ende von Phase I.
  - (2) Die Margenentwicklung folge mit Ausnahme der Jahre 2021 und 2022 sowie von Sondereffekten im Jahr 2022 dem Niveau der Peer Group. Der Erfolg in den Jahren der Pandemie 2021 und 2022 wäre aber mit einem Verlust an Marktanteilen erkaufte und könne deshalb nicht als nachhaltig eingestuft werden.
- e. Die sonstigen betrieblichen Erträge und sonstigen betrieblichen Aufwendungen seien sachgerecht in die Planung eingeflossen.
- (1) Währungseffekte seien in der Planung nicht angenommen worden. Aufwendungen für Abfindungen und Restrukturierungen seien nicht geplant gewesen, weshalb es auch keine Auflösung geben könne.
  - (2) Die tatsächlichen hohen sonstigen betrieblichen Erträge hätten ihre Ursache in der Auflösung einer Cyber-Rückstellung, in nicht geplanten Nacherstattungen für Corona-Kurzarbeit sowie in Zahlungen aus der Insolvenz der französischen Beteiligungsgesellschaft RPC Voyages SAS. Die Marketingaufwendungen seien im Jahr 2023 um etwa € 5,2 Mio. niedriger ausgefallen als im Forecast 1-2023 geplant, weil es aufgrund des intensiven Wettbewerbs nicht gelungen sei, ausreichend sinnvolle Kanäle für einen wirtschaftlichen Einsatz aller budgetierten Marketinggelder zu finden.
  - (3) Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen beruhe auf der Entwicklung der Vertriebskosten wie Werbekosten, Kosten der Servicecenter und Provisionsaufwendungen in der Detailplanungsphase. Die Vertriebs-



kostenquote sinke allerdings unter die Werte der Jahre 2018 und 2019; ebenso gehe die Verwaltungskostenquote zurück. Marketing sei nötig zur Stabilisierung des Marktanteils und zum Zurückgewinnen von Verlusten während der Pandemie sowie zum Halten der damit verbundenen Provisionsätze.

- f. Bei einer Stand alone-Bewertung seien positive und negative erst aus dem Bewertungsanlass entstehende Verbundeffekte nicht zu berücksichtigen. Allerdings seien erwartete Synergien im Vertriebs- und Anzeigenbereich wie auch schon bisher in die der Bewertung zugrunde liegende Planungsrechnung eingeflossen.
- g. Das Zinsergebnis mit dem Zinsergebnis von 0,5 % sei aus der Konzernbilanz zum 31.12.2022 abgeleitet und mit dem durchschnittlichen Zinssatz der Tagesgeldzinsen im ersten Quartal des Jahres 2023 angesetzt worden. Die Planung gehe von einer Vollausschüttung des Jahresüberschusses aus, damit jedem Anteilseigner der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zugerechnet werden könne, weshalb es zu einer Veränderung der Nettofinanzposition kommen müsse, so dass deren Entwicklung nicht auffällig sein könne.
- h. Kein Korrekturbedarf könne im Übergangsjahr und in der Ewigen Rente angenommen werden.
  - (1) Die Zwischenschaltung eines Übergangsjahres beruhe auf weiterem Wachstum im Veranstaltergeschäft, das aber wegen des exklusiven Vertriebs über die HolidayCheck-Plattform limitiert sei. Allerdings seien bewertungstechnisch kleiner Anpassungen in der Planbilanz vorzunehmen gewesen, was insbesondere den nachhaltigen Ansatz der Steuerrückstellungen betroffen habe. Dagegen hätten die Umsätze des Jahres 2027 bereits einen eingeschwungenen Zustand widerspiegelt, weil es kein unbegrenztes Wachstum der Kundenzielgruppe in der DACH-Region und des zur Verfügung stehenden Reisebudgets samt stetig wachsender frei verfügbarer Zeit für Reisen gebe.
  - (2) Eine höhere Wachstumsrate als 1,5 % müsse nicht angesetzt werden, weil im Jahr 2027 bereits 78,9 % aller Reiseleistungen über digitale Vertriebskanäle abgeschlossen und andererseits auch in Zukunft Kunden Reisen

selbst buchen würden. Es gebe auch keinen kontinuierlichen Trend zu steigenden Urlaubsausgaben und deutlich steigenden Reallöhnen.

- i. Die Thesaurierungsquote von 60 % stehe nicht in Widerspruch zur Entwicklung der Umsatzerlöse, weil wesentlicher Treiber für das Umsatzwachstum und die nachhaltige Profitabilität der gesamten HolidayCheck-Gruppe die Aufwendungen für die Produktentwicklung, also Personalaufwand, und für den Vertrieb in Form der Marketingaufwendungen seien.
2. Eine Veränderung des Kapitalisierungszinssatzes lasse sich nicht rechtfertigen.
    - a. Dies gelte zunächst für den mittels der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zutreffend abgebildeten Basiszinssatz von 2,5 % vor Steuern, wobei gegen die Berechnung keine Bedenken bestünden. Die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern lasse sich nicht beanstanden, was auch für das Heranziehen einer uniformen Zahlungsreihe ohne Berücksichtigung des Wachstumsabschlags gelte.
    - b. Der notwendigerweise anzusetzende Risikozuschlag sei unter Heranziehung des theoretisch am besten fundierten (Tax-)CAPM sachgerecht ermittelt worden. Die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern liege innerhalb der Bandbreite der Empfehlungen des FAUB des IDW mit ihrem pluralistischen Ansatz. Die Nutzung auch impliziter Modelle trage der Notwendigkeit Rechnung, eine künftige Marktrisikoprämie abzuschätzen. Keine Bedenken bestünden hinsichtlich der Ableitung des Beta-Faktors aus einer auch ausländische Unternehmen einbeziehenden Peer Group, nachdem der originäre Beta-Faktor insbesondere wegen der hohen Bid-Ask-Spreads nicht aussagekräftig sei. Zudem gebe es seit der Ankündigung des Delisting am 19.9.2021 keine Publizitätspflichten mehr. Gegen die Einbeziehung von On the Beach Group plc. und Webjet Ltd. gebe es ebenso wenig Bedenken wie die Aufnahme von Expedia Group, Inc., Booking Holdings Inc. und eDreams ODIGEO angesichts der Vergleichbarkeit all dieser Unternehmen mit der HolidayCheck Group AG. Beim Zwei-Jahres-Beta seien die Jahresscheiben vom 1.4.2020 bis zum 31.3.2021 sowie die Zeitspanne von März 2019 bis 2021 nicht einbezogen worden.

- c. Sachgerecht angesetzt sei der Wachstumsabschlag angesichts des wettbewerbsintensiven Modells mit hoher Preissensitivität der Kunden und der fehlenden Exklusivität im Online-Hotelbuchungs- und Reisebuchungsportal. Auf die von Reiseveranstaltern festgelegten Preise könne die Gesellschaft als Vermittler keinen Einfluss nehmen. Der Markt sei weitgehend gesättigt, wobei sich das Veranstaltergeschäft der Gesellschaft in einem fragmentierten Markt mit etwa 30 kleineren Anbietern behaupten müsse. Eine Differenzierung gegenüber Wettbewerbern könne nur über besondere Angebote wie Stornierbarkeit und Zusatzleistungen erfolgen. Auch könne der Wachstumsabschlag nicht mit der allgemeinen Inflationsrate gleichgesetzt werden.
3. Kein Korrekturbedarf bestehe bei den sachgerecht angesetzten Sonderwerten, wobei die Überschussliquidität auf der Aufzinsung des Betrages von € 75 Mio. auf den Bewertungsstichtag beruhe und ein Betrag von € 20 Mio. angesichts des saisonalen Geschäftsmodells und der Notwendigkeit der Finanzierung des operativen Geschäfts betriebsnotwendig sei. Da die steuerliche Bemessungsgrundlage der Organschaft in Phase I bis zum Verbrauch der Verlustvorträge in 2025 negativ sei, würden in Deutschland keine Ertragssteuern anfallen. Die Konzernobergesellschaft Hubert Burda Media Holding KG werde bei einem Außenumsatz von € 2,9 Mrd. nach HGB entsprechend der Schweizer Mindestbesteuerungsverordnung ab 2024 mit 15 % besteuert, weshalb nicht der niedrigere Steuersatz des Kantons Thurgau von 12,17 % angesetzt werden dürfe.
4. Über den Börsenkurs lasse sich eine höhere Barabfindung nicht herleiten, weil dieser für den Zeitraum von drei Monaten vor dem 5.4.2023 bei € 2,86 und somit unterhalb der mit Hilfe der Ertragswertmethode erhöhten Barabfindung gelegen habe.
5. Angesichts seiner Angemessenheit müsse auch der Ausgleich nicht erhöht werden. Der Verrentungszinssatz sei methodisch korrekt auf der Grundlage des Mittelwertansatzes aus dem risikofreien Basiszinssatz und dem der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz abgeleitet worden; dies

trage dem Umstand Rechnung, dass das Risiko der durch die Antragsgegnerin garantierten Ausgleichszahlungen zwar höher sei als das einer quasi-risikolosen Anlage, jedoch niedriger als das einer unsicheren Dividendenzahlung.

#### IV.

1. Das Gericht hat mit Beschluss vom 5.3.2024 (Bl. 194/195 d.A.)

zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestimmt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 198 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung dieser Bestellung (Bl. 193 d.A.) im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter hält die Barabfindung ebenfalls für nicht angemessen.

a. Zur Begründung verweist er zunächst auf die als nicht plausibel anzusehende Planung der Gesellschaft.

- (1) Der Aktualisierung der Planung fehle die Plausibilität, weil die Gesellschaft im ersten Quartal des Jahres 2023 um 8,1 % höhere Umsätze im Vergleich zur Planung erzielt und dennoch die Prognose der Umsatzerlöse um fast 5 % gesenkt habe, nachdem unklar bleibe, worin nur einmalige zeitlich vorgezogene Effekte bei den Anzeigeerlösen begründet sein sollen, nachdem Erlöse aus Werbekostenzuschüssen nach Angaben der Antragsgegnerin ebenso regelmäßig seien wie Effekte aus Black Friday- und Black Week-Aktionen, woran auch die Gesellschaft partizipiere. Effekte aus derartigen Aktionen müsse die Gesellschaft dauerhaft einplanen. Für eine Kürzung des Forecast bleibe kein Raum, wenn die geplanten Umsatzerlöse im Veranstaltergeschäft bis zum Stichtag der Hauptversammlung um 4,6 % überschritten gewesen seien, nachdem mit einer Ausweitung des Veranstaltergeschäfts zu rechnen gewesen sei. Das Ergebnis des Jahres 2023 zeige, dass die in der Stichtagserklärung genannten Gründe für den Umsatzeinbruch falsch seien, weil das Veranstaltergeschäft keinen Einbruch erlebt habe. Angesichts des Forecast 1-2023 habe auch die Mittelfristpla-

nung der Folgejahre nach oben angepasst werden müssen.

- (2) Der geplante Anstieg der Vertriebskosten um 33,2 % und die von 12,6 % auf 19,2 % gestiegene Vertriebskostenquote müsse mit deutlich höheren Umsatzerlösen einhergehen.
- (3) Den Annahmen zum klassischen Vermittlungsgeschäft fehle die Plausibilität, weil die geplanten Erlöse im ersten Planjahr mit 7,0 % weit hinter den prognostizierten Marktwachstum zurückbleiben würden und mit € 104,648 Mio. selbst im letzten Planjahr noch unter denen des letzten Vor-Corona-Jahres 2019 lägen, obwohl man die Verunsicherungen aufgrund der Insolvenz von Thomas Cook, die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie und einen gesättigten Markt im Segment „Pauschalreisen“ nicht mehr als tragfähig ansehen könne, nachdem schon im letzten Ist-Jahr 2022 die Gesamtausgaben für Reisen im deutschsprachigen Raum gegenüber 2019 angestiegen seien, die WHO die Pandemie vor dem Stichtag für beendet erklärt habe, und Pauschalreisen mit 40 % die häufigste Art der Urlaubsorganisation seien.
- (4) Weit überhöht erfolge der Ansatz bei den Aufwendungen für bezogene Leistungen, weil für den gestiegenen Aufwand beim Einkauf von Reiseleistungen auf € 173,836 Mio. für in der Vergangenheit angefallene Nutzungsgebühren für Internet Booking Engines, Provisionen für Vermarkter von Werbeleistungen und Aufwendungen für Freelancer sowie IT-Lizenzen kein Raum bleibe. Mit Kostenquoten für zuzukaufende Reiseleistungen zwischen 86 % und 99 % könne keine profitable Geschäftstätigkeit erfolgen, nachdem noch die nicht direkt zuordenbaren Umsatzkosten wie Personal-, Vertriebs- und Verwaltungskosten einzubeziehen seien. Für die zuzukaufenden Reiseleistungen wäre ein Benchmarking geboten gewesen. Die tatsächliche Entwicklung der Personalkosten im Jahr 2023 mit € 26,916 Mio. im Gegensatz zu € 29,533 Mio. in der Stichtagserklärung bestätige die mangelnde Plausibilität in diesem Bereich. Auch sei es widersprüchlich, einerseits von schlechteren Ergebnissen im Forecast im Vergleich zum Ist auszugehen, dann aber nicht mit niedrigeren Bonizahlungen zu rechnen.

- (5) Aus dem Ergebnis des Jahres 2023 ergebe sich, dass der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 35,9 % nicht plausibel sein könne, weil diese sich trotz Ausweitung der Marketingaufwendungen tatsächlich auf minus € 29,419 Mio. verringert hätten.
  - (6) Das Zurückbleiben hinter den EBIT-Margen der Wettbewerber belege entweder die fehlende Plausibilität der Planannahmen oder aber die fehlende Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen.
- b. Auch der gemeinsame Vertreter macht geltend, der Kapitalisierungszinssatz müsse zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.
- (1) Beim Basiszinssatz müsse das Wachstum beachtet werden, um der Laufzeitäquivalenz von Zähler und Nenner Rechnung tragen zu können.
  - (2) Beim Risikozuschlag sei die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern immer noch überhöht, zumal angesichts des Überwiegens nordamerikanischer und australischer Unternehmen eine globale Marktrisikoprämie anzusetzen sei. Aus der Peer Group seien insbesondere On the Beach Group plc. und Webjet Ltd. zu streichen, da sie die Gesellschaft nicht als Wettbewerber nenne und keines der beiden Unternehmen im Ranking des Statistischen Bundesamtes auftauche.
  - (3) Zu hoch angesetzt sei angesichts deutlich höherer Inflationsraten zum Stichtag auch der Wachstumsabschlag, zumal sich die Annahme einer nicht möglichen Weitergabe von Preissteigerungen an Kunden empirisch nicht belegen lasse.
- c. Bei den Sonderwerten sei die HolidayCheck Group AG von der Neuregelung der Mindestbesteuerung nicht betroffen, weil sie den dafür notwendigen Mindestumsatz von € 750 Mio. nicht erreiche und die Schweiz keine Pflicht zur Umsetzung des OECD-Übereinkommens treffe, weshalb die Erhöhung des Steuersatzes auf 15 % nicht in der Wurzel angelegt sein könne. Zu gering angesetzt sei auch die nicht betriebsnotwendige Liquidität.

2. In der mündlichen Verhandlung vom 24.10.2024 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer

mündlich angehört. Ferner hat das Gericht mit Beschlüssen vom 17.10.2024 (Bl. 396/399 d.A.) und vom 24.10.2024 (Bl. 447 d.A.) die Vertragsprüfer gebeten, zu einzelnen Parametern der Unternehmensbewertung ergänzend Stellung zu nehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der Vertragsprüfer wird in vollem Umfang Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 24.10.2024 (Bl. 411/448 d.A.), sowie die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachte ergänzende Stellungnahme der Vertragsprüfer vom 21.10.2024 (Bl. 403/404 d.A.) und die allen Verfahrensbeteiligten zugestellte ergänzende Stellungnahme vom 8.11.2024 (Bl. 449/451 d.A.).

#### **V.**

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 24.10.2024 (Bl. 441/448 d.A.).

#### **B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet.

#### **I.**

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Die Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG a.F., weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der HolidayCheck Group AG am 29.6.2023 Aktionäre der Gesellschaft waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Antrag aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder im Laufe des Verfahrens unstrittig gestellt bzw. nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.
2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG a.F. beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 29.6.2023, weshalb die Frist dann am Freitag, den 29.9.2023 endete. An diesem Tag gingen ausweislich der Gerichtsanträge alle Anträge spätestens beim Landgericht München I ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: BeckOGK, Stand 1.10.2024, § 4 SpruchG Rdn. 24). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.



## II.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind jedoch nicht begründet, weil die in der Hauptversammlung vom 24.5.2023 auf € 3,21 je Stückaktie der HolidayCheck Group AG entsprechend § 5 Ziffer 1 des Beherrschungsvertrages festgesetzte Barabfindung als angemessen angesehen werden muss.

Ein Beherrschungsvertrag hat gem. § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils zu enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen. Aufgrund von § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG muss der Vertrag in den Fällen, in denen der andere Vertragsteil eine abhängige oder in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft und das herrschende Unternehmen eine Aktiengesellschaft mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union ist, entweder die Gewährung von Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit beteiligten Gesellschaft oder – wie hier – eine Barabfindung enthalten. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Hauptversammlung im Zeitpunkt des Beschlusses über den Vertrag berücksichtigen.

Dabei ist der Unternehmenswert im Wege einer Schätzung zu ermitteln, wobei weder das Grundgesetz noch das einfache Gesetz Bestimmungen dazu enthält, nach welcher Methode eine Schätzung vorzunehmen ist. Die jeweils geeignete Bewertungsmethode ist unter Beachtung des gesetzlichen Bewertungsziels auszuwählen, wobei die Frage welche der möglichen Auslegungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatrichterlichen Würdigung des Sachverhalts ist (vgl. BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; BGHZ 227, 137, 141 = NZG 2020, 1386, 1387 = AG 2020, 949, 950 = ZIP 2020, 2230, 2231 f. = WM 2020, 2139, 2140 = DB 2020, 2399, 2400 = Der Konzern 2021, 115, 116 = DZWIR 2021, 104, 105; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; NZG 2022, 362, 364 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG München, Be-

schluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; Beschluss vom 9.4.2021, Az. 31 Wx 2/19; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e). Dabei ist es nicht geboten, zur Bestimmung des „wahren“ Wertes stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865; OLG Karlsruhe AG 2024, 831, 832).

Der für die Abfindung je Aktie maßgebliche Unternehmenswert wurde dabei im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., S. 353), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der HolidayCheck Group AG zugrunde gelegt werden kann. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirt-

schaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; NZG 2022, 362, 364 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; Beschluss vom 9.4.2021, Az. 31 Wx 2/19; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; OLG Karlsruhe AG 2024, 831, 832; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e). Dabei ist es nicht geboten, zur Bestimmung des wahren „Wertes“ stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865). Die Ertragswertmethode ist in Rechtsprechung und Literatur wie auch der bewertungsrechtlichen Praxis weithin anerkannt. Auch bei dem Standard IDW S1 handelt es sich um eine fachliche Bewertungsweise, mit deren Hilfe der Ertragswert bestimmt werden kann. Die Kammer sieht diese Methode, auch wenn sie von einem privaten Verein entwickelt wurde und daher keinen bindenden Rechtsnormcharakter haben kann, als zur Unternehmenswertermittlung geeignet an, weshalb sie hier zugrunde gelegt werden kann.

Die Möglichkeit, den Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens entsprechend den Grundsätzen des IDW S1 sachgerecht zu ermitteln, zeigt sich letztlich auch anhand der Wertung der §§ 199 ff. BewG. Aufgrund von § 201 BewG bildet der zukünftig nachhaltig zu erzielende Jahresertrag die Grundlage für die Bewertung bei steuerlichen Anlässen. Dieses

Verfahren ist zwar von Typisierungen und Vereinfachungen geprägt, um die steuerliche Abwicklung zu erleichtern (vgl. Krumm in: Leingärtner, Besteuerung der Landwirte, 39. Erg.Lfg, Stand: Oktober 2021, Kap. 94 Rdn. 25), orientiert sich aber von der Methodik her an den Grundsätzen des Ertragswertverfahrens entsprechend dem Standard IDW S1, wie es sich in der – auch von der höchst- und obergerichtlichen Rechtsprechung gebilligten – Praxis durchgesetzt hat. Der Gesetzgeber geht in §§ 199 ff. BewG sehr wohl davon aus, dass sich der Unternehmenswert auf diese Art und Weise durch Kapitalisierung der künftig zu erzielenden Überschüsse ermitteln lässt, wie dies auch dem Standard IDW S1 zugrunde liegt (vgl. auch OLG München AG 2020, 133, 136 = WM 2019, 2104, 2113 f.). Daher ist den im Hinweisbeschluss des Landgerichts Köln, Az. 82 O 2/16 geäußerten Zweifeln an der Tragfähigkeit der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach dem Standard IDW S1 nicht zu folgen.

Diesem Ansatz lässt sich auch nicht entgegenhalten, die Berechnung müsse in Anlehnung an die Best Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management zumindest plausibilisiert werden. Die Ertragswertmethode ist in der betriebswirtschaftlichen Lehre und Praxis weithin anerkannt und üblich, weshalb sie entsprechend den Vorgaben insbesondere auch des BGH der Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage der angemessenen Barabfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zugrunde gelegt werden kann. Angesichts dessen bedarf es nicht zwingend einer weiteren Überprüfung durch eine andere Methode, die zudem nicht unerheblicher Kritik in der Fachliteratur ausgesetzt ist, weil das Konzept des markttypischen Erwerbers sich vom relevanten Bewertungsobjekt unzulässiger Weise entferne und es auch zu einer unzulässigen Doppelberücksichtigung der Unsicherheit im Bewertungskalkül komme (vgl. Olbrich/Rapp CF 2012, 233 ff.; auch Quill, Interessengeleitete Unternehmensbewertung – Ein ökonomisch-soziologischer Zugang zu einem neuen Objektivismusstreit, Diss. Universität des Saarlandes, 2016, S.330 f.). Auf eine variable Bandbreite abzielende Empfehlungen sind keinesfalls besser geeignet als die Ertragswertmethode, weil eine Bandbreite keine angemessene Barabfindung darstellen kann, nachdem diese auf einen bestimmten Betrag lauten muss.

Für die HolidayCheck Group AG ergibt sich zum maßgeblichen Stichtag auf dieser Grundlage ein Unternehmenswert von € 279,128 Mio. ungeachtet der Anpassungen im Forecast

1-2023 und der Erhöhung des Basiszinssatzes, der der Ermittlung der Barabfindung zugrunde gelegt wurde und der zu einer angemessenen Barabfindung von € 3,21 je Aktie führt.

1. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; NZG 2022, 362, 367 f.; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706; 2014, 2014, 2014, 291 296 f.; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; AG 2023, 284, 287 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18 Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5HK O 5884/20; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/19; Beschluss vom 19.4.2024, Az. 5HK O 9734/22 e; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e).

Diese Grundsätze wurden bei der HolidayCheck Group AG zutreffend angewandt.

- a. Dies gilt zunächst für die allgemeinen Grundsätze der Planung.

- (1) Für eine durch den Abschluss des Beherrschungsvertrages interessengeleitete Planung gibt es keine Anhaltspunkte. Die Vertragsprüfer konnten

keine diesbezüglichen Feststellungen treffen. Dies zeigt sich insbesondere auch daran, dass die Planung auf dem üblichen Planungsprozess bei der Gesellschaft aufsetzte, wobei der vom Vorstand am 10.11.2022 freigegebene und am 29.11. vom Aufsichtsrat verabschiedete Forecast 2-2022 vom September 2022 als Ausgangspunkt zugrunde gelegt wurde. Zu diesem Zeitpunkt gab es erkennbar noch keine gesicherten Anhaltspunkte für den Abschluss eines derartigen Unternehmensvertrages. Hierfür spricht auch die Übermittlung von Unabhängigkeitserklärungen der zur Erstellung eines Bewertungsgutachtens angefragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die am 5.12. bzw. 14.12.2022 übermittelt wurde. verwies im Rahmen seiner Anhörung auf Gespräche mit Mitarbeitern der HolidayCheck Group AG wie auch der von deren Tochtergesellschaften auf Leitungsebene, aus denen sich gleichfalls keine Hinweise auf eine interessen geleitete Planung ergaben. In der von den Vertragsprüfern eingesehenen Aufsichtsratsprotokollen fanden sich ebenfalls keine Hinweise darauf, es könne eine interessen geleitete und nicht mehr unabhängige Planung der Gesellschaft vorliegen. Auch enthielten die Planungsdaten keinerlei Ansatzpunkte dafür, die Planung könnte von der Antragsgegnerin erstellt worden sein.

- (2) Aus der teilweisen Personenidentität in den Organen der HolidayCheck Group AG und der Antragsgegnerin lässt sich kein Rückschluss auf das Fehlen einer unabhängigen Planung ziehen. Es gab auch keine Vorgaben hinsichtlich des Planungsprozesses durch die Konzernobergesellschaft in Bezug auf Umsatzziele, Ausrichtung der Gesellschaft, Ausnutzung von Geschäftschancen und die Ergebnismarge. verwies auf den vom Vorstand der HolidayCheck Group AG gestarteten Planungsprozess, wonach der Vorstand Ziele auf der Basis der Marktentwicklung und der Markteinschätzung analysierte. Auch wenn keine Kenntnis davon erlangte, wer die Entscheidung zur Verlagerung des Schwerpunkts auf das Veranstaltergeschäft im Jahr 2018 traf, kann aus dieser Entscheidung nicht geschlossen werden, die Planung sei nicht unabhängig erfolgt. Dabei muss insbesondere auch das Ziel dieser unternehmerischen Ent-

scheidung berücksichtigt werden, die Plattform und die Plattformerlöse zu stärken. Darin kann aber keine Entscheidung weg vom Geschäftsmodell der Gesellschaft gesehen werden. Zudem wurde diese Entscheidung mehr als vier Jahre vor dem Stichtag der Hauptversammlung getroffen, als es offensichtlich noch keine hinreichend konkreten Überlegungen zum Abschluss eines Unternehmensvertrags gab.

- (3) Die der Bewertung zugrunde liegende Planung musste seit der Verabschiedung der Budgetplanung für das kommende Geschäftsjahr eingetretene Veränderungen berücksichtigen. Ohne die Veränderungen in der Entwicklung hin zum Stichtag, wie sie mit dem im März/April 2023 aufgestellten Forecast 1-2023 vorgenommen wurden, käme es zu einem Widerspruch zum Stichtagsprinzip, wie es in § 327 b Abs. 1 AktG niedergelegt ist, wonach die Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft zum Stichtag der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Aus dem Ergebnis des Jahres 2023 kann nicht abgeleitet werden, die in der Stichtagserklärung genannten Gründe seien falsch. Maßgeblich für die Unternehmensbewertung ist die Sicht ex ante zum Stichtag. Aus nachträglich eingetretenen Entwicklungen lassen sich daher nicht zwingend Rückschlüsse auf die Fehlerhaftigkeit der Planung und der darin enthaltenen Ansätze ableiten. Zwar war die Entwicklung im Veranstaltergeschäft anders als in der Planung angenommen; dies konnte jedoch nach den zum Stichtag vorliegenden und unten unter B. I. 1. b. (3) genannten Gründen so nicht vorhergesehen werden. Zudem stellte sich in der Summe die Entwicklung nicht grundlegend anders dar als in der Planung angenommen. Eine Abweichung von 4,4 % beim Umsatz bedeutet keine so wesentliche Planüberschreitung, als dass das daraus bereits der Schluss auf eine nicht mehr plausible Planung gezogen werden könnte.
- b. Die Umsatzplanung, die in ihrer aktualisierten Form einen Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2023 von € 141,073 Mio., im Geschäftsjahr 2024 von € 192,994 Mio., im Geschäftsjahr 2025 von € 229,372 Mio., im Geschäftsjahr 2026 von € 266,811 Mio. und im Geschäftsjahr 2027 von € 325,519 Mio. ausgeht, bedarf angesichts ihrer Plausibilität keiner Korrektur zugunsten der Minderheitsaktionä-

re. In der Ausgangsplanung, die der Ermittlung der Barabfindung von € 3,21 je Aktie zugrunde lag, wurde noch ein Umsatz von € 147,860 Mio. für das Geschäftsjahr 2023 angesetzt, wobei dieser Betrag angesichts des Stichtagsprinzips korrigiert werden musste.

- (1) Die beschriebene Umsatzentwicklung steht nicht in Widerspruch zu einem starken Wachstum der Umsatzerlöse im Reisemarkt in der Wintersaison und der Darstellung des Marktes als äußerst schwierig und unkalkulierbar. Die vom Antragsteller zu 6) im Rahmen dieser Rüge referenzierte Entwicklung auf Seite 30 f. des Bewertungsgutachtens von [redacted] beschreibt die Entwicklungen in der Vergangenheit. Diese belegen insbesondere auch die Krisenanfälligkeit des Marktes, wie namentlich die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie gezeigt haben. Zudem können auch viele andere Ereignisse die Reiselust mindern. Zu nennen sind hier exemplarisch Naturkatastrophen örtlicher Art, wozu Erdbeben in der Region oder Ölverschmutzungen am Strand nach beispielsweise einem Tankerunfall gehören. Die Planung geht jedoch gerade nicht vom Eintritt solcher Krisen aus, nachdem sie ein Wachstum unterstellt. Selbst wenn globale Risiken wie eine Pandemie mit einem vollständigen Erliegen des Marktes nicht mit solchen lokalen Krisen vergleichbar sind, ergeben sich auch aus lokalen Ereignissen durchaus Gefahren für die Gesellschaft, weil das Buchungsverhalten nicht so kurzfristig erfolgt. Als Beispiel nannte [redacted] das durchaus zu Buchungsausfällen bei der Gesellschaft führende Erdbeben in der Türkei. Daher ist eine vollständige Diversifikation des Risikos auch bei lokalen Ereignissen nicht anzunehmen.
- (2) Von einer Vernachlässigung des Ziels einer Verbesserung des Umsatzes einschließlich der Margen und des EBIT kann aus der Verzehnfachung der Vertriebskosten seit 2021 nicht ausgegangen werden. Das Jahr 2021 lässt sich sinnvollerweise nicht als Vergleichsmaßstab heranziehen. In diesem durch Lockdowns geprägten Krisenjahr fuhr die Gesellschaft ihre Kosten in erheblichem Maße herunter, weshalb der Vertriebskostenvergleich mit diesem Jahr nicht zielführend sein kann, nachdem die Vertriebskosten vor allem Werbekosten bzw. Marketingaufwendungen und Servicecenter-Kosten



beinhalten. Wenn Reisen aufgrund der weltweiten Beschränkungen im Reiseverkehr nicht durchgeführt werden können, bedarf es keiner Werbe- und Marketingaufwendungen. Die Planung ab dem Jahr 2023 zeigt aber im Vergleich zur Vergangenheit im Vermittlungsgeschäft höhere Wachstumsraten bei Umsatz und EBIT und liegt auch über den Markterwartungen. Vor allem aber lag die Vertriebskostenquote vor dem Beginn der Pandemie im Jahr 2020 bezogen auf die Umsatzerlöse bei 56 %. Wenn diese Quote in den Jahren der Detailplanungsphase zwar von 17,4 % im Jahr 2023 auf 22,5 % im Jahr 2025 ansteigt und dann auf 19,2 % am Ende der Phase I wieder absinken soll, so zeigt gerade diese Entwicklung, dass bei einem Anstieg der Umsatzerlöse insgesamt im Verlauf der Detailplanungsphase die Vertriebskostenquote deutlich unter der Quote der Vorjahre liegen wird, auch wenn zu Beginn des Veranstaltergeschäfts naturgemäß hohen Werbekosten und Marketingaufwendungen geringere Umsatzerlöse gegenüberstehen.

- (3) Der Aktualisierung der Planung fehlt nicht die Plausibilität, auch wenn die Gesellschaft im ersten Quartal des Jahres 2023 um 8,1 % höhere Umsatzerlöse und bis zum Bewertungsstichtag um 3,1 % höhere Umsatzerlöse im Vergleich zur Planung im Ist erwirtschaftete. Der Forecast 1-2023 basiert auf den Ist-Zahlen des ersten Quartals und der weiteren Einschätzung der Entwicklung für das Jahr 2023, wobei die Stichtagserklärung der Bewertungsgutachterin die Entwicklung Ende März und Ende April berücksichtigte. In den Stichtagsgesprächen mit den Verantwortlichen der Gesellschaft erhielten die Vertragsprüfer Erläuterungen zur laufenden Geschäftsentwicklung ebenso wie zu der weiteren erwarteten Entwicklung. Nach dem deutlichen Anstieg im ersten Quartal war die Entwicklung bereits bis Ende April mit einer Abweichung um noch 3 % bereits deutlich rückläufig. Eine weitere Abweichung wurde nicht mehr gesehen. wies im Termin zur  
mündlichen Verhandlung dabei insbesondere auch auf die Entwicklung der Frühindikatoren hin. Die Conversion Rate als Anzahl der Besucherinnen und Besucher einer Website im Verhältnis zur Auswahl einer gewünschten Handlung, hier also namentlich der Buchung einer Reise, blieb um 11 %

ebenso hinter den Erwartungen zurück wie das bei der Gesellschaft und ihren Tochtergesellschaften ankommende Buchungsvolumen. Dabei erfolgt die Realisierung von Umsatz beim Veranstalter im Zeitpunkt der Reise. Daher haben die höheren Erlöse im Ist vor allem der ersten drei Monate und schon weniger im April des Jahres 2023 ihre Ursache auch in den Black Friday- und Black Week-Aktionen des Jahres 2022. Effekte aus derartigen Aktionen flossen auch in die Planung aus, was sich an den erheblichen Wachstumsraten beim Umsatz auch in den Folgejahren zeigt. Allerdings sind diese Aktionen weder in der detaillierten Budgetplanung noch in der Mittelfristplanung konkret ablesbar.

Zudem gibt es bei Buchungen im ersten Quartal relativ hohe Rabatte. Eine geringere Conversion Rate wirkt sich auf den Umsatz aus. erläuterte in diesem Zusammenhang überzeugend, dass in den Fällen der Nutzung der Plattform der Gesellschaft und einer anschließenden Buchung bei der HC Touristik GmbH der Umsatz aus Konzernsicht nur einmal ankommen könne, weil er bei der einzelnen Einheit herauskonsolidiert werde.

Soweit es im Jahr 2022 einen Abschlag von 100 % auf Vermittlungsprovisionen für Pauschalreisen und Hotelbuchungen gab, deren Abreise erst nach dem Bilanzstichtag erfolgte und dies dann im Konzernabschluss zum 31.12.2022 revidiert wurde, kann daraus eine Notwendigkeit der Plananpassung nicht abgeleitet werden. Die Zuführung im Geschäftsjahr 2022 zu dem aus der Vergangenheit fortgeschriebenen Abschlag war durch den sprunghaften Anstieg der Vermittlungstätigkeit im Jahr 2022 entsprechend hoch. Der Risikoabschlag führt zu einer Phasenverschiebung in der Realisierung der betroffenen Umsätze. Er wurde für Abreisen nach dem Bilanzstichtag in der Planung unverändert fortgeführt. Die Zuführung wurde durch den sukzessiv geplanten Anstieg der Vermittlungsleistungen abgeschmolzen, wie die Vertragsprüfer im Termin und insbesondere ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 8.11.2024 erläuterten. Dieser nicht cashflow-relevante Umsatz aus der Anpassung des sogenannten Risikoabschlags auf Vermittlungsprovisionen belief sich im Jahr 2023 auf € 5,531 Mio. und ist bei den Umsatzerlösen aus Vermittlungsleistungen ausgewiesen, wie im Ge-

schäftsbericht der Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2023 dargelegt wird. Die Ergebniseffekte wurden nämlich durch den korrespondierenden Anstieg des Working Capital ausgeglichen. Der rein bilanzielle Phaseneffekt beruht darauf, dass der Umsatzrealisierung von 2024 als Abreisezeitpunkt in das Geschäftsjahr 2023 bei der Bilanzierung vorgezogen wurde. Unter Berücksichtigung dieses Aspekts liegt nunmehr eine Planüberschreitung von € 894.000,-- vor. Dies rechtfertigt weder den Schluss auf die fehlende Plausibilität der Planung noch auf die Notwendigkeit der Anpassung der Mehrjahresplanung, die ohnehin von einem deutlichen Wachstum der Umsatzerlöse von € 141,073 Mio. auf € 325,519 Mio. im Laufe von fünf Jahren ausgeht.

Dabei berücksichtigt die Planung durchaus auch die Saisonalität des Geschäftes mit hohen Erlösen in den Monaten Juli und August, nachdem die Hauptreiseziele für die Gesellschaft in den Sommerregionen Türkei, Italien und Spanien liegen. In den ersten vier Monaten des Jahres 2023 wurden Umsatzerlöse von € 26,230 Mio. erwirtschaftet, während der Plan für diesen Zeitraum von € 25,447 Mio. ausging. Damit macht dieser Zeitraum von vier Monaten knapp 18 % der in der Forecast-Planung angenommenen Umsätze aus. Im Ist beträgt der Anteil der ersten vier Monate und der tatsächlich erzielte Umsatz des gesamten Geschäftsjahres mit etwa 17,8 % und liegt ebenfalls knapp unter 18 %. Auch dieser Vergleich zeigt, dass die Saisonalität des Geschäfts in der Planung durchaus sachgerecht abgebildet wurde.

- (4) Den Planansätzen zum klassischen Vermittlungsgeschäft mit der Vermittlung von (Pauschal-)Reisen kann nicht die Plausibilität mit dem Hinweis darauf abgesprochen werden, die geplanten Erlöse würden im ersten Planjahr mit einem Wachstum von 7,0 % weit hinter den prognostizierten Marktwachstum und im letzten Planjahr mit € 104,684 Mio. um 15,8 % hinter denen des letzten Vor-Corona-Jahres 2019 zurückblieben.
  - (a) verwies bei seiner Anhörung in diesem Zusammenhang auf die unternehmerische Entscheidung der Gesellschaft zum Einstieg in das Veranstaltergeschäft hin, bei dem ein Kunde bei der

HC Touristik GmbH die gesamte Reise kauft, die exklusiv über die HolidayCheck-Plattformen vertrieben wird. Durch diese unternehmerische Entscheidung, die der Leitungsfunktion des Vorstandes der Gesellschaft aus § 76 Abs. 1 AktG entspringt und auf die Aktionäre der Gesellschaft mangels Zuständigkeit der Hauptversammlung keinen Einfluss nehmen können, weshalb sie von ihnen hingenommen werden muss, steigt das Veranstaltergeschäft überdurchschnittlich stark an mit einem Umsatz von € 39,5 Mio. im Jahr 2022 auf € 202 Mio. am Ende der Detailplanungsphase.

- (b) Mit Hilfe dieser Entscheidung sollte die Ertragssituation der Gesellschaft verbessert werden, nachdem sie in den Jahren 2018 und 2019 durch den extremen Einsatz von Vertriebsaufwendungen Marktanteile gewinnen wollte. Dabei sollte Wachstum vor Ergebnis gehen. Mit dem Wechsel auch hin zum Veranstaltergeschäft Ende des Jahres 2018 wurde die strategische Entscheidung in Richtung auf eine ausgewogenere Balance getroffen. Die Gesellschaft sollte nicht nochmals in eine Situation gelangen, in der man sich mit Vouchern aufrieb. In der Vergangenheitsanalyse der Jahre 2017 bis 2019, die noch nicht von dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie beeinflusst waren, erwirtschaftete die Gesellschaft nur im Jahr 2018 einen Jahresüberschuss von € 2,825 Mio., während das Jahr 2019 wie schon das Jahr 2017 mit einem Jahresfehlbetrag abgeschlossen wurde, der im Jahr 2019 € 1,670 Mio. betrug, auch wenn dazu die Insolvenz des Reiseveranstalters Thomas Cook mit den damit verbundenen Unsicherheiten beigetragen haben mag. Demgegenüber geht die Planung ab 2029 ff. von einem Jahresüberschuss in Höhe von € 17,8 Mio. aus. Daraus kann auch nach Einschätzung der Kammer die Schlussfolgerung gezogen werden, die Planung stelle sich als positiv dar. Sie beruht auf der Entscheidung, nicht in einen Vertriebswettbewerb mit anderen Reiseunternehmen einzutreten, die täglich oder nahezu täglich Werbung im Fernsehen schalten können.

- (c) Das Zurückführen von Vertriebsaufwendungen in der COVID-19-Pandemie ab 2020 führt zum Verlust von Marktanteilen der Plattform, was diese unattraktiv machte. Dadurch sinken dann wiederum die Einnahmen, weil auch Werbeeinnahmen zurückgehen. Der Zeitraum der Jahre 2022/2023 war von Unsicherheiten geprägt, weshalb die Holiday-Check Group AG auch im Jahr 2023 mit Vertriebsaufwendungen noch vorsichtig umging und hinter dem Marktwachstum zurückblieb. Im weiteren Verlauf der Detailplanungsphase sollte dann aber ein Wachstum oberhalb der Markterwartungen erreicht werden. Somit musste zur Erreichung dieses Ziels abgewogen werden, wie viel Marktanteil mit welchen Mitteln benötigt werde und andererseits, inwieweit dann noch genügend für ein profitables Geschäft übrig bleibe.
- (d) Dabei kann aus der Entwicklung der Vertriebskosten mit einem Anstieg um durchschnittlich 33,2 % nicht auf den zwingend nötigen Anstieg höherer Umsatzerlöse geschlossen werden. Ausgangspunkt dieser Berechnung ist das Jahr 2022, das noch von Nachholeffekten aus der Pandemie geprägt war. Demgemäß lagen die Vertriebskosten im Jahr 2022 deutlich unter denen der Jahre 2018 und 2019 als den beiden letzten Jahren vor dem Beginn der Pandemie. Auch für das Geschäftsjahr 2023 ging die Planung noch von einem verhaltenen Anstieg von € 25,703 Mio. auf € 37,377 Mio. aus. Ungeachtet dessen liegt auch die geplante langfristige Vertriebskostenquote in Phase I mit Werten von maximal 22,5 % im Jahr 2025 deutlich unter der Quote der Jahre 2018 und 2019 als diese etwa 56 % betrug. An der Sondersituation des Jahres 2022 kann kein Zweifel bestehen, weil in diesem Jahr die pandemiebedingten Restriktionen zumindest in diesem Umfang nicht mehr bestanden und daher eine deutlich stärkere Nachfrage am Reisemarkt bestand, andererseits aber gerade auch bei der Aufwandsplanung noch Vorsicht herrschte.
- (5) Die Planung der Gesellschaft übersieht nicht den stark steigenden Bereich des Ökotourismus, weil diese Sparte nicht in ihrem Fokus liegt. Vielmehr werden Pauschalreisen zu Hotels in den bereits genannten Sommerdesti-

nationen angeboten.

- (6) Ebenso wenig vernachlässigt die Planung die Marktposition der Holiday-Check Group AG. wies in diesem Zusammenhang auf den Verlust von Marktanteilen, wobei die HolidayCheck Group AG auf dem deutschen Reisemarkt einer von vielen Anbietern ist. Allerdings liegt die Planung über den Markterwartungen, so dass die Stellung der Gesellschaft am Markt durchaus berücksichtigt wurde.
  - (7) Soweit die Antragstellerin zu 30) in ihrem nicht nachgelassenen Schriftsatz vom 18.11.2024 darauf verweist, dass tatsächliche EBT von € 32,9 Mio. übertreffe die Planung im Gutachten um 62,1 % und die Erwartung für 2024 weise ein EBT zwischen 23,5 Mio. und 32,9 Mio. aus, vermag die Kammer daraus keinen Rückschluss auf die mangelnde Plausibilität der Planung zu ziehen. Die Planung als Grundlage der Ermittlung des Unternehmenswerts und damit der Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die Verhältnisse zum Stichtag der Hauptversammlung berücksichtigen. Ein Rückschluss aus einer deutlich über einem Jahr nach dem Stichtag liegenden Planung würde sich als unzulässige ex post-Betrachtung darstellen. Inwieweit sich eine Planung im Nachhinein, als nach dem Bewertungsstichtag, tatsächlich realisiert hat, ist wegen des Stichtagsprinzips und der mit jeder in die Zukunft gerichteten Vorhersage verbundenen Unsicherheiten nicht entscheidend (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 727; OLG München NZG 2022, 606, 617; LG München I, Beschluss vom 28.6.2024, Az. 5HK O 15162/20; Hasselbach DB 2023, 814, 818 f.).
- c. Da die Aufwandsplanung als plausibel zu beurteilen ist, lassen sich hier Veränderungen nicht rechtfertigen.
- (1) Eine Vermischung von Gesamtkosten- und Umsatzkostenverfahren ist nicht erkennbar. Im Prüfungsbericht verglichen die Vertragsprüfer entsprechend den Ausführungen von Zahlen mit und aus der G+V-Rechnung. Zudem flossen interne Informationen aus einer internen G+V-Rechnung in die Ausführungen der Vertragsprüfer ein. Dann aber kann keine un-systematische Ableitung der Prüfungsergebnisse begründet werden.

- (2) Die Aufwendungen für bezogene Leistungen sind nicht überhöht geplant, auch wenn sie von € 39,1 Mio. im Jahr 2022 auf € 174,836 Mio. im Jahr 2027 ansteigen.
- (a) Dieser Betrag umfasst auch die in der Vergangenheit angefallenen Nutzungsgebühren für Internet Booking Engines, Provisionen für Vermarkter von Werbeleistungen sowie Aufwendungen für Freelancer und IT-Leistungen, die auch im Bewertungsgutachten auf Seite 22 dargestellt ist.
- (b) Die Tatsache, dass in Relation zu den Erlösen aus dem Veranstaltergeschäft in Höhe von € 39,546 Mio. und Aufwendungen für bezogene Leistungen von ca. 99 % im Jahr 2022, also von € 39,120 Mio., eine Quote für diese Aufwendungen von 99 % ergibt, lässt einen Rückschluss auf die fehlende Plausibilität nicht zu. Bis hin zum letzten Planjahr fällt die Quote auf 86 %. Diese Entwicklung hat ihre Ursache in der strategischen Entscheidung, verstärkt auf das Veranstaltergeschäft zu setzen und damit die Buchungsplattform attraktiver zu machen, selbst wenn dies nicht primär gewinnorientiert gewesen sein sollte. Dennoch geht die Planung im letzten Planjahr bereits von einem positiven Ergebnis aus. Angesichts der strategischen Zielsetzung der Steigerung der Attraktivität der Plattform durch das Veranstaltergeschäft hält die Kammer in Übereinstimmung mit den Vertragsprüfern von die Durchführung eines Benchmarking für die zuzukaufenden Reiseleistungen nicht für sinnvoll. Wettbewerber wie TUI sind im Gegensatz zur HolidayCheck Group AG über viele andere Kanäle, nicht nur über eine einzige Buchungsplattform zu erreichen. Die Exklusivität der Holiday Check Group AG besteht darin, eine Reise, so wie sie ein Kunde durchführen möchte, nur über die Gesellschaft, nicht aber über andere Anbieter wie Tripadvisor buchen zu können. Über Tripadvisor gelangt man wiederum zur Plattform der HolidayCheck Group AG. Ebenso wenig kann man eine Holiday-Check Group-Reise über ein Reisebüro buchen.

Ein Widerspruch zu den Erläuterungen auf Seite 65 f. des Bewertungsgutachtens von [redacted] kann darin nicht gesehen werden, denn das dort vorgenommene Benchmarking betrifft das Gesamtunternehmen der HolidayCheck Group AG, nicht nur das Veranstaltergeschäft.

- (3) Kein Korrekturbedarf besteht für die Ansätze der Planung zum Personalaufwand, dessen Entwicklung in den Jahren der Vergangenheitsanalyse auf Seiten 42 f. des Prüfungsberichts mit den Einsparungen dargestellt wird.
- (a) Das Ansteigen der Personalkosten von € 25,7 Mio. im Jahr 2022 bis € 45,6 Mio. im Jahr 2027 muss als nachvollziehbar und damit plausibel bezeichnet werden. Im Jahr 2019 lagen die Personalaufwendungen noch bei € 33,8 Mio. für durchschnittlich 490 Mitarbeiter. In der COVID-19-Pandemie kam es zu einem deutlichen Personalabbau auf noch lediglich 244 Mitarbeiter im Jahr 2022, wobei die Gesellschaft allerdings bereits in diesem Jahr mehr Mitarbeiter hätte einstellen wollen. Für das Jahr 2023 war nach den von [redacted] im Termin zur mündlichen Verhandlung vermittelten Erkenntnissen ein Mitarbeiteraufbau auf 291 Mitarbeiter bei entsprechenden Gehaltssteigerungen vorgesehen. Auch in den Folgejahren ging die Planung von einem weiteren Anstieg des Personalaufwands von € 29,533 Mio. entsprechend dem Forecast 1-2023 im Jahr 2023 über € 34,662 Mio., 38,314 Mio., € 42,070 Mio. auf € 45,556 Mio. am Ende von Phase I aus. Diese Entwicklung beruht sowohl auf einem Aufbau der Mitarbeiterzahlen als auch auf Gehaltssteigerungen, wobei hierfür ein pauschaler Wert angesetzt wurde.
- (b) Die tatsächliche Entwicklung im Jahr 2023, wonach die tatsächlichen Personalkosten mit € 26,916 Mio. um € 2,617 Mio. im Vergleich zum Forecast 1-2023 niedriger waren, führt nicht zur mangelnden Plausibilität. Der Geschäftsbericht des Jahres 2023 verwies darauf, es sei nicht gelungen, die Mitarbeiterzahl entsprechend dem Plan zu erhöhen, nachdem Ende 2023 nur 271 Mitarbeiter beschäftigt gewesen



seien. Der Forecast 1-2023 berücksichtigte indes bereits die im Vergleich zu den Planannahmen vom November 2023 eingetretene Entwicklung, dass bestimmte Stellen nicht besetzt werden konnten. Im weiteren Verlauf des Jahres 2023 kam es nach dem von den Antragstellern und insbesondere auch vom gemeinsamen Vertreter nicht mehr bestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin, der demzufolge gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt und folglich der Entscheidung zugrunde gelegt werden kann, zu nicht vorhergesehenen weiteren Kündigungen sowie weiteren Verzögerungen bei der Besetzung von offenen Stellen. Die Planung war indes davon ausgegangen, alle noch offenen Stellen im weiteren Jahresverlauf sukzessive nachbesetzen zu können. Angesichts einer Zeitspanne von mehr als sieben Monaten bis zum Bilanzstichtag ist dies eine zumindest nicht unrealistische Einstellung. Die weiteren Kündigungen sowie die Verzögerungen beim Recruiting und der Besetzung offener Stellen entlasteten den Personalaufwand im Jahr 2023 um etwa € 900.000,--.

Der im Budget für 2023 vorgesehene Betrag für Sonderboni wurde aufgrund einer im November 2023 getroffenen und damit angesichts des Stichtagsprinzips nicht mehr bewertungsrelevanten Entscheidung in Höhe von € 1 Mio. als Anerkennung für herausragende Leistungen nicht ausbezahlt, weil operative Ziele und Roadmap-Ziele wie Projektfortschritte und operative Schlüsselkennzahlen nicht erreicht wurden und damit die Voraussetzungen für eine Auszahlung nicht gegeben waren. Auch dieser Vortrag der Antragsgegnerin muss wegen fehlenden Bestreitens gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gelten.

- (c) Gegenläufige Entwicklungen wie der verstärkte Einsatz Künstlicher Intelligenz und der Wegfall von Mitarbeitern oder zumindest die Notwendigkeit von weniger Personal in den Bereichen Verwaltungsaufgaben, Rechtswesen, Marketing und ähnlichen Bereichen flossen in

die Planung ein. Anderenfalls könnte es nicht zu einem Abfallen der Personalaufwandsquote auf etwa 14 % nach etwa 25,4 % im Jahr 2019 kommen. Diese Entwicklung belegt, dass derartige Effekte in der Planung berücksichtigt wurden, selbst wenn die Vertragsprüfer die Einflüsse der Künstlichen Intelligenz nicht mit der Gesellschaft diskutiert hatte. Ein Mengengerüst zeigt weiterhin, dass am Ende von Phase I deutlich weniger Personal angestellt war als noch im Jahr 2018, so dass die geschilderte Entwicklung nicht unter Hinweis in Frage gestellt werden kann, dass im Jahr 2018 eine andere Bezugsgröße existiere als 2017, um die Personalaufwandsquote zu ermitteln.

- (4) Die Planung der Verwaltungskosten, die EDV-Dienstleistungen, Kommunikationsdienstleistungen sowie Rechts- und Beratungskosten umfassen, müssen nicht korrigiert werden, auch wenn die Planung einen Anstieg von € 5,587 Mio. auf € 7,937 Mio. ansetzt. Dabei muss nämlich gesehen werden, dass zwar die absoluten Zahlen der Verwaltungskosten ansteigen, sich der prozentuale Anstieg aber von 11,47 % auf 7,5 % verlangsamt und der Anstieg der absoluten Zahlen im Vergleich zum Vorjahr im Zeitraum ab 2023 bis zum Jahr 2026 absolut rückläufig ist und von 2026 auf 2027 nur geringfügig um € 21.000,-- zunimmt. Die Verwaltungskostenquote in Relation zu den gesamten Umsatzerlösen sinkt in Phase I stetig von 3,8 % auf 2,4 %. Damit verläuft ihr Anstieg deutlich langsamer als das Wachstum der Umsatzerlöse der HolidayCheck Group AG.
- d. Die zu den sonstigen betrieblichen Erträgen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhobenen Rügen sind nicht geeignet, die Plausibilität der diesbezüglichen Planung infrage zu stellen.
- (1) Dies gilt zunächst für die sonstigen betrieblichen Erträge. Aus der Auflösung von Rückstellungen sind bei der Planung keine höheren Erträge zu erwarten gewesen, wobei dies auch unter Berücksichtigung der Wurzeltheorie gilt. Eine Berücksichtigung künftiger Entwicklungen setzt nämlich voraus, dass sie zum maßgeblichen Stichtag – hier also dem Tag der Haupt-

versammlung am 24.5.2023 – ihre Wurzeln in konkreten Tatsachen finden, also zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; AG 2020, 440, 442 = WM 2020, 1028, 1032; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 29.11.2023, Az. 5HK O 5321/129; Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 11; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 365; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435). Dies trifft zwar auf die Rückstellung als solches zu. Doch kann dies für die künftige Entwicklung und die Planannahmen nicht maßgeblich sein. Wesentlich muss vielmehr sein, ob sie nach ihrer Bildung tatsächlich verbraucht oder aufgelöst werden können. Ein fehlender Verbrauch und damit auch eine Auflösung im Verlauf der Detailplanungsphase entsprach indes nicht der Einschätzung des Vorstandes, wie sie den Vertragsprüfern nach Auskunft von [redacted] in den Auswertungen des Vorstandes erkennbar wurden. Dabei konnten die Vertragsprüfer auch davon ausgehen, dass die dort erhaltenen Informationen dem aktuellen Kenntnisstand entsprachen. Angesichts des fehlenden Ausweises von Rückstellungen in der Planung kann auch die Quote nicht fehlerhaft ermittelt worden sein. Nachdem keine sonstigen betrieblichen Erträge in die Planung eingeflossen sind, musste damit auch kein höherer Rückstellungsaufwand verbunden sein.

- (2) Kein Korrekturbedarf besteht aufgrund des plausiblen Ansatzes bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, in die im Wesentlichen die Vertriebsaufwendungen eingeflossen sind und die dort den betragsmäßig

größten Einzelposten darstellen. Daher muss deren Entwicklung als plausibel angesehen werden.

- e. Die Ansätze zum Ertrag wie auch zu den Margen müssen als plausibel eingestuft werden und bedürfen demzufolge keiner Anpassung.
- (1) Die Entwicklung des Rohertrags mit einer sich verschlechternden Rohertragsmarge von 66,2 % im letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse auf 46,6 % im Jahr 2027 führt nicht zu einem Korrekturbedarf bei der Planung. Es liegt nämlich gerade kein Widerspruch vor. Das steigende Rohergebnis führt angesichts der geänderten Zusammensetzung des Geschäfts mit dem nunmehr auf dem Veranstaltergeschäft liegenden Schwerpunkt, der zu höheren Aufwendungen für bezogene Leistungen führt, zu einer sinkenden Rohertragsmarge wie auch einer sinkenden EBIT-Marge, die im Jahr 2022 noch bei 20 % lag, wobei diese nach 2025 mit einem Wert von 5,8 % in den beiden Folgejahren auf 6,1 % und 6,4 % ansteigen soll. Das Jahr 2022 kann angesichts der damals bestehenden Sondersituation mit Nachholeffekten nach den massiven Reisebeschränkungen der beiden Vorjahre 2020 und 2021 entsprechend den obigen Ausführungen insbesondere unter B. II. 1. B. (4) (d) nicht als tauglicher Vergleichsmaßstab herangezogen werden.
  - (2) Das Absinken des EBIT von 23,65 Mio. im Jahr 2022 auf nurmehr 20,771 Mio. im Jahr 2027 bei einer gegenläufigen Entwicklung des Umsatzes mit einem Anstieg von € 118,2 Mio. auf € 325,519 Mio. im selben Zeitraum lässt die Planung dennoch nicht als widersprüchlich und fehlerhaft erscheinen.
    - (a) Das Jahr 2022 war durch die Nachholeffekte nach der Pandemie ebenso geprägt wie durch ein noch niedriges Marketingbudget und die niedrige Personalkostenstruktur, weshalb es für einen Vergleich kein geeignetes Aufsatzjahr sein kann, weil diese Entwicklung sich in der Detailplanungsphase nicht wiederholen kann.
    - (b) Ebenso wenig steht diese Entwicklung in Widerspruch zur Entwicklung von Vergleichsunternehmen wie Booking Holdings Inc. mit der

Plattform booking.com mit Wachstumsraten von 10 % p.a. und zur Entwicklung des Reisemarktes mit einem CAGR von 5,4 % bis zum Jahr 2030. wies im Termin vom 24.10.2024 darauf hin,

dass die Gesellschaft im Hotelbereich ebenfalls im zweistelligen Prozentbereich wachsen wolle und im Veranstaltergeschäft mit Umsatzzuwächsen von jährlich etwa 31,7 %, wenngleich hier nicht zu verkennen ist, dass angesichts des Beginns dieser Geschäftstätigkeit ab Ende 2018 das Ausgangsniveau vergleichsweise niedrig ist, was bereits mathematisch zu höheren Wachstumsraten führt. Ungeachtet dessen liegt das Wachstum der Gesellschaft insgesamt über den Markterwartungen. In Bezug auf Booking Holdings, Inc. wies

darauf hin, eine solche Zielgröße von 10 % nur für die Incentivierung der Geschäftsführung gefunden zu haben; Rückschlüsse auf damit verbundene Vorgaben und Strategien lassen sich daraus jedoch nicht zwingend ableiten.

- (3) Die Entwicklung der EBIT-Marge mit einem Rückgang von 20 % im Jahr 2021 auf 6,8 % im Jahr 2022 kann nicht herangezogen werden, um die Marketingaufwendungen als unplausibel zu bewerten. Diese Aufwendungen wurden steigend geplant, um Marktanteile halten und sogar steigern zu können und um nicht an Attraktivität zu verlieren. Steigende Marketingaufwendungen sollen einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, dass die Gesellschaft keine Situation wie in den Jahren 2018 und 2019 mit einem Ergebnis nahe oder unter Null erleben wollte.
- (4) Eine gesonderte Feststellung des EBITDA und des EBIT für das von der HC Touristik GmbH durchgeführte Veranstaltergeschäft ist angesichts des Vorliegens einer Konzernplanung wegen der damit verbundenen Konsolidierungseffekten und wegen des Servicegeschäfts nicht, zumindest nicht sicher möglich. Allerdings wies darauf hin, dass die Legalität HC Touristik GmbH in der Detailplanungsphase von einem positiven EBIT im niedrigen einstelligen Bereich ausgehe. Dieser Hinweis belegt zudem, dass der Einwand der Antragstellerin zu 30) in ihrem Schriftsatz vom 18.11.2024 über einen Widerspruch zu der getätigten Aussage beim

Capital Market Day 2019, mit der Gründung der HC Touristik GmbH solle ein höherer Deckungsbeitrag erwirtschaftet werden, nicht gerechtfertigt sein kann. Zu der positiven Entwicklung der Gesellschaft insgesamt trägt somit auch die HC Touristik GmbH bei. Zudem sind für die Beurteilung der Planung als Grundlage der Ermittlung der Barabfindung die Erkenntnisse zum Stichtag der Hauptversammlung vom 24.5.2023 und nicht Äußerungen aus dem Jahr 2019 maßgeblich, die 4 ½ Jahre vor dem Stichtag getätigt wurden.

- f. Soweit es um die Berücksichtigung von Synergien in der Planung geht, müssen keine Anpassungen vorgenommen werden, weil diese sachgerecht angesetzt wurden.
- (1) Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObLG AG 1996, 127, 128; LG München I AG 2016, 51, 54 = ZIP 2015, 2124, 2129; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Beschluss vom 19.4.2024, Az. 5HK O 9734/22 e; Beschluss vom 20.12.2025, Az. 5HK O 12085/21; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 305 Rdn. 178; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 4. Aufl., § 9 Rdn. 47; Decher in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 115, 123 ff.), während sogenannte echte Synergien, deretwegen üblicherweise die Strukturmaßnahme durchgeführt wird, regelmäßig nicht in die Bewertung einfließen können (vgl. OLG München AG 2018, 753, 755 = Der Konzern 2019, 277, 280; OLG Düsseldorf AG 2017, 712, 714; Ruiz de Vargas in: Bürgers/ Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 79; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 180). Unechte Synergien sind zu berücksichtigen, wenn die synergienstiftende Maßnahme am Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept

dokumentiert war (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 840, 843; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 80).

- (2) Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze flossen Synergien aus der im Zeitpunkt der Hauptversammlung bestehenden faktischen Konzernierung in die Unternehmensplanung ein. In diesem Zusammenhang erläuterte

bei seiner Anhörung, bestimmte Unterstützungsleistungen wie beispielsweise die Funktion des Datenschutzbeauftragten könne die HolidayCheck Group AG im Konzernverbund einkaufen, weshalb sie derartige Funktionen nicht selbst vorhalten müsse. Ebenso kann die Gesellschaft die übrigen Medien im Konzern für Werbezwecke nutzen, wodurch sie einen besseren Zugriff als externe Dritte erlangt. Auch Revisionsleistungen kamen vom Mutterkonzern. Diese Synergien sind indes nicht neu, sondern beruhen auf der langjährigen Konzerneinbindung, weshalb sie nicht explizit eingeplant werden konnten, sondern auf bestehende Geschäftsverbindungen aufsetzten und demgemäß auch in der Planung berücksichtigt wurden.

- g. Das Zinsergebnis mit seiner Entwicklung von € 110.000,-- im Jahr 2023, € 92.000,-- im Jahr 2024, € 75.000,-- im Jahr 2025, € 77.000,-- im Jahr 2026 und auf € 87.000,-- im letzten Planjahr wurde sachgerecht abgeleitet.

- (1) Der angesetzte Zinssatz von 0,5 % für die kurzfristige Anlage liquider Mittel orientierte sich an den kurzfristigen Tagesgeldzinsen von Anfang des Jahres 2023. Auch wenn diese Zinsentwicklung zum Stichtag mit etwa 1,0 % höher lag, rechtfertigt dies keine Anpassung des Zinsergebnisses. Es muss nämlich berücksichtigt werden, dass die zu verzinsenden Beträge zum Stichtag so nicht mehr vorhanden waren, weil es sich dabei um betriebsnotwendige Liquidität handelt. Der möglicherweise höhere Zinssatz zum Stichtag wurde im Zinsergebnis aus dem Forecast 1-2023 insoweit berücksichtigt, als dort ein Betrag von € 110 Mio. angesetzt wurde. Ein Zinsanstieg wurde in der Detailplanungsphase zudem insoweit berücksichtigt, als in den Jahren 2026 und 2027 von einem steigenden Zinsergebnis ausgegangen wurde.

- (2) Die Nettofinanzpositionen als Basis der Verzinsung setzen sich aus dem

Bestand an liquiden Mitteln und dem an ausgereichten,  
kurzfristig kündbaren Darlehen zusammen, wobei wegen der bewertungs-  
technisch antizipierten Rückführung des ausgereichten Darlehens sowie  
der Auskehrung der Überschussliquidität nur die betriebsnotwendige Liqui-  
dität für die Planjahre fortentwickelt wurde. Dabei geht die Planung von  
Stichtagsbeständen zwischen € 15 Mio. und € 20 Mio. aus, die das Ergeb-  
nis der integrierten Planungsrechnung unter Berücksichtigung der entspre-  
chenden Ausschüttungen waren. Verzinsliche Passiva wurden im Planungs-  
zeitraum nicht angesetzt.

- h. Soweit die Antragstellerin zu 6) rügte, die Abschreibungen auf den Vermögens-  
gegenstand „Beachinspektor“ als einer auf einem Asset Deal beruhenden Ak-  
quisition seien nicht ausreichend, um diese nachvollziehen zu können, kann dem  
nicht gefolgt werden. Das Bewertungsgutachten verwies darauf, dass eine sol-  
che Abschreibung auf diesen Vermögensgegenstand einschließlich einer außer-  
planmäßigen Abschreibung in Höhe von € 316.000,-- letztmalig im Jahr 2021 er-  
folgt sei. Auf den Werten der Vergangenheit aufbauend wurden die Investitionen  
in der Detailplanungsphase abgebildet, wobei es nachvollziehbar ist, wenn beim  
Anlagevermögen etwas höhere Investitionen geplant wurden, die dann wiederum  
zu höheren Abschreibungen führen müssen. Der Umstand, dass die Abschrei-  
bungen in der Vergangenheit höher lagen, ist gerade auch auf die Abschreibun-  
gen auf „Beachinspektor“ zurückzuführen. Eine weitere Offenlegung ist somit  
mangels Entscheidungserheblichkeit nicht anzuordnen.
- i. .Kein Korrekturbedarf kann für das Übergangsjahr sowie den Zeitraum der Ewi-  
gen Rente angesichts der sachgerechten Herleitung angenommen werden.
- (1) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz des Übergangsjahres 2028, auch  
wenn die Ewige Rente aus der G+V-Rechnung des letzten Planjahres ab-  
geleitet wurde. Im Übergangsjahr erfolgte eine Residualanpassung der Bi-  
lanz, wodurch es zu einem Anstieg des Zinsergebnisses kam.
  - (2) Auf der Grundlage des Übergangsjahres erfolgte die Ableitung des Termi-  
nal Value, in dem ein Umsatz von € 335,358 Mio., dem wie auch im Über-  
gangsjahr 2028 im Vergleich zum letzten Planjahr ein sachgerechter



Wachstumsabschlag von 1,5 % zugrunde gelegt wurde, und ein EBIT von € 21,399 Mio. angesetzt wurden.

- (a) Ein weiteres Mengenwachstum konnte nicht zugrunde gelegt werden. Der Pauschalreisemarkt hat für die Zeit über 2027 hinaus keine wesentlichen Wachstumsaussichten, was auch der Entwicklung in der Detailplanungsphase entspricht. An deren Ende wird von einer über 80 % liegenden Quote für Online-Buchungen ausgegangen, wenngleich eine gewisse Basis in Deutschland auch für Offline-Buchungen verbleiben wird. Bei der Überprüfung der Ableitung des Terminal Value orientierten sich die Vertragsprüfer am Markt für Pauschalreisen, nicht am Gesamtmarkt für alle Reisen, nachdem die Gesellschaft ihre Leistungen am Pauschalreisemarkt anbietet. Für die DACH-Region wurde eine Plausibilisierung anhand der Aussagen von Statista vorgenommen; auch aufgrund dieser Auswertungen sahen die Vertragsprüfer keinen Anhalt für ein stärkeres Wachstum.
- (b) Der Umstand, dass das EBIT in der Ewigen Rente unterhalb des im Jahr 2022 erwirtschafteten EBIT von € 23,648 Mio. liegt, rechtfertigt nicht die Annahme eines fehlerhaften Ansatzes. Im Jahr 2022 konnte die HolidayCheck Group AG aufgrund der schon geschilderten Nachholeffekte nach dem von der Covid-19-Pandemie mit Lockdowns und Reisebeschränkungen geprägten Jahren 2020 und 2021 ein überdurchschnittlich hohes EBIT und auch einen überdurchschnittlich hohen Jahresüberschuss verzeichnen, wozu auch im Jahr 2022 geringer angefallene Vertriebskosten beigetragen haben. Das EBIT im Terminal Value liegt ebenso wie der Jahresüberschuss von € 17,808 Mio. allerdings deutlich über den Vergleichszahlen der nicht von der Pandemie beeinflussten Jahre 2018 und 2019.
- (c) Hinsichtlich der Angemessenheit der Wachstumsrate von 1,5 % kann auf die Ausführungen unter B. I. 3. verwiesen werden, die auch bei den Umsatzerlösen im Zähler des Bewertungskalküls Gültigkeit beanspruchen.

- j. Die Ansätze zur Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquote müssen angesichts der zugrunde liegenden plausiblen Annahmen weder in der Detailplanungsphase noch im Terminal Value angepasst werden.
- (1) Üblicherweise wird angenommen, dass sich die Ansätze zur Ausschüttung und Thesaurierung der Jahresüberschüsse an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren haben (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 25.8.2021, Az. 5HK O 12034/21; Beschluss vom 20.12.2024, Az. 5 HK O 12085/21; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 88; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., § 5.49). Allerdings lag für die Phase I bei der Gesellschaft keine Ausschüttungsplanung vor. Auch aus der Vergangenheit ließ sich eine repräsentative Ausschüttungspolitik nicht feststellen, nachdem eine Ausschüttung letztmals für das Geschäftsjahr 2018 vorgenommen wurde. Angesichts dessen legten die Vertragsprüfer eine Ausschüttungsquote von 40 % zugrunde, die innerhalb der am Markt beobachtbaren Bandbreite von Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % liegt, wie sie der Kammer aus einer Vielzahl bei ihr anhängig gewesener Spruchverfahren bekannt ist. Eine Orientierung an der Peer Group hält die Kammer in Übereinstimmung mit den Ausführungen im Prüfungsbericht nicht für zielführend, weil diese seit 2020 gegebenenfalls auch von der COVID-19-Pandemie geprägt gewesen sein kann. Angesichts dessen konnte diese Ausschüttungsquote auch in der Ewigen Rente herangezogen werden, weil dort auf den Durchschnitt aller Marktteilnehmer abgestellt wird (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; WM 2020, 2104, 2112; Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; OLG Frankfurt Beschluss vom 15.10.2014, Az. 21 W 64/13; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I AG 2020, 222, 224; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 27.8.2021, Az. 5 HK O 5884/20; Beschluss vom 20.12.2024,

Az. 5HK O 12085/21; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 89; Hachmeister/Ruthardt/Mager DB 2014, 1209, 1211 f.).

Soweit gerügt wird, bei einem Dienstleistungsunternehmen bedeute eine Thesaurierungsquote von 60 % einen Widerspruch zu den Ansätzen bei Umsatz, EBIT und Jahresüberschüssen, kann dem nicht gefolgt werden. Vorliegend gab es keine konkrete Verwendung für die thesaurierten Mittel. Demgemäß wurden sie im Rahmen des Bewertungskalküls den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Ertragssteuern der Anteilseigner und Vorunternehmenssteuern verwertet werden. Diese Beträge gehen nicht als zur Verfügung stehende Finanzmittel in das Finanzergebnis der Planungsrechnung ein. Die thesaurierten Mittel führen zu steigenden Umsätzen und Ergebnissen, die in der Zukunft verdient werden.

- (2) Die Bewertungsgutachter von                    nahmen eine unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner vor, wobei die wachstumsbedingte Thesaurierung nach den Erkenntnissen von                    sachgerecht abgeleitet wurde.
- (a) Der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung in einem Umfang von € 26 Mio. und € 27 Mio. berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht. Das im Unternehmen regelmäßig zu reinvestierende gebundene Ka-

pital unterliegt – selbst im Falle einer nachhaltigen fiktiven Vollausschüttung – inflationsbedingten Preiseinflüssen; auch die in den Plan-Bilanzen zum Ende der Detailplanungsphase berücksichtigten Aktiva und Passiva entwickeln sich inflationsbedingt fort. Aus diesen Tatsachen resultieren Finanzierungserfordernisse, die entweder durch Thesaurierung oder Fremdkapitalaufnahme erfolgen können, müssen dann aber bei der Ableitung der nachhaltigen Überschüsse einfließen (so ausdrücklich OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06 – zit. nach juris; OLG München AG 2018, 753, 755 = Der Konzern 2019, 277, 281; AG 2020, 440, 442 = WM 2020, 1028, 1032; LG München I, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 16.4.2019, 5HK O 14963/17; Beschluss vom 20.12.2024, Az. 5HK O 12085/21; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

- (b) Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlages rückgängig gemacht. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages. Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums. Dabei müssen Investitionen in der Ewigen Rente höher sein als die Abschreibungen, weil auch das Anlagevermögen im Terminal Value wächst

und es ohne Finanzierung auf dem Niveau des letzten Jahres der Detailplanungsphase verharren würde.

Ein Abzug von Unternehmensteuern konnte in diesem Zusammenhang nicht erfolgen. Ein solches Vorgehen zöge eine Verminderung des wirtschaftlichen Eigenkapitals als Bemessungsgrundlage für die Wachstumsthesaurierung nach sich. Zum Ausgleich müsste ceteris paribus ein laufender in Marktwerten gemessener Anstieg des Verschuldungsgrades angenommen werden. Zudem wird die Wachstumsthesaurierung aus dem Jahresüberschuss gebildet, der naturgemäß ein Wert nach Unternehmensteuern ist. Auch kennt das deutsche Steuerrecht keine Steuerermäßigungen für Thesaurierungen. Zwar führt die anteilige Deckung der Finanzierungslücke durch Fremdkapital zu einer höheren Zinsbelastung und damit verbundenem geringeren Steueraufwand. Allerdings lässt sich ein Abzug von Unternehmensteuern vom Betrag der Wachstumsfinanzierung damit nicht rechtfertigen. Eine weitergehende Belastung des Betrags der Wachstumsthesaurierung lässt sich nicht aus dem Argument herleiten, dass die verbleibenden Mittel der Unternehmenswertsteigerung nach dem letzten Planjahr dienen. Die auch über eine Wachstumsthesaurierung jährlich steigenden Überschüsse unterliegen ihrerseits ceteris paribus jährlich steigenden Unternehmensteuerbelastungen. Demgemäß haben die Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme darauf verwiesen, dass in der Bewertungspraxis und der Literatur ein derartiger Abzug von Unternehmenssteuern nicht befürwortet wird.

- (3) Im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts konnte die Besteuerung auch unter Einschluss inflationsbedingter Kursgewinne erfolgen.
  - (a) Der Ansatz einer typisierten Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Thesaurierung mit dem hälftigen Steuersatz zuzüglich des Solidaritätszuschlages ist angemessen. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für

Deutschland gibt, erkennt man eine durchschnittliche Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474 AG 2015, 508, 511 f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13; Beschluss vom 3.12.2020, Az. 31 Wx 330/16; OLG Frankfurt AG 2020, 954, 957; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e; König in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1692 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch

mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich und rechtlich unbedenklich.

- (b) Allerdings muss auch eine effektive Ertragsteuer auf inflationsbedingte Wertsteigerung in das Bewertungskalkül einfließen. Soweit die Kammer hierzu in der Vergangenheit die gegenteilige Auffassung vertreten hat (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; auch LG Dortmund, Beschluss vom 26.8.2019, Az. 20 O 4/12) wird daran nicht mehr festgehalten. Die Berücksichtigung einer effektiven Ertragsteuer führt zu einer besseren Annäherung an den „wahren“ oder „wirklichen“ Unternehmenswert. Dies beruht zunächst auf der Erwägung, dass der Teil des Unternehmenswertes, der auf laufenden operativen Gewinnen beruht, den Anteilseignern über eine fiktive Vollausschüttung zugerechnet wird. Im Termin Value steigt der Unternehmenswert aber nicht nur durch diese laufenden operativen Gewinne, sondern auch inflationsbedingt. Auch diese Wertsteigerung steht den Aktionären zu, die aber konsequenterweise ebenso wie die Dividende in Phase I und thesaurierungsbedingte Wertsteigerungen in der Ewigen Rente um die persönlichen Steuern zu kürzen sind. Soweit Steuern abfließen, kann dieser Teil des Unternehmenswerts den Anteilseignern nicht fiktiv als Nettozufluss zugerechnet werden. Die von der Kammer bislang als Argument für die unterbliebene Berücksichtigung angeführte Inkonsistenz zwischen Zähler und Nenner im Bewertungskalkül kann nach nochmaliger Überprüfung nicht aufrechterhalten werden. Erst durch die Berücksichtigung der Besteuerung inflationsbedingter Kursgewinne kann das sogenannte Steuerparadoxon vermieden werden. Die Marktrisikoprämie im Nenner wird aus nominellen, empirisch am Markt beobachtbaren Aktienrenditen abgeleitet, in denen alle Wachstumsaspekte enthalten sind, mithin auch inflations-

bedingtes Wachstum. Bei einer Umrechnung des Vorsteuer- in den Nachsteuerwert werden also auch die inflationsbedingten Kursveränderungen hiervon erfasst. Wenn aber im Nenner (implizit) das inflationsbedingte Wachstum berücksichtigt ist, muss dies dann konsequenterweise auch bei den Überschüssen im Zähler folgen. Folglich kann von einer Inkonsistenz zwischen Zähler und Nenner nicht ausgegangen werden. Ebenso wenig liegt darin ein Widerspruch zwischen der grundsätzlichen Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens einerseits und einer Besteuerung von tatsächlich nur durch Veräußerung zu realisierenden Kursgewinnen. Es handelt sich hierbei um eine bewertungstheoretische Annahme, ohne die den Aktionären wesentliche Teile des Unternehmensvermögens vorenthalten würden (so OLG München, Beschluss vom 3.12.2020, Az.: 31 Wx 330/16 – zit. nach juris; OLG Frankfurt AG 2020, 954, 956; LG München I, Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 12.175; WP Handbuch 2014, Band 2, Rdn. 399; Popp Der Konzern 2019, 149, 153 ff.; Laas WPg 2020, 1256, 1258 ff.).

Angesichts dessen stellen sich die zu kapitalisierenden Überschüsse der Holiday-Check Group AG zum Stichtag der Hauptversammlung auf der Basis des Forecast 1-2023 wie folgt dar:

HCGAG: Umsatzerlöse + G+V-Rechnung in T€	FC 1/23 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027
Umsatzerlöse Vermittlungsgeschäft	76.801	84.844	92.032	99.084	104.648
Umsatzerlöse Werbe-geschäft	8.097	9.812	11.699	13.166	14.144
Umsatzerlöse Veranstalter-geschäft	54.350	95.805	122.095	152.306	202.046
Umsatzerlöse (Sonstige)	1.825	2.533	3.546	4.255	4.681
Umsatzerlöse gesamt	141.073	192.994	229.372	268.811	325.519
Aufwendungen für bezogene Leistungen	50.695	84.325	- 106.405	131.962	173.836
<b>Rohergebnis</b>	<b>90.378</b>	<b>108.669</b>	<b>122.967</b>	<b>136.849</b>	<b>151.683</b>



Personalaufwand	29.533	34.662	- 38.314	- 42.070	45.556
Sonstige betriebliche Aufwendungen	40.229	55.443	71.155	- 78.047	85.021
Sonstige betriebliche Erträge	230	4	4	4	4
<b>EBITDA</b>	<b>20.846</b>	<b>18.568</b>	<b>13.502</b>	<b>16.736</b>	<b>21.110</b>
Abschreibungen	281	291	306	- 322	339
<b>EBIT</b>	<b>20.565</b>	<b>18.277</b>	<b>13.196</b>	<b>16.414</b>	<b>20.771</b>
Finanzergebnis	110	92	75	77	87
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>20.675</b>	<b>18.369</b>	<b>13.271</b>	<b>16.492</b>	<b>20.858</b>
Ertragsteuern	3.283	3.430	2.580	- 3.040	3.576
<b>Jahresergebnis</b>	<b>17.392</b>	<b>14.939</b>	<b>10.691</b>	<b>13.452</b>	<b>17.282</b>

HCGAG: Nettoausschüttungen	FC 1/23	Plan	Plan	Plan	Plan	ÜJ	TV
in T€	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029 ff.
Jahresergebnis	17.392	14.939	10.691	13.452	17.282	17.546	17.809
Thesaurierung (echt)	-	-	-	-	-	- 26	- 27
<b>Ausschüttungspotential</b>	<b>17.392</b>	<b>14.939</b>	<b>10.691</b>	<b>13.452</b>	<b>17.282</b>	<b>17.519</b>	<b>17.782</b>
Ausschüttung aus Ergebnis	6.957	5.976	4.276	5.381	6.913	7.018	7.123
Persönliche Steuern auf echte Ausschüttung	- 1.835	- 1.576	- 1.128	- 1.419	- 1.823	- 1.851	- 1.879
Fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	10.435	8.963	6.415	8.071	10.369	10.501	10.659
Persönliche Steuern auf fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	- 1.376	- 1.182	- 846	- 1.064	- 1.367	- 1.792	- 1.819
<b>Zu kapitalisierende Nettoausschüttungen</b>	<b>14.181</b>	<b>12.181</b>	<b>8.717</b>	<b>10.968</b>	<b>14.091</b>	<b>13.876</b>	<b>14.084</b>

Damit aber liegen die Ansätze zum Stichtag für das erste Planjahr unterhalb des Ansatzes, der dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht zugrunde liegt, bei dem für die Umsätze € 147,85 Mio., ein Personalaufwand von € 30,65 Mio., ein sonstiges Ergebnis von 41,976 Mio., Abschreibungen von € 276.000,-- sowie ein Finanzergebnis von € 97 Mio. angesetzt wurde. Insgesamt ergaben sich dann zu kapitalisierende Nettoausschüttungen in Höhe von € 14,11, Mio. im Jahr 2023, von € 12,172

Mio. im Jahr 2024, von € 8,715 Mio. im Jahr 2025 von € 10,975 Mio. Im Jahr 2026, von € 14,91 Mio. im Jahr 2027 sowie von € 13,867 Mio. im Übergangsjahr 2028 und von € 14,075 Mio. im Terminal Value, der dann der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt wurde.

2. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz, der die Beziehung zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen soll, wurde in der Detailplanungsphase im Geschäftsjahr 2023 auf 7,97 %, 2024 auf 8,01 %, 2025 auf 8,32 %, 2026 auf 8,35 %, 2027 auf 8,32 %, im Übergangsjahr auf 8,22 % und in der Ewigen Rente auf 6,74 % festgesetzt und muss aufgrund der sachgerechten Ableitung nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; AG 2007, 287, 290; NJW-RR 2014, 473, 474; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 95 = ZIP 2019, 370, 373 f. = DB 2018, 2108, 2111 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355; LG München I, Beschluss vom 25.11.2024, Az. 13305/22 e; Beschluss vom 20.12.2024, Az. 5HK o 12085/21; Laas WPg 2020, 1256, 1257). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend den gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet. Die Entlastung beim Solidaritätszuschlag durch das Gesetz zur Rückführung des Solidaritätszuschlags 1995 vom 10.12.2019, BGBl. I S. 2115 erstreckt sich nicht auf die als Abgeltungssteuer einkommensunabhängige Kapitalertragsteuer im Sinne der §§ 43 ff. EStG, was aus § 3 Abs. 1 SolzG 1995 deutlich wird, in dem die Bemessungsgrundla-

ge für die Veranlagung zur Einkommensteuer mit einer Freibetragsregelung in § 3 Abs. 1 Nr. 1 SolzG 1995 versehen wurde, während im Anwendungsbereich der Kapitalertragsteuer auf eine Steuerbefreiung für die Erhebung des Solidaritätszuschlags in § 3 Abs. 1 Nr. 5 SolzG 1995 verzichtet wurde.

a. Der Basiszinssatz war dabei entsprechend der Stichtagserklärung mit 2,5 % vor Steuern und demgemäß 1,84 % nach Steuern anzusetzen.

- (1) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von am Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.6.2024, Az. 5HK O 15162/20; LG München I, Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 448 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber,

dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit der von der Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden.

- (2) Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.
- (3) Soweit namentlich der gemeinsame Vertreter geltend macht, es müsse beim Basiszinssatz das Wachstum beachtet werden, vermag dem die Kammer nicht zu folgen, auch wenn es bei dessen Berücksichtigung zum Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes von 2,25 % kommen würde. Es konnte hier von einer uniformen Zahlungsreihe ausgegangen werden, wie dies auch vom IDW empfohlen wird. Ein Widerspruch zum Grundsatz der Laufzeitäquivalenz kann darin nicht gesehen werden, so dass diese Methode zugrunde gelegt werden kann. Es wird die Zinsstrukturkurve bei unverändert bleibenden Spot Rates in einen einheitlichen Zinssatz umgerechnet. Aber auch zwei inhaltliche Überlegungen sprechen gegen die in der Literatur zum Teil vertretene Auffassung, bei einem individuellen Zahlungsstrom gelange man zu genaueren Ergebnissen. Beim Basiszinssatz handelt es sich um einen Zinssatz, der den risikolosen Zins darstellt. Wenn man nun aber zu einem identischen Bewertungsstichtag zwei Unternehmen mit unterschiedlichen Wachstumsraten hat, so würde dies zu unterschiedlichen risikolosen Zinssätzen führen. Da die Ableitung des Basiszinssatzes auf außerhalb des zu bewertenden Objekts liegenden Umständen – nämlich die risikolose Alternativanlage – beruht, erachtet es die Kammer als nicht stringent, wenn unterschiedliche Basiszinssätze abgeleitet würden. Zum ande-

ren wird mit dem Abstellen auf den individuellen Zahlungsstrom ein riskanter Zahlungsstrom herangezogen, was wiederum nicht zur Umrechnung des Zahlungsstroms in einen risikolosen Zinssatz passt.

Der so ermittelte Basiszinssatz beläuft sich exakt auf 2,38 %, wie die Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 21.10.2024 dargestellt haben. Dieser Ansatz wurde dann auf 2,5 % vor Steuern aufgerundet. Dieser (Auf-)Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 2,5 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG München AG 2019, 887, 881 = WM 2019, 2262, 2265; WM 2020, 1028, 1033; AG 2020, 629, 631 = WM 2021, 599, 604; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551 = Der Konzern 2015, 442, 448; OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; OLG Stuttgart AG 2019, 255, 258; LG München I, Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 19.4.2024, Az. 5HK O 9734/22 e, a.A. nunmehr nicht OLG Frankfurt AG 2025, 81, 83 m.w.N. zu der dortigen neueren Rspr.).

- b. Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und vorliegend im Geschäftsjahr Jahr 2023 auf 6,13 %, im Jahr 2024 auf 6,17 %, im Jahr 2025 auf 6,48 %, im Jahr 2026 auf 6,55 %, im Jahr 2027 auf 6,49 % sowie im Übergangsjahr und in der Ewigen Rente auf 6,44 % jeweils nach Steuern festzusetzen ist.
- (1) Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Rendite-

chancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 394; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 455).

- (2) Allerdings wird die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, nicht einheitlich beurteilt.
- (a) Mehrheitlich wird heute davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; AG 2024, 448, 450 f.; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 144; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere.

Die weiteren in der Literatur diskutierten Modelle sind jedoch dem (Tax-)CAPM keinesfalls überlegen, sondern weisen – wie der Kammer aus anderen Spruchverfahren wie dem Verfahren 5HK O 16226/08 bekannt – deutliche Schwächen auf, weshalb sie zur Ermittlung des Risikozuschlages nicht herangezogen werden können.

(aa) Die Arbitrage Pricing Theory (APT) kann nicht als geeignetes Modell bezeichnet werden. Durch diese Methode wird ein Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und Risiko hergestellt. Die dabei zugrundeliegende Annahme unterscheidet sich allerdings deutlich von der des (Tax-)CAPM. Während das CAPM bei der Schätzung der Security Market Line davon ausgeht, dass alle Anlagen effizient diversifizierende Portfolios bilden und sich der Kapitalmarkt im Gleichgewicht befindet, nimmt das APT an, in funktionierenden Märkten könne es zu keinem Fortbestehen von Arbitragemöglichkeiten kommen. Grundgedanke ist dabei, dass bei kurzfristig auftretenden Arbitragemöglichkeiten der Marktpreis von den Marktteilnehmern dahingehend beeinflusst wird, dass sich die Arbitragemöglichkeit als Ausnutzen von Preisdifferenzen für dasselbe Wertpapier an zwei unterschiedlichen Handelsplätzen auflöst. Eine Verletzung dieser Beziehung spräche daher für einen irrationalen Markt. Die zweite Annahme des APT liegt in der Erklärung von Aktienrenditen durch ein Faktorenmodell, wobei sowohl Ein- als auch Mehrfaktorenmodelle Verwendung finden. Dabei wird die Aktienrendite unter Berücksichtigung mehrerer Risikofaktoren bestimmt, wie beispielsweise die Risikoprämien für makroökono-

mische Größen, die das Bruttoinlandsprodukt oder die Inflationsrate darstellen. Die dritte zentrale Annahme besteht im Vorhandensein einer ausreichenden Zahl von Wertpapieren, um wertpapierspezifische Risiken durch Diversifikation zu eliminieren. Ein erheblicher Nachteil dieses Modells liegt darin, dass keine konkrete Vorgehensweise in Bezug auf die Bestimmung von relevanten Faktoren, bzw. den korrespondierenden Risikoprämien aufgezeigt wird.

- (bb) In gleicher Weise kann auch für das Drei-Faktoren-Modell nach Fama French eine Überlegenheit gegenüber dem (Tax-)CAPM nicht angenommen werden, weshalb es wie das APT zur Ableitung der Marktrisikoprämie nicht herangezogen werden muss. Dieses Modell berücksichtigt neben der Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor zusätzlich noch weitere Faktoren, die sich auf die Marktkapitalisierung und das Kurs-Buchwert-Verhältnis beziehen, wodurch die erwartete Überrendite von kleinen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohen Quotienten aus Buch- und Marktwert berücksichtigt werden soll. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen aus dem Verfahren vor der erkennenden Kammer 5HK O 16226/08 haben in ihrem Hauptgutachten dargestellt, dass die Ermittlung der Faktoren auf empirischer Erklärungsgüte von Aktienrenditen basiert und somit theoretisch nicht fundiert ist. Aus einem anderen Spruchverfahren, Az. 5 HK O 16505/08 ist der Kammer aufgrund der Ausführungen des dortigen Sachverständigen,

zudem bekannt, dass eine durchgeführte Untersuchung von Schulz aus dem Jahr 2009 für den deutschen Kapitalmarkt gerade keine Überrendite für kleine und große Unternehmen feststellen konnte. Angesichts dessen wird das Modell von Fama French den deutschen Marktgegebenheiten nicht gerecht. Auch dieser Umstand spricht neben der kontrovers diskutierten Auswahl der Risikofaktoren gegen den Ansatz der Über-



legungen von Fama und French zur Ermittlung des Risikozuschlags bei der Gesellschaft.

- (cc) Auch die Sicherheitsäquivalenzmethode, die im Zähler des Bewertungskalküls ansetzt, stellt keine vorzugswürdige alternative Methode zur Bestimmung des Risikozuschlags dar. Sie beruht auf der Erwägung, dass der unsichere künftige Zahlungsstrom als Grundlage der Bewertung nach der Ertragswertmethode durch einen Zahlungsstrom ersetzt wird, der anstelle des Erwartungswertes risikoneutrale Erwartungswerte abbildet. Die Diskontierung des Zahlungsstroms erfolgt dann mit dem risikofreien Zinssatz. Das Sicherheitsäquivalent ist dabei diejenige Ergebnishöhe, die bei sicherem Eintreten aus Sicht des Bewerter den gleichen Nutzen stiftet wie das volle (unsichere) Ergebnis-Verteilungsspektrum. Hierzu ist indes die Bestimmung einer Risikonutzenfunktion erforderlich. Die dieser zugrunde-liegende Schätzung risikoneutraler Wahrscheinlichkeiten lässt sich beispielsweise über Marktdaten wie Optionspreise bei Annahme der Arbitragefreiheit ermitteln. Indes stellt die Risikonutzenfunktion ein abstraktes Konzept dar, dessen Bestimmung in Bezug auf den konkreten Funktionsverlauf mit solchen Herausforderungen verbunden ist, dass sie in der Bewertungspraxis keine Anwendung findet und schon deshalb nicht geeignet sein kann, den Risikozuschlag abzuleiten. Die Überlegungen für den Ansatz einer bestimmten Methode, wie sie oben einleitend unter B. II. dargestellt wurden, müssen hier in gleicher Weise geltend. Zudem ist, wie der Kammer aus den Verfahren 5 HK O 7819/09 durch die Aussage der dort bestellten Sachverständigen bekannt ist, dass eine darauf beruhende Bewertung intersubjektiv kaum oder gar nicht nachprüfbar ist, nachdem sie die Kenntnis der Risiko-Nutzen-Funktion der Eigentümer voraussetzt.

- (dd) Für die von Gleißner entwickelte Ermittlung der Kapitalkosten auf der Grundlage des Ertragsrisikos, das anhand von Variationskoeffizienten von Ertrag oder von freiem Cashflow gemessen wird, wobei dieser das Verhältnis der Standardabweichung zum Ertragswert darstellt, muss ungeachtet des dieser Methode innewohnenden Vorteils einer Ermittlung ohne Heranziehen von Kapitalmarktdaten gelten, dass sie in der wirtschaftswissenschaftlichen Praxis für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen nicht angewandt wird, sondern nur vereinzelt für Bewertungsanlässe außerhalb solcher Maßnahmen. Somit fehlt es an einer zentralen Voraussetzung entsprechend den obigen Ausführungen unter B. II..

Angesichts dessen konnte und kann auf das (Tax-)CAPM zurückgegriffen werden, um den Risikozuschlag zu schätzen.

- (b) Die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern bedarf keiner Korrektur.
- (aa) Sie liegt innerhalb der zum damaligen Stichtag vom FAUB des IDW empfohlenen Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 %. Der Stichtag der Hauptversammlung liegt zeitlich nach der aktuellen Empfehlung vom 22.10. 2019, durch die nach Anhebung der Obergrenze eine Bandbreite zwischen 5 % und 6,5 % nach Steuern als sachgerecht bezeichnet wurde. Zur Begründung dieser aktuellen Empfehlung führte der FAUB aus, aufgrund der aktuellen Entwicklung in Bezug auf den risikolosen Zinssatz von damals 0 %, der danach sogar negativ wurde, sei eine erneute Anpassung in Bezug auf die Marktrisikoprämie erforderlich. Die Gesamttrenditeerwartung sei tatsächlich bereits in den Jahren 2012/2013 leicht gesunken; der Rückgang stehe jedoch in keinem Verhältnis zum Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Ausgehend von einer aktuellen Gesamttrenditeerwartung von 7 % bis 9 % vor Steuern oder rund 5,62 % bis 7,22 % nach Steuern

müsse es zu einer Anhebung der Marktrisikoprämie auf 6 % bis 8 % vor Steuern, mithin einem Nach-Steuerwert von 5 % bis 6,5 % kommen. Dieses Fazit einer leicht gesunkenen Gesamttrend-erwartung beruht auf einer vom FAUB vorgenommenen Analyse verschiedenster Methoden, wobei namentlich historisch gemessene Aktienrenditen, langfristig reale Aktienrenditen, ex ante-Analysen impliziter Kapitalkosten und aktuelle Betrachtungen herangezogen wurden. Diese Empfehlung des FAUB beruht auf einem pluralen Ansatz und nicht nur auf einer einzelnen Ableitung. Dabei werden sowohl vergangenheitsbezogene Zahlen als auch Überlegungen zur Herleitung einer impliziten Marktrisikoprämie herangezogen. Seit Beginn der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise mit in der Folge sinkenden Basiszinssätzen gibt es eine wachsende Unsicherheit und damit verbunden eine hohe Risikoaversion, was – anders als steigende Diversifizierungsmöglichkeiten und eine im Zeitlauf gestiegene Risikotoleranz aufgrund gestiegenen Vermögens – für eine höhere Marktrisikoprämie spricht. Jüngere empirische Untersuchungen auch unterschiedlicher Ansätze – Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen, Betrachtung langfristig realer Aktienrenditen, Verwendung von ex ante-Analysen impliziter Kapitalkosten sowie modelltheoretische Analysen ohne risikofreie Kapitalkosten – deuten auf eine im Vergleich zu früheren Ansätzen infolge der Finanzkrise gestiegene Marktrisikoprämie hin (vgl. Castedello/Jonas/Schiessl/Lenckner WPg 2018, 806 ff.). Dieser plurale Ansatz ist ungeachtet der an dieser Vorgehensweise in der Literatur geäußerten Kritik, die Marktrisikoprämie müsse anhand impliziter, am Kapitalmarkt beobachtbarer Kapitalkosten abgeleitet werden (vgl. Bassemir/Gebhardt/Ruffing WPg 2012, 882, 886), weshalb die theoretische Fundierung der Erhöhung fehle, vorzugswürdig. Die alleinige Ableitung der Marktrisikoprämie aus impliziten Kapitalkosten ist nämlich wiederum der nachvollziehbaren Kritik ausgesetzt, dass es sich dabei um ei-

nen Zirkelschluss handele, weil der aktuell gegebene Aktienkurs als gegebene Größe in die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten eingehe und sich eine einheitliche oder gar richtige Methode zu ihrer Herleitung nicht gebildet habe. Die mit der geänderten Bandbreite zum Ausdruck kommende, abwägende und veränderte Konzeption der zurückhaltenderen Herangehensweise ist ein für die Zwecke einer praktischen Unternehmensbewertung jedenfalls vertretbarer und damit für die gerichtliche Überprüfung hinreichend tauglicher Ansatz, den geänderten Bedingungen am Kapitalmarkt mit sehr niedrigen Basiszinsätzen und den daraus resultierenden empirischen Beobachtungen Rechnung zu tragen. Dabei ist nicht ersichtlich, dass die Nichtbeachtung der stichtagsaktuellen Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führen könne. Wenn aber die Bandbreite einen genügenden Rahmen bietet, kann auch die leicht unter dem Mittelwert der vom FAUB des IDW ausgesprochenen Empfehlung vom 25.10.2019 liegende Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern herangezogen werden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2020, Az. 21 W 121/15; OLG München AG 2020, 629, 632 = WM 2021, 599, 605 f.; OLG Düsseldorf AG 2018, 679, 681 = Der Konzern 2019, 92, 96; OLG Düsseldorf AG 2024, 448, 450 f.).

- (bb) Aus der Entwicklung des VDAX seit Anfang 2019 lässt sich kein Rückschluss auf eine zu hoch angesetzte Marktrisikoprämie ziehen. Ein höherer VDAX deutet auf steigende Unsicherheiten an den Kapitalmärkten hin. Im Zeitpunkt der Empfehlung des FAUB des IDW lag der VDAX unterhalb dem des VDAX zum Bewertungsstichtag. Ein steigender VDAX bedeutet dann aber gerade keinen Hinweis auf ein gesunkenes Risiko. Auch vor diesem Hintergrund ist es nicht fehlerhaft, wenn im Rahmen der Schätzung der Marktrisikoprämie nach Steuern auf den Mittelwert der

Empfehlung des FAUB abgestellt wird (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13.9.2021, Az. 26 W 1/19 [Akte] – zit. nach juris; AG 2018, 679, 681 = Der Konzern 2019, 92, 96).

- (cc) Soweit in der Literatur vertreten wird, eine höhere Marktrisiko-prämie lasse sich nicht rechtfertigen (vgl. Knoll Der Konzern 2020, 478 ff.), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Gerade Ableitung und Höhe der Marktrisiko-prämie sind in der betriebswirtschaftlichen Literatur heftig umstritten, wie eine Vielzahl von Studien und Literaturbeiträgen deutlich machen. Eine zweifelsfreie Klärung der Problematik wird nicht möglich sein. Da es nicht Aufgabe des Spruchverfahrens sein kann, wirtschaftswissenschaftliche Streitfragen einer letztverbindlichen Klärung zuzuführen, ist die Kammer auch nicht gehalten, ein Sachverständigen-gutachten zu diesem Themenkomplex einzuholen. Ein weiterer Erkenntnisgewinn ist hierdurch nicht zu erwarten, nachdem es insbesondere keine belastbaren Studien gibt, die dem Gericht eine bessere Erkenntnisgrundlage vermitteln könnten (so ausdrücklich OLG München AG 2020, 629, 632 = WM 2021, 629, 606).
- (dd) Etwas anderes lässt sich auch nicht aus den Entscheidungen des BGH zur Ermittlung des Risikozuschlags nach § 7 Abs. 4 und Abs. 5 StromNEV durch die Regulierungsbehörde (vgl. BGH, Beschluss vom 9.7.2019, Az. EnVR 41/18; Beschluss vom 3.3.2020, Az. EnVR 34/18) herleiten. Der BGH lässt in diesen Entscheidungen gerade nicht erkennen, dass der Ansatz des FAUB des IDW nicht geeignet sein könnte, die Marktrisiko-prämie angemessen abzubilden. Es wird lediglich ausgeführt, es handele sich hierbei um eine alternativ in Betracht kommende Bewertungsmethode, die dem Ansatz der Bundesnetzagentur nicht klar überlegen sei (vgl. OLG München AG 2020, 133, 136 = WM 2019, 2104, 2113; Beschluss vom 3.12.2020, Az. 31 Wx 330/16; OLG Düsseldorf NZG 2023, 160, 166 f. = AG 2022,

705, 710 f. = ZIP 2022, 1269, 1274 f. = WM 2022, 1480, 1486 = Der Konzern 2022, 483, 492; AG 2023, 284, 290; OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2020, Az. 21 W 121/15 – zit. nach juris; Thüringer OLG, Beschluss vom 5.1.2022, 2 W 135/19 – zit. nach juris). Die vom Kartellsenat des BGH aufgestellten Grundsätze lassen sich nach den ausdrücklichen Feststellungen im Beschluss vom 3.3.2020, Az. EnVR 34/18 gerade nicht mit denen zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach § 327 b AktG vergleichen, weil die Ermittlung des Wagniszuschlags nach § 7 Abs. 5 StromNEV nicht der Ermittlung eines (objektivierten) Unternehmenswertes dient, sondern der Bestimmung eines Faktors, dem ausschlaggebende Bedeutung für die Bestimmung einer den Zielen der §§ 1 und 21 EnWG Rechnung tragenden Vergütung für die Nutzung von Strom- und Gasnetzen zukommt.

- (ee) Den zum Teil in der Literatur erhobenen Forderungen nach einer globalen Marktrisikoprämie (vgl. Ruiz de Vargas BewP 2024, 2 ff. und 51 ff.) vermag die Kammer nicht zu folgen. Da die Abfindung aus der Sicht eines inländischen Aktionärs abgeleitet wird, muss dann aber auch nicht zwingend auf eine globale Marktrisikoprämie abgestellt werden. Ihr Ansatz stünde zudem im Widerspruch zur Ableitung des Basiszinssatzes auf der Grundlage deutscher Staatsanleihen. Zur Ableitung der Kapitalkosten müssten dann aber die in lokalen Währungen und Anleihen zu ermittelten Basiszinssätze herangezogen werden, was allerdings regelmäßig nicht geschieht. Eine internationale Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, die Überrendite gegenüber deutschen Staatsanleihen auszudrücken, was aber auch Aufgabe des Risikozuschlags nach dem (Tax-)CAPM ist. Bei einem ausländischen Peer Group-Unternehmen lässt man die Kursveränderungen auch gegen den jeweils größten nationalen Index laufen, so dass hier auch nicht der von Deutschland herangezogen

wird. Dann hat man einen Währungsraum und kann daraus auch Rückschlüsse auf das operative Risiko ziehen. Abgesehen davon kann nicht davon ausgegangen werden, dass sich diese Methode in der Bewertungspraxis durchgesetzt hätte (im Ergebnis ebenso OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17.4.2023, Az. I W 2/20 [Akte]; OLG Frankfurt NZG 2024, 882, 891 = AG 2004, 505 511 f.; LG Stuttgart, Beschluss vom 12.9.2022, Az. 31 O 12/17 KfH SpruchG).

(ff) Eine niedrigere Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht aus dem für das Landgericht Hannover in einem dort anhängig gewordenen Spruchverfahren erstellten Gutachten von

ableiten, das der Kammer aus anderen Spruchverfahren bekannt ist, in die es von Seiten der Antragsteller eingeführt wurde. Zwar sieht die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkte unter dem Wert der gleichfalls gerichtsbekanntenen „Stehle-Studie“ liegt, die in Zusammenarbeit mit

erstellt hatte. In seinem Gutachten verweist

aber auf weitere Aspekte, die wiederum zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie führen sollen, ohne diese dann allerdings hinreichend exakt zu beziffern. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von

auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 24.5.2023, also mehr als 14 Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes sehr deutlich nach unten bewegt hatte und zu dem damals im Verfahren vor dem Landgericht Hannover maßgeblichen Stichtag um etwa 1,5 Prozentpunkte höher lag und auch die Ent-

wicklung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds seit dem Jahr 2009 mit einem über lange Zeit äußerst niedrigen Zinsniveau und durch die Covid-19-Pandemie sowie den völkerrechtswidrigen Angriffskrieg der Russischen Föderation auf die Ukraine bedingten Verwerfungen mit zum Teil sehr hohen Inflationsraten nicht mit dem Stichtag aus dem Gutachten von

verglichen werden kann, auch wenn es damals eine krisenhafte Situation in Form der Finanzmarktkrise gab.

wies in seinem Gutachten selbst darauf hin, es sei fraglich, ob zu diesem Stichtag eine Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen der Unsicherheiten der Finanzkrise bereits in vollem Umfang eingepreist war. Er verweist zudem auf eine erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer in Zeiten der Krise, die sich in einer erhöhten Marktrisikoprämie auswirken kann. Angesichts dessen können die Erkenntnisse von

nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

- (c) Ebenfalls kein Korrekturbedarf besteht beim Beta-Faktor, bei dem zur Überzeugung der Kammer der unverschuldete Beta-Faktor von 1,3 nicht herabgesetzt werden muss. Demgemäß dabei floss der verschuldete Beta-Faktor im Jahr 2023 mit 1,11, im Jahr 2024 mit 1,12, in den Jahren 2025 mit 1,18 und im Übergangsjahr sowie dem Terminal Value mit jeweils 1,16 in die Ableitung des Risikozuschlags ein. Der Beta-Faktor soll die individuellen Risiken des Unternehmens im Vergleich zum durchschnittlichen Marktrisiko abbilden. Er ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert. Dabei kann der historische Verlauf der zu bewertenden Aktie ebenso wie derjenige der Peer Group allenfalls Grundlage für die Schätzung des Beta-Faktors sein; es muss insbesondere auch berücksichtigt werden, inwieweit für die Zukunft Veränderungen erwartet werden, die das systematische Risiko des zu bewertenden Unternehmens beeinflussen (vgl. OLG Frankfurt AG



2023, 284. 290 f.; OLG Karlsruhe Der Konzern 2024, 212, 221; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 6.91).

(aa) Der unternehmenseigene Beta-Faktor der HolidayCheck Group AG konnte vorliegend nicht herangezogen werden, weil er kein geeigneter Maßstab ist, um die mit dem Geschäftsmodell der Gesellschaft einhergehenden künftigen systematischen Risiken abzubilden. Dem unternehmenseigenen Betafaktor, der über einen Referenzzeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen bei 0,06, bei einem Referenzzeitraum von drei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen bei 0,85, bei einem Zeitraum von vier und fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen jeweils bei 1,03 und bei einem Beobachtungszeitraum von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen bei 0,99 lag, ist nicht hinreichend aussagekräftig. Dies zeigt sich an der von den Vertragsprüfern vorgenommenen Analyse der Liquiditätskennziffern. Gegen das Heranziehen des originären Beta-Faktors sprechen namentlich die Bid-Ask-Spreads, die gerade auch in den beiden letzten Jahren vor dem Stichtag jeweils vom 1.3. bis zum 2.3. des vorangegangenen Jahres bei 1,51 % und 1,5 % lagen. In dem nur in den beiden letzten Monaten vor der Covid-19-Pandemie beeinflussten Zeitraum vom 28.2.2020 bis zum 4.3.2019 lagen sie bei 1,64 % und im Zeitraum vom 1.3.2019 bis zum 2.3.2018 bei 1,26 %. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolgedessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch

die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Die Grenze, bis zu der Bid-Ask-Spreads auf eine hinreichende Liquidität hinweisen, wird üblicherweise in einer Größenordnung von maximal 1,25 % gezogen.

- (bb) Daher musste der Beta-Faktor über eine Peer Group ermittelt werden. Für die Auswahl der Peer Group-Unternehmen wesentlich ist die Vergleichbarkeit hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente bzw. des Diversifikationsgrades und der Produktart, hinsichtlich der regionalen Abdeckung und gegebenenfalls auch hinsichtlich ihrer Größe (vgl. Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 47). Ein in jeder Hinsicht vergleichbares Risikoprofil mit der HolidayCheck Group AG konnte nicht festgestellt werden; eine absolute Deckungsgleichheit der in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch kann dies gefordert werden, wie der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt ist. Dabei konnten auch im Ausland ansässige und notierte Gesellschaften einbezogen werden. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass angesichts der internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 26.7.2019, Az. 5HK O 13831/17; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5HK O 5711/19; Beschluss vom 25.8.2023, Az. 5HK O 12034/21; Beschluss vom 19.4.2024, Az. 5HK O 9734/22 e).

Auch kann das Delisting nicht gänzlich außer Betracht bleiben. Dadurch ist nicht mehr in gleichem Umfang sichergestellt, dass der Kapitalmarkt die erforderlichen Informationen erhält. Nach dem mit Ablauf des 26.11.2021 erfolgten Delisting der Aktien der Gesellschaft vom regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wurden die Aktien ohne Zustimmung der Gesellschaft im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Daher ist es zumindest zweifelhaft, inwieweit der Kapitalmarkt hinreichend über kursbeeinflussende Informationen in Kenntnis gesetzt wurde. Eine Einbeziehung in die Ad hoc-Publizität des Freiverkehrs nach Art. 17 Abs. 1 MAR setzt nämlich voraus, dass die betroffenen Finanzinstrumente wie Aktien mit Zustimmung des Emittenten in den Handel einbezogen werden; der Emittent muss also wesentlich und inhaltlich dem Handel zugestimmt haben (vgl. Meyer in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 7. Aufl., Rdn. 12.339; Assmann in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl., Art. 17 MAR Rdn. 20).

Die in die Peer Group der Vertragsprüfer aufgenommenen Unternehmen sind mit der HolidayCheck Group vergleichbar. Die Ableitung des Beta-Faktors erfolgte über eine Gruppe von Online-Reiseveranstaltern, nicht über klassische Reiseveranstalter wie TUI, Alltours oder DERTOUR, deren EBIT-Margen nicht mit denen der HolidayCheck Group AG vergleichbar sind. Maßgeblich für die Auswahl der Vergleichsunternehmen war das Geschäftsmodell der Gesellschaft. Die HolidayCheck Plattform definiert sich als Reisevermittler. Deren Stärkung verfolgte die Gesellschaft auch mit dem Einstieg als dynamischer Reiseveranstalter, der die Reise bzw. einzelne Reisekomponenten erst zu dem Zeitpunkt kauft, zu dem der Kunde die konkrete Reise bucht. Demgegenüber kaufen die klassischen Reiseveranstalter die Reiseleistungen wie Flüge oder Hotelübernachtungen vorab ein, stellen diese zu Reisen zusammen und verkaufen sie dann.

Einen Ausschluss der On the Beach Group plc. aus der Peer Group hält die Kammer auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass diese Gesellschaft in Großbritannien ansässig ist, nicht für gerechtfertigt. Dieses Unternehmen hat nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer als dynamischer Reiseveranstalter ein vergleichbares Geschäftsmodell. Der Brexit steht der Aufnahme nicht entgegen. Bei Großbritannien handelt es sich – ungeachtet der mit dem Verlassen der Europäischen Union aufgetretenen Schwierigkeiten – um eine entwickelte Volkswirtschaft mit durchaus ähnlichen Strukturen und ähnlichen Wachstumsraten wie Deutschland als Sitz der Gesellschaft. Diese Strukturen haben sich durch den Brexit nicht so verändert, als dass dies der Vergleichbarkeit der beiden Unternehmen entgegenstehen könnte. Die Tatsache, dass der britische Reisemarkt ausschließlich oder zumindest nahezu ausschließlich Flugreisen anbieten kann, lässt die Vergleichbarkeit von On the Beach Group plc. gleichfalls nicht entfallen. Die Zielgebiete, zu denen diese beiden Unternehmen Reisen anbieten, haben dieselben Schwerpunkte – türkische Riviera, Mallorca, Kanarische Inseln und Ägypten. Auch von der DACH-Region können diese Destinationen nur mit dem Flugzeug erreicht werden. Allein aus der Nichtbenennung dieses Unternehmens als Wettbewerber der Gesellschaft auf Seite 15 des Bewertungsgutachtens kann kein Rückschluss auf die fehlende Vergleichbarkeit gezogen werden, nachdem die dortige Aufzählung nicht abschließend ist, wie

erläuterte. Zudem fasst die Gesellschaft On the Beach Group plc. tatsächlich auch als Wettbewerber auf, weil dieses Unternehmen eine führende Reisevermittlungsplattform unterhält, wobei die Buchung bei On the Beach Group plc. der bei der HolidayCheck Group AG durchaus ähnelt. Auch plant das britische Unternehmen eine Ausbreitung seiner Aktivitäten auf Europa, was sich für das Geschäftsmodell der HolidayCheck Group AG nachteilig auswirken könnte. Der hohe Beta-Faktor

der On the Beach Group plc. kann nicht als Ausschlusskriterium herangezogen werden. In den Jahren 2018 und 2019 waren die Ergebnisse dieses Unternehmens positiv, während sie in den Jahren der Pandemie 2020 und 2021 deutlich negativ waren. Demgegenüber waren die Ergebnisse der beiden Folgejahre wiederum leicht positiv. Insolvenzrisiken konnte jedenfalls aus den Jahresabschlüssen der On the Beach Group plc. nicht rekonstruieren. Die Ergebnisentwicklung der Holiday-Check Group AG war in den Jahren ab 2018 ebenfalls volatil.

Wenn es während der Zeit der Pandemie bei der HolidayCheck Group AG einen Hinweis auf eine Bestandsgefährdung gab, so ist festzuhalten, dass auch der von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers geprüfte Jahresabschluss der HolidayCheck Group AG vom 31.12.2020 darauf verwies, im Zusammenhang mit einer länger anhaltenden Ausbreitung der Pandemie könnten Liquiditätsrisiken bei der Gesellschaft bestehen.

Aus einem Zwei-Jahres-Beta-Faktor von 0,715 kann nicht einen zu hoch angesetzten Beta-Faktor für On the Beach Group plc. geschlossen werden. Da sich dieser Wert auf den Zeitraum vor dem 31.12.2019 bezieht, wäre dessen Berücksichtigung nicht mit dem Stichtagsprinzip vereinbar. Die Aktie dieser Gesellschaft war hinreichend liquide. Die Bid-Ask-Spreads der On the Beach Group plc. lagen mit Werten zwischen 0,11 % und 0,35 % weit unterhalb des üblicherweise herangezogenen Grenzwertes von maximal 1,25 %. Auch der durchschnittliche Handelsumsatz pro Tag spricht für eine hinreichende Liquidität der Aktie, wie den Zahlen aus der ergänzenden Stellungnahme vom 8.11.2024 zu entnehmen ist, nachdem der Handelsumsatz zwischen € 2.828.479,-- und € 1.593.215,-- schwankte. In der mündlichen Verhandlung verwies zur Untermauerung der bisherigen Analyseergebnisse auf den im Nach-

gang ermittelten Beta-Faktor zum 31.12.2023 über einen zweijährigen Referenzzeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen, der trotz positiver Ergebnisse der Gesellschaft und – soweit ersichtlich – keiner negativen Finanzmarktkommunikation nach wie vor hoch war.

Ebenso wenig musste Expedia Group, Inc. aus der Peer Group ausgeschlossen werden. Bei diesem Unternehmen handelt es sich ungeachtet des Umstandes, dass es um ein Vielfaches größer ist als die HolidayCheck Group AG, um ein angesichts des Geschäftsmodells vergleichbares Unternehmen. Expedia Group, Inc. ist ein Online-Vermittler für Pauschalreisen, Hotelbuchungen und Mietwägen. Dieses Unternehmen verfügt über keine stationären Reisebüros und bietet seine Leistungen weltweit am Markt an. Das Reiseportal dieser Gesellschaft weist eine hohe Ähnlichkeit mit dem der HolidayCheck Group AG auf und ist daher auch in der DACH-Region gut nutzbar. Zudem sieht die Gesellschaft in Expedia Group, Inc. einen wesentlichen Wettbewerber, zumal dieses Unternehmen in Deutschland als führendes Reiseportal angesehen wird. Die Größe allein kann kein Ausschlusskriterium sein. Hiermit ist gerade in Bezug auf regionale Risiken eine bessere Diversifizierung möglich. Andererseits ist der Kammer aus einer Reihe von Spruchverfahren bekannt, dass im Vergleich zum Bewertungsobjekt deutlich größere Unternehmen zum Teil höhere, zum Teil niedrigere unverschuldete Beta-Faktoren aufweisen können.

Booking Holding Inc. konnte gleichfalls als Vergleichsunternehmen in die Peer Group aufgenommen werden, weil auch deren Geschäftsmodell mit dem der HolidayCheck Group AG vergleichbar ist. Auch Booking Holdings Inc. vermittelt Pauschalreisen, Hotelbuchungen und Mietwägen und veranstaltet wie die

HolidayCheck Group AG Treueaktionen. Die Größe ist aus denselben Gründen wie bei Expedia Group, Inc. kein Grund für die Nichtaufnahme in die Peer Group. Die Aktie der Booking Holding, Inc. ist mit Bid-Ask-Spreads zwischen 0,04 % und 0,13 % ebenso liquide wie die Aktie der Expedia Group, Inc., bei der sich die Bid-Ask-Spreads zwischen Werten von 0,02 % und 0,06 % bewegten.

eDreams OGIDEO S.A. mit Sitz in Spanien fehlt trotz dieses unterschiedlichen Sitzes und einer abweichenden geografischen Ausrichtung auf Frankreich und Westeuropa nicht die Vergleichbarkeit. Mit einzelnen Marken bietet dieses Unternehmen seine Leistungen auch in Deutschland an und wird demgemäß von der Gesellschaft auch als Wettbewerber wahrgenommen. Angesichts eines Angebots von Pauschalreisen, Flügen, Hotels und Mietwägen ist das Geschäftsmodell durchaus vergleichbar, zumal es auch bei eDreams OGIDEO S.A. ein der HolidayCheck Group AG ähnliches Treueprogramm zur Verbesserung der Kundenbindung gibt.

Die vom gemeinsamen Vertreter angeregte Bildung zweier Peer Group unter Hinweis auf die zweigeteilte Reisetätigkeit als Reiseveranstalter einerseits und Reisevermittler andererseits erachtet die Kammer in Übereinstimmung mit der Einschätzung der Vertragsprüfer als nicht zielführend. Kern der Geschäftstätigkeit der HolidayCheck Group AG ist die Vermittlung von Reisen, während die Tätigkeit als Reiseveranstalter nur der Unterstützung der Plattform der Gesellschaft dienen soll. Ein Vergleich mit TUI kommt gerade nicht in Betracht, weil dieses Unternehmen im Gegensatz zur HolidayCheck Group AG über eigene Hotels, eigene Schiffe und Ähnliches verfügt.

Der Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors von 1,3, den die Vertragsprüfer in Übereinstimmung mit dem Bewertungsgutachten von [redacted] als angemessen beurteilten, bedarf keiner Korrektur. Die Herleitung durch die Vertragsprüfer beruht auf dem Heranziehen eines Zwei- bis Fünfjahreszeitraums mit wöchentlichen Renditeintervallen und zusätzlich einer Referenzperiode von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen, wobei sie eine Regression sowohl gegen den jeweils breitesten lokalen Index als auch gegen den MSCI World Index vornahmen, während sich die Bewertungsgutachter auf den breitesten lokalen Index und auf die wöchentlichen Renditeintervalle beschränkten und auf Beobachtungszeiträume von drei bis fünf Jahren verzichteten.

Durch die Einbeziehung eines weltweiten und nicht nur eines möglichst breiten lokalen Index entsprechend dem Vorgehen von [redacted] und [redacted] gleichen sich deren jeweiligen Vor- und Nachteile aus, weshalb nicht eine Methode von vorneherein zu verwerfen ist. Gegen den Ansatz des MSCI World Index wird eingewandt, dass dadurch ein Home Bias übersehen werde, wobei aber dieses Phänomen empirisch immer weniger zu beobachten sein soll (vgl. Ruiz de Vargas in: Festschrift für Großfeld, 2019, S. 355, 362 f.). Zum anderen wird gegen diesen Ansatz argumentiert, er werde durch Währungsschwankungen beeinflusst, was bei einem heimischen Index wie dem DAX oder vor allem dem viel breiteren CDAX nicht der Fall sei. Andererseits muss aber gesehen werden, dass es durchaus zielführend sein kann, angesichts des vom (Tax-)CAPM unterstellten Diversifikationsprinzips einen Index für das Marktportfolio heranzuziehen, der sämtliche Kapitalanlagemöglichkeiten eines rational handelnden Marktteilnehmers einbezieht, zumal Deutschland als Volkswirtschaft Teil des globalen Wirtschaftssystems ist (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper/Lieder, AktG, a.a.O., Anh § 305 Rdn. 46). Das Heranziehen des MSCI World Index beim Beta-Faktor bedingt nicht zwingend das Abstellen auf eine internationale Marktrisikoprämie als



weiteren Teil des Risikozuschlags. Die Ermittlung der künftigen Marktrisikoprämie wie auch des Beta-Faktors beruht naturgemäß auf einer Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO. Dabei wurde aber der Risikozuschlag gerade nicht nur mit Hilfe des globalen Index als Regressionsindex ermittelt; vielmehr erfolgte eine Regression auch gegen den größten nationalen Index. Damit aber wird eine Gesamtschau vorgenommen. Da die Abfindung aus der Sicht eines inländischen Aktionärs abgeleitet wird, muss dann aber auch nicht zwingend auf eine globale Marktrisikoprämie abgestellt werden. Ihr Ansatz stünde zudem im Widerspruch zur Ableitung des Basiszinssatzes auf der Grundlage deutscher Staatsanleihen. Zur Ableitung der Kapitalkosten müssten dann aber die in lokalen Währungen und Anleihen zu ermittelten Basiszinssätze herangezogen werden, was allerdings regelmäßig nicht geschieht. Eine internationale Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, die Überrendite gegenüber deutschen Staatsanleihen auszudrücken, was aber auch Aufgabe des Risikozuschlags nach dem (Tax-)CAPM ist.

Die Beobachtungszeiträume wurden sachgerecht gewählt. Ein Beta-Faktor über einen vollständigen Beobachtungszeitraum von fünf Jahren würde die Zeit der Pandemie voll umfänglich erfassen und damit zu verzerrenden Ergebnissen führen, weil die Tourismusbranche durch Lockdowns und Reisebeschränkungen von besonders großen Verwerfungen und Unsicherheiten geprägt war. Die Bewertungsgutachter von [redacted] haben bei der Ableitung eines Beta-Faktors über einen Zeitraum von fünf Jahren die Scheiben 2021 aus der Zeit von April 2020 bis März 2021 ausgeklammert. Der so gebildete Durchschnitt der vier Jahresscheiben von 2019 bis 2023 erfasste somit zwei Jahre vor und zwei Jahre nach der Kernphase der Covid-19-Pandemie, woraus sich dann ein auf 1,30 abgerundeter Beta-Faktor von 1,31 errechnete. Ein weiteres Zurückgehen, was zu einem Ende der Betrachtung im Jahr 2019 führen würde, ist mit dem Stichtagsprinzip als Grundlage jeglicher Unternehmensbewertung

nicht vereinbar. Bei einer Herausnahme der gesamten Pandemiejahre 2020 und 2021 wäre man zu kurz vor dem Stichtag gelandet, nachdem die WHO die Covid-19-Pandemie erst im Mai 2023 für beendet erklärte.

wies zudem darauf hin, zur Plausibilisierung der Annahmen zum Beta-Faktor die letzten beiden Jahre vor dem Stichtag herangezogen zu haben und so zum Ergebnis gelangt sei, der unverschuldete Beta-Faktor von 1,3 müsse als angemessen eingestuft werden.

Den so ermittelten unverschuldeten Beta-Faktor überprüften

und vor allem auch dadurch, dass sie einen zwei- bis fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen sowie bei einem Zeitraum von 5 Jahren auch monatliche Renditeintervalle heranzogen und für diese Zeiträume anstelle der vor allem in Australien ansässigen und nicht in den Märkten der HolidayCheck Group AG aktive Webjet Ltd. die in den Niederlanden beheimatete lastminute.com N.V. in ihre Peer Group aufnahmen. Angesichts einer Bandbreite von Beta-Faktoren zwischen 1,23 und 1,40 im arithmetischen Mittel und von 1,17 bis 1,33 beim Abstellen auf den Median stuften sie den ermittelten Beta-Faktor als sachgerecht ein.

Das operative Risiko der Gesellschaft wird durch die Finanzierungsstruktur mit einem negativen Verschuldungsgrad nicht verändert. Dies führt nicht zu einem höheren operativen Risiko; die Finanzierungsstruktur wurde im Rahmen der Ableitung des Beta-Faktors ausgeklammert, weil diese durch das Unlevern und Relevern bereinigt wird.

- (d) Neben dem operativen Risiko prägt auch das Kapitalstrukturrisiko eines Unternehmens dessen Risiko, weshalb es ebenfalls in den Beta-Faktor einfließen muss. Demgemäß muss über das Relevern die künftige Verschuldung abgebildet werden, woraus sich dann der verschuldete Beta-Faktor herleiten lässt. Der Verschuldungsgrad beträgt minus 12,03 % im Jahr 2023, minus 11,49 % im Jahr 2024, minus 7,9 % im Jahr 2025, minus 7,56 % im Jahr 2026, minus 7,88 % im Jahr 2027 sowie minus 9,04 % im Übergangsjahr 2028 und minus 8,8 %

in der Ewigen Rente. Die Höhe des Verschuldungsgrades beruht auf den jeweiligen Marktwerten des Eigen- und des Fremdkapitals zum jeweiligen Periodenbeginn. Demgemäß waren verschuldete Beta-Faktoren von 1,11 im Jahr 2023, von 1,12 im Jahr 2024, von jeweils 1,18 in den Jahren 2025 bis 2027 sowie von jeweils 1,18 im Übergangsjahr und in der Ewigen Rente anzusetzen. Die bei der HolidayCheck Group AG vorhandenen Stichtagsbestände an Liquidität sind in den Verschuldungsgrad eingerechnet.

- (e) Der so mit Hilfe des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag steht auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, wobei diese operativ über dem Durchschnitt liegen und dann unter Berücksichtigung der Verschuldungssituation insgesamt als leicht überdurchschnittlich mit im Laufe der Zeit ganz leicht steigender Tendenz eingestuft werden müssen. Der Kammer ist aus anderen Spruchverfahren bekannt, dass der Durchschnitt des operativen Risikos über einen Beta-Faktor von etwa 0,8 bis 0,85 abgebildet wird, was zu der Annahme eines überdurchschnittlichen operativen Risikos bei der HolidayCheck Group AG führt. Der Markt für Reiseleistungen ist in vergleichsweise hohem Maße krisenanfällig, wie sich in der Vergangenheit beispielhaft an der COVID-19-Pandemie zeigte. Ebenso wird die Reiselust aber auch durch viele andere Ereignisse wie Naturkatastrophen, Umweltprobleme wie Ölverschmutzung oder auch Terroranschläge negativ beeinflusst. Zudem können individuelle Folgen von Krisen wie auch in der Zukunft denkbare inflationäre Entwicklungen ein Risiko darstellen, weil dadurch die Kaufkraft der Konsumenten nicht steigt oder sich die Konsumausgaben weg von Reisebuchungen entwickeln; gegebenenfalls kann sich auch die Beliebtheit von Destinationen, die bisher von der Gesellschaft angeboten wurden, verschieben. Zudem ist der Reisemarkt auch konjunkturabhängig, weil in Zeiten einer Rezession weniger für Reisen ausgegeben wird als in Boom-Phasen. In normalen Zeiten führt das Geschäftsmodell als dynamischer Reiseveranstalter

zu einer im Vergleich zu klassischen Reiseveranstaltern geringeren Rohertragsmarge, weil durch das schrittweise Vorgehen und den zeitlich späteren Einkauf keine Margenvorteile verdient werden. Dadurch steigt auch das Risiko, in Zeiten ohne Krisen die geplanten Ergebnisse tatsächlich nicht erwirtschaften zu können.

Die Finanzierungssituation der Gesellschaft mit ihrem negativen Verschuldungsgrad muss auch hier risikomindernd berücksichtigt werden.

- c. Der für das Wachstum der Überschüsse mit 1,5 % angesetzte Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente muss nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre erhöht werden.

- (1) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen- und Strukturveränderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; AG 2018, 679, 681 f. = Der Konzern 2019, 92, 97; OLG Frankfurt NZG 2024, 882, 893 = WM 2024, 500, 507 = Der Konzern 2024, 392, 398; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41; LG München I AG 2017, 501, 506; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Beschluss vom 27.11.2019, Az. 5HK O 6321/14; Beschluss vom 25.11.2020, Az. 5HK O 12435/05; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., §

305 Rdn. 175). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG München AG 2018, 753, 756 f. = Der Konzern 2019, 277, 282 f.; OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Der Konzern 2019, 410, 419; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 305 Rdn. 175). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Angesichts dieser Bedeutung des Wachstumsabschlages ist dieser auch ausschließlich in der Ewigen Rente festzusetzen; Preissteigerungen in der Detailplanungsphase sind bereits über die Planzahlen abgebildet, die dann auch zu einem entsprechenden Umsatzwachstum führen (vgl. van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 174).

- (2) Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage lässt sich ein höherer Wachstumsabschlag nicht rechtfertigen.
  - (a) Der Ansatz von 1,5 % vernachlässigt gerade nicht die Maßgeblichkeit der unternehmensspezifischen Inflationsrate.
    - (aa) Die unternehmensspezifischen Wachstumseffekte sind durch die auf jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit zur kontinuierlichen Realisierung von Effizienzgewinnen und die Möglichkeit zur kundenseitigen Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen beeinflusst. Die HolidayCheck Group AG und ihre operativen Tochtergesellschaften können die inflationsbedingten Kos-

tensteigerungen nur eingeschränkt weitergeben.

wies bei seiner Anhörung zur Begründung auf eine Auswertung des Statistischen Bundesamtes hin, wonach der Durchschnitt der Personalkostensteigerung über der durchschnittlichen Inflationsrate gelegen habe, was sich auch aus dem Index für Pauschalreisen ergebe. Auch wenn die allgemeine Inflationsrate angesichts der Maßgeblichkeit der unternehmensspezifischen Preissteigerungsquote kein Maßstab sein kann, wird dieser Befund hier bestätigt, dass bei den Provisionssätzen für die Gesellschaft kein Spielraum mehr bestanden habe. Als Bezugsgröße wurde preisseitig mit einer Steigerungsrate von 1,0 % am Ende des Detailplanungszeitraums geplant.

- (bb) Mit deutlich höheren Zuwächsen als 1,5 % kann auch in der Zukunft nicht gerechnet werden. Dabei muss nämlich beachtet werden, dass die Gesamtwachstumsrate nicht bei 1,5 %, sondern unter Einbeziehung des gleichfalls zum Wachstum beitragenden thesaurierungsbedingten Wachstums bei 6,7 % liegt. Dem kann auch nicht die Prognose der Europäischen Zentralbank zur künftig zu erwartenden Geldentwertung von 2,5 % als Zielgröße entgegen gehalten werden. Zum einen ist diese für die Ermittlung des Wachstumsabschlags nicht ausschlaggebend. Zum anderen wird diese implizite Inflationserwartung aus dem Unterschied zwischen inflationsgeschützten und nicht inflationsgeschützten Anleihen abgeleitet. Der Gesellschaft gelang es aber gerade nicht, steigende Personalkosten in Gänze auf ihre Kunden überzuwälzen. Für die Zukunft kann letztlich auch nicht ausgeschlossen werden, dass die Prognose der Europäischen Zentralbank wie auch in der Vergangenheit unterschritten werden wird.
- (cc) Die Gesellschaft stand zum Stichtag unter hohem Wettbewerbsdruck, der auch perspektivisch hoch bleiben oder sogar ansteigen wird. Als Grund für diese Situation nannte

zum einen die strategische Ausrichtung der TUI. Zum anderen muss gesehen werden, dass mittlerweile fast jedes Hotel die Möglichkeit der Buchung auf der eigenen Website anbietet und dabei vielfach auch der Hinweis auf die günstigste Möglichkeit zu lesen ist. Dann aber entsteht weiterer Wettbewerbsdruck, wenn die Hotels die Provisionen für den Vermittler einsparen wollen.

- (dd) Der gewählte Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1,5 % verkennt nicht die anhaltende Umverteilung von Offline zu Online-Buchungen von 50 % auf 51 % von 2022 auf 2023. Der Wachstumsabschlag bildet das preisbedingte Wachstum der Überschüsse ab den Jahren 2029 ff. ab. Eine Verschiebung von 2022 auf 2023 kann daher in diesem Zusammenhang keine Bedeutung haben. Auch aus dem nach dem Stichtag erfolgten nicht unerheblichen Rückgang des Anteils der Hotelbuchungen von 2023 auf 2024 lässt sich kein Rückschluss auf eine Fehlerhaftigkeit der strategischen Entscheidung der Gesellschaft zur Wettbewerbsentwicklung ziehen. Ebenso wenig kann aus der Entwicklung der Preise für Flug- und Pauschalreisen in der ersten sechs Monaten des Jahres 2022 auf die Notwendigkeit eines höheren Wachstumsabschlags geschlossen werden. Das in der Vergangenheit liegende und durch Sondereffekte aus der Covid-19-Pandemie geprägte Jahr 2022 kann keine geeignete Bezugsgröße für das preisbedingte Wachstum im Termin Value sein.
- (b) Dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1,5 % vor Steuern und damit auch unterhalb der von der Europäischen Zentralbank langfristig erstrebten Inflationsrate von 2 % kann nicht entgegengehalten werden, es werde dadurch zu einem laufenden Schrumpfen der Gesellschaft kommen. Zur Beurteilung der Angemessenheit des Wachstumsabschlages muss die Gesamtwachstumsrate der geplanten entziehbaren Überschüsse analysiert werden. Bei einer tatsächlichen

Thesaurierung ist bei der Beurteilung zusätzlich nämlich das thesaurierungsbedingte Wachstum aus den tatsächlich einbehaltenen Beträgen zu berücksichtigen, das gleichfalls zum Wachstum der Gesellschaft beiträgt. Unter Berücksichtigung dieses notwendigen Ansatzes muss bei der HolidayCheck Group AG tatsächlich von einer deutlich höheren Gesamtwachstumsrate von 6,7 % ausgegangen werden.

- (c) Ebenso wenig ergibt sich aus der Studie von Creutzmann BewP 2011, 24 ff. eine andere Beurteilung, auch wenn er die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlags – Bruttoinlandsprodukt, Inflationsrate und Gewinnwachstum der Unternehmen – zusammenfasst. Danach lag das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 bei 2,4 % und damit oberhalb der allgemeinen Preissteigerungsrate von 1,9 %. Der Wachstumsabschlag von 1,5 % spiegelt dabei allerdings nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das – wie bereits erläutert – deutlich höher liegt.

Somit stellt sich der Kapitalisierungszinssatz der HolidayCheck Group AG wie folgt dar:

<b>HCGAG: Kapitalisierungszinssatz in %</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Plan 2027</b>	<b>ÜJ 2028</b>	<b>TV 2029 ff.</b>
<b>Basiszinssatz</b>	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
<b>/- persönliche Steuern</b>	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
<b>Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>
<b>Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,50%</b>
<b>Betafaktor (unverschuldet)</b>	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
<b>Verschuldungsgrad</b>	-12,03%	-11,49%	-7,90%	-7,56%	-7,88%	-9,04%	-8,88%
<b>Betafaktor (verschuldet)</b>	<b>1,11</b>	<b>1,12</b>	<b>1,18</b>	<b>1,18</b>	<b>1,18</b>	<b>1,16</b>	<b>1,16</b>
<b>Wachstumsabschlag nach Ertragsteuern</b>							-1,50%
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>7,97%</b>	<b>8,01%</b>	<b>8,32%</b>	<b>8,35%</b>	<b>8,32%</b>	<b>8,22%</b>	<b>6,74%</b>



Aus den zu kapitalisierenden Überschüssen errechnet sich somit zum Stichtag der Hauptversammlung unter Berücksichtigung der Anpassungen im Forecast 1-2023 ein (im Vergleich zur Bewertung auf der Grundlage der Planung vom November 2022 niedrigerer) Ertragswert folgendermaßen:

<b>HCGAG: Ermittlung des Ertragswerts in T€</b>	<b>Plan 2023</b>	<b>Plan 2024</b>	<b>Plan 2025</b>	<b>Plan 2026</b>	<b>Plan 2027</b>	<b>ÜJ 2028</b>	<b>TV 2029 ff.</b>
<b>Zu kapitalisierende Nettoausschüttungen</b>	<b>14.181</b>	<b>12.181</b>	<b>8.717</b>	<b>10.968</b>	<b>14.091</b>	<b>13.876</b>	<b>14.084</b>
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	7,97%	8,01%	8,32%	8,35%	8,32%	8,22%	6,74%
Barwertfaktor	0,93	0,93	0,92	0,92	0,92	0,92	14,84
<b>Barwert zum 1. Januar</b>	<b>186.941</b>	<b>187.655</b>	<b>190.499</b>	<b>197.631</b>	<b>203.166</b>	<b>205.988</b>	<b>209.050</b>

3. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der HolidayCheck Group AG wurde mit einem Wert von € 82,495 Mio. sachgerecht abgebildet.
  - a. Bei der Gesellschaft war eine Überschussliquidität von € 77,358 Mio. anzusetzen, die sich zum 31.12.2025 auf € 75 Mio. belief, wobei dieser Betrag dann auf den Stichtag der Hauptversammlung am 24.5.2023 aufgezinst wurde. Ein noch höherer Betrag konnte indes nicht als Sonderwert angesetzt werden, weil ein Bestand von € 20 Mio. an liquiden Mitteln als betriebsnotwendig einzustufen ist. Im Verlauf der Planung ist in der integrierten Planungsrechnung ein Bestand zwischen € 15 Mio. und € 20 Mio. abgebildet. Die geplanten Bestände betragen zwischen € 15,3 Mio. und € 18,5 Mio. im Maximum im Jahr 2027. Bei der Beurteilung des Umfangs der betriebsnotwendigen Liquidität ist ganz wesentlich zu beachten, dass die Gesellschaft gerade zu Jahresbeginn einen hohen Liquiditätsbedarf hat, der dann im Sommer in einen Liquiditätsüberschuss umschlägt. In der monatlichen Entwicklung war die Höhe indes so nicht abgebildet. Allerdings muss die Höhe der als betriebsnotwendig eingestuftten liquiden Mittel als unternehmerische Entscheidung angesehen werden, die von den Minderheitsaktionären im Grundsatz nicht beeinflusst werden kann. Bei der Höhe der erforderlichen

betriebsnotwendigen Liquidität muss auch berücksichtigt werden, dass die Bestände in der Zeit vor der Pandemie mit Werten von € 25 Mio. und € 30 Mio. in den Jahren 2018 und 2019 deutlich höher lagen. Wenn dann der Vorstand einen Bestand an liquiden Mitteln im Umfang von € 20 Mio. als betriebsnotwendig einstuft, kann darin keine korrekturbedürftige Annahme gesehen werden.

Angesichts der mit einer Frist von zwei Wochen zum Monatsende kurzfristigen Kündbarkeit der Darlehensforderung der Gesellschaft gegenüber der

konnte die Finanzforderung als Sonderwert einbezogen und den Minderheitsaktionären unmittelbar zugerechnet werden. Die Vertragsprüfer nahmen zudem eine Verplausibilisierung der absoluten Höhe der betriebsnotwendigen Liquidität vor, die sie in Relation zu den Umsätzen oder den laufenden Kosten pro Quartal setzten. In Relation zu den Umsätzen lagen die Stichtagsbestände unterhalb von 1/12 des Jahresumsatzes und waren in der Planung deutlich niedriger.

Deshalb mussten die Vertragsprüfer entsprechend den Überlegungen von

im Termin vom 24.10.2024 die Einschätzung des Vorstands nicht zugunsten der Aktionäre verändern.

- b. Daneben musste das steuerliche Einlagekonto der Gesellschaft im Sinne des § 27 Abs. 1 KStG mit einem Sonderwert in Höhe von € 5,027 Mio. in den Unternehmenswert einfließen, wobei der Betrag dann zum Stichtag der Hauptversammlung aufgezinnt wurde. Aufgrund von § 27 Abs. 1 Satz 1 KStG hat eine unbeschränkt steuerpflichtige Kapitalgesellschaft die nicht in das Nennkapital geleisteten Einlagen am Schluss eines jeden Wirtschaftsjahres auf einem besonderen Konto, dem steuerlichen Einlagekonto, auszuweisen. Soweit Dividendenzahlungen den nach § 27 KStG ermittelten ausschüttbaren Gewinn übersteigen, sind diese als Kapitalrückzahlung zu qualifizieren, wenn diese dann das steuerliche Einlagekonto mindern und steuerfrei bleiben. Als ausschüttbarer Gewinn gilt gemäß § 27 Abs. 1 Satz 5 KStG das um das gezeichnete Eigenkapital geminderte in der Steuerbilanz ausgewiesene Eigenkapital abzüglich des Bestands des steuerlichen Einlagekontos. Der Barwert der steuerlichen Vorteile beläuft sich auf € 5,027 Mio. und wurde entsprechend den Ausführungen in der ergänzenden Stellungnahme der Vertragsprüfer vom 21.10.2024 folgendermaßen ermittelt:

Sonderwert steuerliches Einlagekonto in T€	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027
Eigenkapital lt. Steuerbilanz zum 1.1.	179.022	189.457	198.421	204.835	212.906
abzgl. gezeichnetes Kapital	87.189	87.189	87.189	87.189	87.189
abzgl. steuerliches Einlagekonto zum 1.1.	141.652	134.695	128.720	124.443	119.063
<b>ausschüttbarer Gewinn (Min 0)</b>	-	-	-	-	<b>6.654</b>
Jahresüberschuss	17.392	14.939	10.691	13.452	17.282
<b>davon Ausschüttung 40 %</b>	<b>6.957</b>	<b>5.976</b>	<b>4.276</b>	<b>5.381</b>	<b>6.913</b>
davon Thesaurierung	10.435	8.963	6.414	8.071	10.369
<b>Ausschüttung aus steuerlichem Einlagekonto</b>	<b>6.957</b>	<b>5.976</b>	<b>4.276</b>	<b>5.381</b>	<b>259</b>
<b>Steuerersparnis 26,375 %</b>	<b>1.835</b>	<b>1.576</b>	<b>1.128</b>	<b>1.419</b>	<b>68</b>
Kapitalisierungszinssatz	7,97%	8,01%	8,32%	8,35%	8,32%
Barwertfaktor auf den 1. Januar 2023	0,93	0,86	0,79	0,73	0,67
Barwert auf den 1. Januar 2023	1.699	1.352	893	1.037	46
Sonderwert auf den 1. Januar 2023	5.027	-	-	-	-
Sonderwert auf den 24. Mai 2023	5.181				

c. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen war bei der HolidayCheck Group AG nicht als Sonderwert zu berücksichtigen.

(1) Dies gilt zunächst für steuerliche Verlustvorträge für die Tochtergesellschaften in Polen und der Schweiz, weil diese in vollem Umfang bei der Steuerlast im Rahmen der Steuerplanung für die Detailplanungsphase angesetzt werden. Die Verlustvorträge in Deutschland sind nicht nutzbar, so dass auch insoweit kein Sonderwert angesetzt werden kann. In Deutschland fällt nämlich mangels positiver Ergebnisse keine Ertragssteuer an, so dass dann gewerbe- und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge kein wirtschaftlicher Wert zukommen kann; sie lassen sich weder veräußern noch sonst wie nutzen, worauf die Antragsgegnerin in ihrer Antragsrwidernng hinge-

wiesen hat.

Soweit es bei der Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge im Rahmen der Planannahmen um das Mindestbesteuerungsabkommen in der Schweiz geht, muss die Kammer nicht abschließend entscheiden, inwieweit die üblicherweise bei gesetzlichen Bestimmungen maßgeblichen Zeitpunkte entsprechend der Wurzeltheorie zur Anwendung gelangen, was angesichts der Verabschiedung erst im Dezember 2023 gegen den Ansatz eines Steuersatzes von 15 % sprechen würde, oder ob nicht zu berücksichtigen ist, dass die Schweiz sich zur Umsetzung des entsprechenden OECD-Übereinkommens verpflichtet hat, weshalb der Steuersatz des Kantons Thurgau ab dem Jahr 2024 nicht mehr zur Anwendung gelangen könnte. Die Vertragsprüfer haben nämlich in ihrer Stellungnahme vom 21.10.2024 ausgeführt, dass der Unternehmenswert bei Ansatz des Steuersatzes des Kantons Thurgau von 12,17 % auf € 281,392 Mio. ansteigen würde, was eine Barabfindung von € 3,23 je Aktie zum Stichtag der Hauptversammlung bedeuten würde. Damit würde sich indes im Vergleich zu dem der Ermittlung der Barabfindung zugrunde gelegten Wert von € 279,128 Mio. der Unternehmenswert um lediglich € 2,264 Mio. oder 0,81 % erhöhen. Dann aber lässt sich eine Erhöhung der Barabfindung nicht rechtfertigen. Einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens kann es unabhängig von der angewandten Bewertungsmethode nicht geben, weil jede in die Zukunft gerichtete Prognose naturgemäß gewisse Unsicherheiten bedingt, die auch im Hinblick auf das Gebot effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Solange die vorgenommene Bewertung nach ihrer Methodik und der zugrunde liegenden Prämissen wie hier mit dem Bewertungsziel in Einklang steht, muss eine gewisse Bandbreite von Werten als noch angemessen angesehen werden. Eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist. Wenn eine Abweichung des gesamten Unternehmenswertes, wie vorliegend unterhalb von 5 % liegt, lässt sich eine Unangemessenheit der von der Hauptversammlung festgesetzten Barabfindung nicht bejahen (vgl. BayObLG, Beschluss vom 18.5.2022, Az. 101 ZBR 97/20; OLG Mün-

chen AG 2020, 133, 134, 138 = WM 2019, 2104, 2106, 2117; OLG Stuttgart, AG 2011, 205, 211; OLG Frankfurt AG 2012, 330, 334 f. = ZIP 2012, 371, 376; AG 2015, 504, 508 = Der Konzern 2015, 378, 387 f.; AG 2016, 551, 555 = ZIP 2016, 716, 719; OLG Düsseldorf WM 2019, 1789, 1795; AG 2024, 448, 452; LG München I, Beschluss vom 22.6.2022, Az. 5HK O 16226/08; Beschluss vom 19.4.2024, Az. 5HK O 13397/21; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK O 13305/22 e).

Damit aber kommt es nicht mehr entscheidungserheblich darauf an, inwieweit die Schweiz tatsächlich zur Umsetzung dieses Übereinkommens rechtlich verpflichtet war, wofür der Umstand spricht, dass die Schweiz Mitglied der OECD war, oder ob eine solche Verpflichtung nicht bestanden hat, worauf der gemeinsame Vertreter in seinem nicht nachgelassenen Schriftsatz vom 9.1.2025 hingewiesen hat.

- (2) Für einen Ansatz dergestalt, dass mindestens 50 % der Rückstellungen eigenkapitalähnlich als Sonderwert auszuweisen seien, sieht die Kammer keinen Anhaltspunkt. Sofern die Auflösung von Rückstellungen zum Stichtag bereits in der Wurzel angelegt gewesen sein sollte, musste dies entsprechend den obigen Ausführungen in die Planannahmen einfließen. Dazu stünde es aber in Widerspruch, wenn nunmehr aus der nicht absehbaren Auflösung bestehender Rückstellungen ein Sonderwert gebildet würde.
- (3) Aus einer Verbesserung des cash conversion cycle kann kein Sonderwert hergeleitet werden. Dieser spielt bei produzierenden Unternehmen eine Rolle, nicht aber bei einer Gesellschaft mit diesem Geschäftsmodell ohne oder nahezu ohne Umlaufvermögen.
- (4) Der Wert der Marke „HolidayCheck“ durfte nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I AG 2017,

501, 507; Beschluss vom 22.6.2020, Az. 5HK O 16116/08; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5711/19; Beschluss vom 30.6.2023, Az. 5HK O 4509/21; Beschluss vom 28.6.2024, Az. 5HK O 15162/20; Beschluss vom 20.12.2024, Az. 5HK O 12085/21 LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, AktG, a.a.O., Anh 305 Rdn. 93).

Angesichts dessen sind zum Ertragswert der HolidayCheck Group AG in Höhe von € 192,817 Mio. Sonderwerte in Höhe von € 82,495 Mio. hinzuzuzählen, woraus sich dann ein Unternehmenswert von € 275,312 Mio. und damit bei 87.188.961 zu berücksichtigenden Aktien eine Barabfindung von € 3,16 ergäbe. Dieser allerdings unter Berücksichtigung des Forecast 1-2023 und der Erhöhung des Basiszinssatzes ermittelte Unternehmenswert kann indes nicht maßgeblich sein, weil eine Verschlechterung zum Nachteil der Aktionäre ausgeschlossen ist (vgl. BGHZ 207, 114, 129 = NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 140 = WM 216, 157, 162 = WM 2016, 157, 162 = Der Konzern 2016, 88, 92 = NJW-RR 2016, 231, 235 f.; OLG Frankfurt AG 2017, 832, 834; Klöcker/Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, 5. Aufl., § 11 SpruchG Rdn. 2; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 11 SpruchG Rdn. 7). Es bleibt damit bei dem Ansatz aus dem Bewertungsgutachten mit einem Unternehmenswert von € 279,128 Mio., aus dem sich die Abfindung von € 3,21 je Aktie errechnet.

Bei der Ermittlung der Zahl der abfindungsberechtigten Aktien dürfen die von der HolidayCheck Group AG gehaltenen 218.481 eigenen Aktien nicht mitgerechnet werden. Dies wäre mit dem Begriff des außenstehenden Aktionärs und dem Gedanken des Minderheitenschutzes nicht vereinbar. Wenn der Gesellschaft – wie dies in § 71 b AktG normiert ist – aus eigenen Aktien keine Rechte zustehen, so wäre es ein nicht auflösbarer Wertungswiderspruch, könnte sie nun eine Abfindung verlangen.

4. Über den Börsenkurs lässt sich eine Erhöhung der Barabfindung nicht rechtfertigen, auch wenn die Aktien der Gesellschaft nur im Freiverkehr gehandelt wurden.
  - a. Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, son-

dem als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Koch, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 10. Aufl., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36)

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., § 305 Rdn. 99; ebenso Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 43; Tonner in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekannt-

machung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

- b. Die Frist von drei Monaten endete somit am 4.4.2023, nachdem die Holiday-Check Group AG mittels Presseerklärung über den beabsichtigten Abschluss des Beherrschungsvertrages informierte. In diesem Zeitraum lag der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs bei € 2,86 und damit deutlich unterhalb des mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelten Abfindungsbetrags. Die Vertragsprüfer bestätigten diesen Ansatz zum durchschnittlichen Börsenkurs. Dann aber kann dieser nicht maßgeblich sein.
5. Weitere Maßnahmen zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und damit zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten.
- a. Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bereits zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.
    - (1) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München AG 2014, 453, 454 = Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; NZG 2023, 160, 163 = AG 2022, 705, 709 f. = ZIP 2022, 1269, 1272 = WM 2022, 1480, 1482 = Der Konzern 2022, 483, 487 f.; LG München I, Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Klöcker/Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn. 4; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: BeckOGK, Stand 1.10.2024, § 8 SpruchG Rdn. 15). Aufgrund des Berichts der Vertragsprüfer, ihrer umfangreichen ergänzenden Stellungnahme und ihrer ausführlichen Erläuterungen in einem ganztägigen Anhörungstermin hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen, den



Feststellungen zur Ewigen Rente, der Problematik der Thesaurierung sowie zu den Grundlagen des Kapitalisierungszinssatzes und zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen als den wesentlichen Aspekten der hier vorzunehmenden Ermittlung der angemessenen Abfindung.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Vertragsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung aber auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.; krit. auch Sturm/Stottmann NZG 2020, 974 ff.). Diese Auffassung ist nämlich mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., Einl. SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Prüfers zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht

letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilshabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f. = Der Konzern 2007, 356, 359; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 29.8.2017, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 20.12.2024, Az. 5HK O 12085/21; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Wittgens in:

K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 14; Emmerich in: Emmerich/ Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

Eine Mitgliedschaft der Vertragsprüfer im Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. begründet kein Bestellungsverbot im Sinne des § 319 Abs.1 bis Abs. 4 HGB, der aufgrund der Verweisung in §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 1 AktG Anwendung findet. Angesichts dessen muss die Kammer auch nicht entscheiden, inwieweit sich daraus ein Verwertungsverbot ableiten ließe. Einen Ablehnungsgrund vermag die Kammer gleichfalls nicht zu erkennen. Dabei muss bereits davon ausgegangen werden, dass die Vorschriften über die Sachverständigenablehnung in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO auf den gerichtlich bestellten Prüfer keine Anwendung finden. Das Spruchverfahrensgesetz behandelt ihn aufgrund der Vorschrift des § 8 Abs. 2 nicht als Sachverständigen, sondern als sachverständigen Zeugen, weshalb die Vorschriften über die Ablehnung eines Sachverständigen auf ihn nicht anwendbar sind (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 23.3.2017, Az. 31 O 1/15; LG München I, Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Drescher in: BeckOGK, Stand 1.10.2024, § 8 SpruchG Rdn. 15). Abgesehen davon wäre ein Befangenheitsgrund auch nicht zu bejahen. Ein solcher ergibt sich nicht aus einer Mitgliedschaft der Vertragsprüfer im IDW. § 4 Abs. 9 der Satzung des IDW enthält nämlich keine unbedingte Verpflichtungserklärung des Wirtschaftsprüfers auf die Vorgaben des IDW. Zwar hat jedes Mitglied die Prüfungsstandards aufgrund dieser Vorschrift zu beachten. Aufgrund von § 4 Abs. 9 Satz 2 und Satz 3 der Satzung kann eine sorgfältige Prüfung indes ergeben, dass ein Prüfungsstandard nicht anzuwenden oder hiervon abzuweichen ist. Somit bietet die genannte Selbstverpflichtung genügend Raum für die dem Vertragsprüfer auferlegte unparteiische Überprüfung (vgl. OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). Ein Ablehnungsgrund lässt sich auch nicht daraus ableiten, wenn namentlich in anderen Fällen als gerichtlich bestellter Prüfer tätig wurde und gegebenenfalls

auch Privatgutachten zur Unternehmensbewertung erstellt. Zwar wird davon auszugehen sein, dass bei einem (gerichtlich bestellten) Sachverständigen, der in derselben Sache für einen nicht unmittelbar am Rechtsstreit beteiligten Dritten ein entgeltliches Privatgutachten zu einem gleichartigen Sachverhalt erstattet hat, ein Ablehnungsgrund besteht, weil dann die Besorgnis besteht, er werde von einer früher geäußerten Begutachtung nicht abweichen (vgl. BGH MDR 2017, 479 f. = VersR 2017, 641, 642 = NJW-RR 2017, 569, 570 m.w.N. auch zur Gegenauffassung). Von einem gleichgelagerten Sachverhalt kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden, wenn die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer völlig andere Unternehmen bewertet haben (vgl. auch OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). In dem vom BGH entschiedenen Fall ging es dagegen um die Frage, dass möglicherweise die zu begutachtende Hüftgelenksprothese aus derselben Modellreihe stammte wie die, die dort bestellte Sachverständige auch als Privatgutachter zu beurteilen hatte. Vorliegend wird auch von Seiten der Antragsteller nicht vorgetragen,  sowie namentlich  seien früher mit der Bewertung der HolidayCheck Group AG befasst gewesen.

- (2) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der von den Wirtschaftsprüfern von  als Vertragsprüfer getroffenen Feststellungen  verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Sachkunde. Sie haben sowohl im Prüfungsbericht als auch in der mündlichen Anhörung samt ihrer ergänzenden Stellungnahme die vorgenommenen Prüfungshandlungen hinreichend erläutert und dabei insbesondere auch begründet, warum die Vertragsprüfer gerade auch die Planansätze aus dem Bewertungsgutachten von  für angemessen und sachgerecht begründet erachteten. Daraus wird deutlich, dass sie sich ihrer Aufgabe und Funktion als gerichtlich bestellte Vertragsprüfer in vollem Umfang bewusst waren. Dies zeigt sich weiterhin daran, dass die Vertragsprüfer bei der Ableitung des Beta-Faktors über die Peer Group-Unternehmen weitergehende Analysehandlungen durch eine eigenständig gebildete Peer Group sowie

eine Erweiterung des Referenzindex auf den MSCI World Index vorgenommen haben. Weiterhin zogen sie zur externen Plausibilisierung insbesondere des branchenspezifischen Umfelds Studien des World Travel & Tourism Council zur weiteren Entwicklung der Reisebranche heran, um damit auch die aus der Planung ablesbaren Tendenzen verifizieren zu können. Die eingehenden Analysen, wie sie sich aus dem Prüfungsbericht wie auch aus den in der mündlichen Verhandlung vermittelten Erkenntnisse und den ergänzenden Stellungnahmen ergeben, belegen, dass sich

eingehend mit dem Geschäftsmodell der HolidayCheck Group AG in dem gesamten wirtschaftlichen Umfeld befasst haben und demgemäß ein stringentes Prüfungsergebnis mitteilen konnten.

Die Vertragsprüfer nahmen auf der Basis der von ihnen gebildeten Peer Group im Rahmen der vergleichenden Wertermittlung anhand von EBIT und EBITDA-Multiplikatoren eine Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts vor. Die beobachtbaren Multiplikatoren zeigen, dass der anzusetzende Unternehmenswert der HolidayCheck Group AG stets innerhalb dieser Bandbreiten lag. Über ein Multiplikatorverfahren kann keinesfalls eine angemessene Barabfindung angesichts der bestehenden Ungenauigkeit dieser Wertermittlung begründet werden. Jedoch können die daraus gewonnenen Erkenntnisse sehr wohl zur Plausibilisierung des mit Hilfe der Ertragswertmethode gefundenen Barabfindung herangezogen werden (vgl. Böcking/Rauschenberg in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 2.52), was vorliegend auch geschah. Der Unternehmenswert liegt innerhalb einer Bandbreite der Werte, die für EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren ermittelt wurde. Auf der Basis von Daten des Finanzdienstleisters S & P Capital IQ mit aktuell verfügbaren Analystenschätzungen ermittelten sie bei den EBITDA-Multiplikatoren unter Außerachtlassung negativer Multiplikatoren eine Bandbreite zwischen € 205,534 Mio. und € 391,454 Mio. sowie bei EBIT-Multiplikatoren eine Spanne zwischen € 240,181 Mio. und € 421,639 Mio., weshalb sich daraus keine Anhaltspunkte für eine unangemessen niedrige Barabfindung herleiten lassen.

- (2) Bei der Entscheidungsfindung konnte auch auf das Bewertungsgutachten

von zurückgegriffen werden. Es kann im Wege der freien Beweiswürdigung durch die Kammer verwertet werden, wobei sich die Kammer bewusst ist, dass es hierbei um den Vortrag eines Beteiligten geht. Da die Erkenntnisse der Bewertungsgutachter von den Vertragsprüfern einer umfassenden Überprüfung unterzogen wurden, hat die Kammer allerdings keinen Zweifel an ihrer Richtigkeit, zumal sie sich in das Gesamtbild des zu bewertenden Unternehmens einfügen.

- b. Die Vorlage weiterer Unterlagen zur Planung und Bewertung war ebenso wenig anzuordnen wie die Vorlage der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.

- (1) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Düsseldorf AG 2021, 25, 27; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; LG Frankfurt AG 2022, 548, 552 = Der Konzern 2022, 435, 439; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 67; Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Einen derartigen Vortrag zur Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichenden

de Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

- (2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von \_\_\_\_\_ sowie der Vertragsprüfer von \_\_\_\_\_ vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur LG Frankfurt AG 2022, 548, 552 = Der Konzern 2022, 435, 439; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 22; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780). Ob dem mit Blick auf §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.10.2024, § 7 SpruchG Rdn. 10), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670,

671 f.; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Dorn in: Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 67; Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.10.2024, § 7 SpruchG Rdn. 10; Klöcker/Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

- (3) Auch besteht kein Anspruch auf Vorlage des Darlehensvertrages zwischen der HolidayCheck Group AG und Die Antragsteller erhielten Informationen über die Verzinsung des Darlehens im Jahr 2021 spätestens im Verlauf der mündlichen Verhandlung durch den Hinweis auf die Anlehnung an die Euro Short Term Rate. Vor allem aber ist der Zinssatz für die Zukunft der Detailplanungsphase nicht entscheidungserheblich, nachdem die Darlehensforderung bewertungstechnisch als Folge einer angenommenen Kündigung ausgeschüttet und als nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert berücksichtigt wurde. Die Höhe der Darlehensvaluta kannten die Minderheitsaktionäre bereits aufgrund der entsprechenden Ausführungen im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfungsbericht. Aus dem Vortrag der Antragsteller ist nicht erkennbar, inwieweit weitere Informationen entscheidungserheblich sein könnten.

### C.

Die zulässigen Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs sind nicht begründet, weil der von der Hauptversammlung beschlossene Ausgleich von € 0,22 brutto je Aktie angemessen ist.



1. Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Beherrschungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehende Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Aufgrund von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss die Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zusichern, der nach der bisherigen Ertragslage und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angenommener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden kann.

Anders als die Abfindung ersetzt der Ausgleich aber nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende. Maßgeblich ist für seine Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft als unabhängiges, durch einen Beherrschungsvertrag nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ 156, 57, 60 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 = DB 2003, 2168, 2169 = DNotZ 2004, 71, 72 – Ytong; Veil/Preisser in: BeckOGK AktG, Stand: 1.7.2023, § 304 Rdn. 58). Als wirtschaftlicher Gewinn ist auch betriebswirtschaftlich der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. Demzufolge ist den Minderheitsaktionären der voraussichtlich verteilungsfähige, durchschnittliche Bruttogewinnanteil als feste Größe zu gewähren, von dem die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung zuzüglich Solidaritätszuschlag in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Diese Auslegung des Begriffs des zuzurechnenden durchschnittlichen Gewinnanteils wird den verfassungsrechtlichen Anforderungen gerecht, wonach der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung durch den Ausgleich wirtschaftlich voll entschädigt werden muss (vgl. nur grundsätzlich BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3770 f. = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = BB 1999, 1778, 1780 = DB 1999, 1693, 1694 f. = JZ 1999, 942, 943 = DNotZ 1999, 831, 833 – DAT/Altana). Dieses Verständnis trägt dem Wesen des Ausgleichs als Substitution der ordentlichen Dividende am besten Rechnung, weil der Aktionär stets den zur Ausschüttung bereit gestellten Bruttogewinn abzüglich der jeweils geltenden gesetzlichen

Steuerbelastung des Unternehmens erhält (vgl. BGHZ 156, 57, 61 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 f. = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 f. = DB 2003, 2168, 2169 f. = DNotZ 2004, 71, 72 f. – Ytong; OLG München AG 2008, 28, 32 f. = BB 2007, 2395, 2400; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Ebenso wie die Abfindung kann indes auch der Ausgleich nur durch gerichtliche Schätzung im Sinne des § 287 ZPO ermittelt werden, weil auch hier Prognosen über die künftige Entwicklung anzustellen sind, die naturgemäß noch nicht feststehen und folglich mit Unsicherheiten behaftet sind. Angesichts der theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragserwartungen der Gesellschaft bestehen keine Bedenken, wenn die Ausgleichsforderung üblicherweise durch Verrentung des ermittelten Unternehmenswertes errechnet wird (vgl. BGHZ 156, 57, 63 = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = WM 2003, 1859, 1862 = BB 2003, 2083, 2085 = DB 2003, 2168, 2169 – Ytong; OLG München AG 2007, 287, 291; 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Diese Überlegungen rechtfertigen es, bei der Ermittlung des Ausgleichs grundsätzlich den mit Hilfe der Ertragswertmethode errechneten Ertragswert als Basis heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 834 f. = Der Konzern 2011, 427, 438 f.; OLG Düsseldorf AG 2017, 584, 588; Veil/Preisser in: BeckOGK AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 58).

2. Der angesetzte Verrentungszinssatz von 5,04 % nach persönlichen Steuern bedarf keiner Korrektur.
  - a. Dabei kann nicht der volle Zinssatz wie bei der Ermittlung der Abfindung angesetzt werden; vielmehr musste ein Mischzinssatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden. Mit diesem Ansatz wird der für den garantierten Ausgleichsbetrag abnehmenden Risikostruktur Rechnung getragen. Das Risiko des garantierten Ausgleichs liegt unter dem normalen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung, weshalb ein risikoangepasster Verrentungszinssatz herangezogen werden muss. Angesichts ei-

ner im Vergleich zum Bewertungsstichtag geänderten Risikostruktur ist es sachgerecht, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisierungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden. Auch wenn der Ausgleich die Dividendenzahlung substituiert, liegt eine andere Risikostruktur vor, weil die Zahlung einer Dividende – anders als der feste Ausgleich – unsicher ist, wohingegen bei der Ausgleichszahlung die Minderheitsaktionäre im Wesentlichen während der Laufzeit des Vertrages dem Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin des Angebots sowie der Auszahlung durch nachteilige Weisungen, die aufgrund von § 308 Abs. 1 AktG zu befolgt werden müssen, ausgesetzt sind. Die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz ist demgemäß nicht geboten und ergibt sich auch nicht aus dem Zweck des Ausgleichs. Dieser verfolgt nämlich das Ziel, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der ohne den Beherrschungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und demzufolge risikobehaftet, was sich bei der Unternehmensbewertung im Kapitalisierungszinssatz darstellt. Demgegenüber ist der Ausgleichsbetrag vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert. Daher besteht tatsächlich ein geringeres Risiko für den Minderheitsaktionär, das sich dann auch entsprechend allgemein anerkannter betriebswirtschaftlicher Grundsätze in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen muss. Anderenfalls würde die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz auf längere Sicht bei dem risikoärmeren Ausgleich zu einem voraussichtlich höheren Ergebnis führen als die Minderheitsaktionäre bei Erhalt der Dividende ohne den Beherrschungsvertrag erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung eines Mischzinssatzes Rechnung (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731 f.; OLG Frankfurt AG 2013, 647, 651; Stephan in Schmidt/Lutter, a.a.O., § 304 Rdn. 103; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 56; Maul DB 2002, 1423, 1425; im Ansatz auch Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 207 ff.).

b. Für die Ermittlung des Verrentungszinssatzes existiert keine bestimmte Regel, die zu einem einzig richtigen Ergebnis führt. Vielmehr muss die Regel, nach der dieser Zinssatz ermittelt wird, den Bewertungszielen entsprechen, in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und praktisch gebräuchlich sein (vgl. BGHZ 207, 114, 126 f. und 128 = NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 140 = ZIP 2016, 110, 114 = WM 2016, 157, 162 = BB 2016, 304, 305 = MDR 2016, 337, 338 = Der Konzern 2016, 88, 91 und 92 = NJW-RR 2016, 231, 235; ZIP 2023, 795, 802 = WM 2023, 714, 721 = DB 2023, 953, 960 = Der Konzern 2023, 217, 224).

(1) Der Verrentungszinssatz wurde hier sachgerecht entsprechend der in der Bewertungspraxis vorherrschenden Methode über den Basiszinssatz und dem hälftigen Risikozuschlag abgeleitet (vgl. OLG München AG 2018, 753, 757 f. = Der Konzern 2019, 277, 284; AG 2008, 28, 32 = BB 2007, 2395, 2400; OLG Frankfurt AG 2015, 241, 246 f. = Der Konzern 2016, 240, 254; AG 2014, 822, 828; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., § 12 Rdn. 278; Popp WPg 2018, 244, 248). Damit wird vorliegend das soeben beschriebene Insolvenz- und Auszehrungsrisiko des garantierten Ausgleichsbetrages sachgerecht abgebildet.

(2) Die hiergegen vorgebrachten Einwände vermögen nicht zu überzeugen und rechtfertigen keine Erhöhung des Verrentungszinssatzes.

(a) Dies gilt namentlich für die Annahme, der Verrentungszinssatz müsse erhöht werden, weil das Insolvenzrisiko bzw. ein laufzeitangepasster Credit Spread der Antragsgegnerin auf der Basis langfristiger Anleihen bzw. langfristiger Kredite abzuschätzen sei. Die Ausgleichszahlung kann nämlich nicht additiv aus den Finanzierungskosten der Muttergesellschaft und einen Zuschlag für das Ausfallrisiko im Laufe des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ermittelt werden. Dies würde zu einer Doppelerfassung von Risiken führen.

Zwar wird diese Auffassung in der Literatur und auch in der Bewertungspraxis vertreten, wonach bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ohne eine Klausel, wonach im Falle der Been-

digung des Vertrages der Abfindungsanspruch wieder aufleben soll, die ungesicherten Fremdkapitalkosten nochmals um eine Risikoprämie zu erhöhen seien (vgl. Frank/Muxfeld/Galle CF 2016, 446, 451 ff.). Dabei ist insbesondere zu beachten, dass in der Situation, bei der sich die abzuführenden Mittel auf der Ebene der beherrschten Gesellschaft befinden, es eine Hauptforderung des Aktionärs als einfache Insolvenzforderung gibt, die bei Realisierung in die Masse fließen und die Minderheitsaktionäre über eine einfache Insolvenzforderung quotal befriedigt würden. Liegen die liquiden Mittel dagegen auf der Ebene der Muttergesellschaft, haben die Minderheitsaktionäre eine einfache Insolvenzforderung, aber keinen dinglichen Anspruch auf die Garantiedividende. Indes wird der Insolvenzverwalter dann Beteiligungen und Assets in der Insolvenzmasse verwerten. Zudem muss auch die Möglichkeit der Kündigung des Unternehmensvertrages durch den Vorstand der beherrschten Gesellschaft in die Betrachtung einfließen, die in § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG geregelt ist. Im Falle der voraussichtlichen Leistungsunfähigkeit des anderen Teils steht dem Vorstand der beherrschten Gesellschaft ein Recht zur außerordentlichen Kündigung des Unternehmensvertrages zu, weshalb dann aber der normale Dividendenanspruch gegen die vormals beherrschte Gesellschaft wieder auflebt. Auch wenn es sich bei der außerordentlichen Kündigung um eine unternehmerische Entscheidung des Vorstands der beherrschten Gesellschaft handelt, kann sich das damit verbundene Ermessen im Einzelfall durchaus zu einer Pflicht zur Kündigung verdichten, wenn die weitere Konzernverbindung mit dem Unternehmensinteresse unvereinbar ist (vgl. Rieger/Mutter DB 1997, 1603 ff.) – damit aber reduziert sich wiederum die Ausfallgefahr infolge einer Insolvenz der Antragsgegnerin bzw. ihrer Muttergesellschaft erheblich.

Von der Antragsgegnerin als herrschendes Unternehmen gezahlten Kreditzinsen können keinesfalls Maßstab für die Ableitung des Verrentungszinssatzes sein. Die tatsächlich gezahlten Kreditzinsen des herrschenden Unternehmens enthalten nämlich auch die Marge der

Bank, nachdem diese über die von ihr vereinnahmten Kreditzinsen ihre Kosten für die Überwachung von Krediten oder für deren Bearbeitung sowie den Gewinnanteil der Bank enthalten muss. Damit aber kann der Spread nicht nur das Risiko für das beherrschte Unternehmen, hier also die HolidayCheck Group AG, abgelten. Damit aber kann der Spread nicht nur das Risiko des beherrschten Unternehmens, hier also der HolidayCheck Group AG, abgelten.

- (b) Der vorliegend gewählte Mittelwertansatz von 5,04 % bildet das Auszehrungs- wie auch das Insolvenzrisiko hinreichend ab, nachdem es hier gerade nicht zum Wiederaufleben des Abfindungsanspruchs kommen kann, wo die betroffenen Aktionäre nahezu ausschließlich das Insolvenzrisiko trifft, das durch einen Anleihezinssatz abgebildet wird. Die hier gewählte Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung und der bewertungsrechtlichen Praxis weit verbreitet.
- (c) Die Gefahr, dass der Vorstand des Hauptaktionärs wertmindernde Maßnahmen veranlassen könnte und es dadurch zu einer Auszehrung der beherrschten Gesellschaft kommen könnte, ist zweifelsohne gegeben, wird aber auch im Verrentungszinssatz reflektiert. Hier muss nämlich auch gesehen werden, dass die Sinnhaftigkeit einer solchen Maßnahme angezweifelt werden kann. Vor allem aber hat der im Unternehmen verbleibende Aktionär auch die Chance auf eine Wert-erhöhung (vgl. BGHZ 227, 137, 151 = NZG 2020, 1386, 1390 = AG 2020, 949, 953 = ZIP 2020, 2230, 2235 = WM 2020, 2139, 2143 = DB 2020, 2399, 2404 = DZWIR 2021, 104, 108 = Der Konzern 2021, 115, 119 = DStR 2020, 2742, 2746). Von konkreten Handlungsabsichten der Antragsgegnerin zur Schädigung der Gesellschaft ist nicht auszugehen.
- (d) Mangels gegenteiliger Anhaltspunkte zum Stichtag der Hauptversammlung muss von einer unendlichen Laufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der HolidayCheck Group AG und der Antragsgegnerin ausgegangen werden. Für den Fall ei-

nes nachfolgenden Squeeze Out wären die Aktionäre aber insoweit geschützt, als der Barwert der Ausgleichszahlung die Untergrenze für die festzusetzende Barabfindung nach §§ 327 a ff. AktG. bedeutet (vgl. BGHZ 227, 137, 142 und 148 ff. = NZG 2020, 1386, 1387 ff. = AG 2020, 949, 950 ff. = ZIP 2020, 2230, 2232 ff. = WM 2020, 2139, 2140 ff. = DB 2020, 2399, 2401 ff. = DZWIR 2021, 104, 105 ff. = Der Konzern 2021, 115, 116 ff. = DStR 2020, 2742, 2743 ff.).

- (e) Die Kammer verkennt bei dem Ansatz eines Verrentungszinssatzes von gerundet 5,04 % vor Steuern nicht, dass es zulässig sein kann, diesen Zinssatz nach der Spread-Methode zu ermitteln (vgl. BGH ZIP 2023, 795, 802 = WM 2023, 714, 721 f. = DB 2023, 953, 960 = Der Konzern 2023, 217, 224). Indes hat der BGH ebenso darauf hingewiesen, dass diese Methode nicht zwingend angewandt werden müsse, nachdem auch die vorliegend gewählte Mittelwertmethode in der Praxis üblich ist, worauf bereits oben hingewiesen wurde. Sie ist jedenfalls geeignet, dass sich für den im Unternehmen verbleibenden Aktionär ergebende Insolvenzrisiko der herrschenden Gesellschaft sowie das Risiko der Auszehrung der beherrschten Gesellschaft durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens bis zur Kündigung des Beherrschungsvertrages auszudrücken, wobei namentlich aus den genannten Gründen bei der Antragsgegnerin ein deutlich erhöhtes Insolvenzrisiko nicht angenommen werden kann.
3. Auf der Basis eines Wertes von € 3,16 je Aktie ergibt sich bei dem Verrentungszinssatz von 5,04 % nach Steuern ein Ausgleich in Höhe von € 0,22 brutto, wie er von der Hauptversammlung beschlossen wurde.
- a. Die Art und Weise der Ermittlung des Ausgleichs ist nicht zu beanstanden. Die Berechnung berücksichtigt zutreffend den Ansatz, wonach ein Bruttobetrag als Ausgleich geschuldet wird. Dem kann nicht entgegengehalten werden, bei der Berechnung werde von dem Wert ausgegangen, der bereits von einer Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern ausgeht. Vorliegend wurde nämlich zur Ermittlung des festzusetzenden Bruttoausgleichsbetrages die Steuerbelastung mit

der persönlichen Einkommensteuer aufgeschlagen, wobei entsprechend der zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Steuergesetzgebung in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 a EStG ein Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde, woraus sich dann die jährliche Bruttoausgleichszahlung von € 0,22 je Aktie errechnet, wobei dieser Wert den aktuellen Basiszinssatz reflektiert. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden und ermöglicht es vor allem, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswertes zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis der oben ermittelten und dargestellten Nachsteuerwertermittlung zurückzugreifen (so ausdrücklich OLG München AG 2008, 28, 32 = BB 2007, 2395, 2399 f.; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731). Allerdings musste angesichts der Besonderheiten der steuerlichen Situation bei der HolidayCheck Group AG die üblicherweise angesetzte Steuerbelastung der Gewinne mit dem Körperschaftsteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag nicht berücksichtigt werden; ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag in Höhe von 15,825 % entfällt vorliegend, weil von dem geplanten Ergebnis der Gesellschaft keine positiven steuerlichen Bemessungsgrundlagen auf Deutschland entfallen.

- b. Mit dem Ansatz des niedrigeren Basiswerts von € 3,16 je Aktie wird nicht gegen das Verbot der *reformatio in peius* verstoßen. Dies wäre nur dann der Fall, wenn das Gericht den angebotenen Ausgleich nach unten korrigieren würde. Dies ist indes nicht der Fall. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre im Rahmen eines – wenn auch wesentlichen – Bewertungsparameters bei einzelnen Elementen, die die angemessene Kompensationsleistung ermitteln sollen, nicht schlechter gestellt zu werden, kann nicht anerkannt werden. Der Schutz der Antragsteller sowie der übrigen Aktionäre wird hinreichend dadurch gewährleistet, dass eine Herabsetzung des festgesetzten Ausgleichsbetrags im Spruchverfahren ausgeschlossen ist.

Angesichts des Verbots der *reformatio in peius* muss die Kammer nicht entscheiden, ob diesem Ansatz nicht entgegenstehen könnte, dass diese Sonderwerte auf den Ertrag keinen Einfluss haben, zumal die Ertragswertmethode von ihrer Veräußerung zum Stichtag ausgeht (so Veil/Preisser in Beck OGK AktG, Stand: 1.7.2023, § 304 Rdn. 65) oder ob mit der im Vordringen befindlichen und sehr gut begründeten Gegenauffassung von deren Berücksichtigung auszugehen



ist, nachdem auch nicht betriebsnotwendiges Vermögen ganz erheblich zum Gewinn des Unternehmens beitragen kann und die Aktionäre auch aus den sich daraus ergebenden Erträgen profitieren können (vgl. OLG München, Beschluss vom 03.12.2020, Az: 31 Wx 330/16; OLG Frankfurt AG 2015, 241, 246 = Der Konzern 2016 240, 253; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 91; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 50; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 62).

Demgemäß wird der Ausgleichsbetrag wie folgt ermittelt, wobei aus den oben genannten Gründen unter B. II. 5. dieses Ergebnis auf die überzeugenden schriftlichen und mündlichen Ausführungen der Vertragsprüfer gestützt werden konnte.

HCGAG	mit KSt, SolZ belastet	nicht mit KSt, SolZ belastet	Gesamt
<b>Ableitung der Bruttoausgleichszahlung</b>			
Unternehmenswert zum 24. Mai 2023 (in T€)	-	275.312	275.312
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	87.188.961	87.188.961	87.188.961
<b>Unternehmenswert je Aktie (in €) auf den 24. Mai 2023</b>	-	<b>3,16</b>	<b>3,16</b>
<b>Jährliche Ausgleichszahlung pro Aktie nach persönlicher Einkommensteuer und nach KSt, SolZ (in €), verrentet mit 5,04 %</b>	-	<b>0,16</b>	<b>0,16</b>
zzgl. persönlicher Einkommensteuer 26,375%	-	0,06	0,06
<b>Jährliche Nettoausgleichszahlung pro Aktie vor persönlicher Einkommensteuer und nach KSt, SolZ (in €)</b>	-	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>
zzgl. KSt und SolZ	-	-	-
<b>Jährliche Bruttoausgleichszahlung pro Aktie vor persönlicher Einkommensteuer und vor KSt, SolZ (in €)</b>	-	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>

- c. Eine Ermittlung des Ausgleichs über den Börsenkurs, wie sie in der Rechtsprechung mittlerweile gleichfalls zugelassen wird (vgl. BGH ZIP 2023, 795, 800 f. = WM 2023, 714, 719 ff. = DB 2023, 953, 958 ff. = Der Konzern 2023, 217, 222 ff.), führt zu keiner höheren Bewertung, da der Börsenkurs unter dem über die Ertragswertmethode ermittelten Abfindungsbetrag liegt und eine Verschlechterung

ausgeschlossen ist. Angesichts dessen muss die Kammer nicht entscheiden, inwieweit hier ein funktionierender Kapitalmarkt gegeben war, der tatsächlich zu einem aussagekräftigen Börsenkurs als alleinige Basis für eine marktorientierte Bewertung führt.

#### D.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist in Richtung auf die anderen Antragsteller kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung der Vertragsprüfer im Termin vom 31.8.2023 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Planannahmen wie namentlich der Entwicklung der Umsatzzahlen, der Kosten, zur Thesaurierung, sowie zum Kapitalisierungszinssatz gebracht hat.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 SpruchG.
  - (1) Nach dieser Vorschrift ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon kann vorliegend nicht ausgegangen werden, weil die Anträge in der Sache keinen Erfolg hatten. Die Kammer hält mit Blick auf die nunmehr entgegenstehende Auffassung des Oberlandesgerichts München im Beschluss vom 11.3.2020, Az. 31 Wx 341/17 (AG 2020, 440, 444

f. = ZIP 2020, 761, 762 ff. = WM 2020, 1028, 1034 ff.) an ihrer bisher vertretenen Auffassung zur Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin nicht mehr fest. Das Oberlandesgericht München begründet seine Auffassung im Wesentlichen damit, aus der Gesetzgebungsgeschichte (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 18) ergebe sich der Wille des Gesetzgebers, dass im Falle des Unterliegens die Antragsteller ihre Kosten zu tragen hätten. Eine regelmäßige Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin widerspreche danach dem Willen des Gesetzgebers, wonach die Kostentragungspflicht der Antragsteller im Falle des Unterliegens die Regel darstellen soll. Auch weist das Oberlandesgericht München neben diesem Argument darauf hin, dass mit der Verteilung verbundene Kostenrisiko sei keinesfalls existenzbedrohend – ein Rechtsschutzverlust ist mit dieser Regelung nicht verbunden, weil sich die Antragsteller im Spruchverfahren nicht zwingend anwaltlich vertreten lassen müssen und an die Antragsbegründungspflicht vergleichsweise niedrige Anforderungen zu stellen sind. Infolge der Berechnung der Anwaltsgebühren auf der Grundlage von § 31 RVG und nicht aus dem vollen Geschäftswert ist das Kostenrisiko zudem überschaubar, weshalb eine unzulässige Verkürzung des Rechtsschutzes nicht angenommen werden kann. Die allgemeiner formulierte Vorschrift des § 81 Abs. 1 FamFG findet angesichts der Spezialregelung in § 15 Abs. 4 SpruchG a.F., die im Wesentlichen der Neuregelung in § 15 Abs. 2 SpruchG entspricht, keine Anwendung. Besondere Gründe, die eine hiervon abweichende Entscheidung rechtfertigen könnten, sind vorliegend nicht erkennbar.

- (2) Der Antragsgegnerin steht indes kein Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsteller zu. Hierfür besteht keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 2 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; OLG Frankfurt AG 2012, 417, 422 = Der Konzern 2012, 199, 211; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 25.11.2024, Az. 5HK

O 11305/22 e; Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.10.2024, § 15 Rdn. 25; Wittgens in: K. Schmidt/Lutter, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21; Koch, AktG, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 6; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7 – Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), 6.Aufl., § 34 Rdn. 49).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen. Dieser ist aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters maßgeblich.

### **Rechtsbehelfsbelehrung:**

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden: