



Landgericht Berlin

Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 105/11 .SpruchG

**In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren
betreffend Abfindung und Ausgleich aufgrund des
zwischen der Frogster Interactive Pictures AG und
der Antragsgegnerin abgeschlossenen
Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages**

Beteiligte:

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin am 11. Oktober 2016 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und beschlossen:

1. Die auf Erhöhung der Barabfindung aus dem am 13. Mai 2011 abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gerichteten Anträge werden zurückgewiesen.
2. Der den Minderheitsaktionären aus dem am 13. Mai 2011 abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach § 304 AktG zustehende Ausgleich wird auf 1,40 € brutto je Stückaktie festgesetzt, entsprechend einem Nettobetrag von 1,18 € zuzüglich Solidaritätszuschlag und Körperschaftssteuer.
3. Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens zu tragen einschließlich derjenigen Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren.
4. Die Festsetzung des Gegenstandswerts bleibt einem gesonderten Beschluss vorbehalten.

Gründe:

I.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Frogster Interactive Pictures AG (nachfolgend kurz als Frogster bezeichnet) mit Sitz in Berlin. Sie begehren nach dem am 13. Mai 2011 erfolgten Abschluss eines Unternehmensvertrages zwischen der Frogster und der Antragsgegnerin die gerichtliche Bestimmung eines angemessenen Kaufpreises für den Erwerb ihrer Aktien beziehungsweise eines angemessenen Ausgleichs im Sinne der §§ 304, 305 AktG.

Der Unternehmensgegenstand der Frogster bestand im Zeitpunkt des Vertragsschlusses im Juni 2011 im Betrieb und der Vermarktung von Computerspielen im Segment der so genannten „Massively Multiplayer Online-Free-to-Play-Games“ (im Folgenden als MMOG abgekürzt), wobei sich die hauptsächlichen Märkte der Gesellschaft in Europa und Nordamerika befanden. Frogster konzentrierte sich auf „Client-based Games“, bei denen im Gegensatz zu Spielen, die ausschließlich im Webbrowser des Computers ablaufen, die Installation einer Software auf dem Computer des Spielers erforderlich ist. Umsätze für die Gesellschaft entstehen so durch Mikrotransaktionen, bei denen die Spieler gegen Zahlung virtuelle Gegenstände und Ausrüstungen erwerben. Das erfolgreichste Spiel von Frogster war der Titel „Runes of Magic“ (RoM), für das sich mehr als sechs Millionen Nutzer angemeldet haben.

Der Aufbau des Hauptgeschäftszweigs der Frogster begann erst im Jahr 2008 mit der Veröffentlichung der Titel RoM, Stone Age 2 sowie The Chronicles of Spellborn. In diesem Jahr wurde noch fast die Hälfte der Umsatzerlöse, nämlich 47,6 % aus Online-Werbeleistungen generiert. Der Anteil der MMOGs an den Umsätzen stieg dann 2009, bedingt durch den Erfolg von RoM, bereits auf 81,7 % an und lag 2010 bei 94,9 %. Die verbliebenen 5,1 % entfielen auf Einnahmen aus Werbeleistungen und den Betrieb der Onlinewelten Network GmbH.

Das Grundkapital betrug 2.900.000,00 € und war eingeteilt in 2.900.000 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien. Die Aktien waren seit Februar 2006 unter der ISIN-Nummer DE000A0F47J1 zum Handel im Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und waren darüber hinaus im elektronischen Handelssystem XETRA notiert und in den Freihandel der Börsen Berlin, Düsseldorf, München und Stuttgart einbezogen.

Antragsgegnerin und Hauptaktionärin der Frogster war die im Jahr 2006 aus der entstandene mit Sitz in Karlsruhe, bei der es sich um eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft handelt. Ihr Grundkapital beträgt 208.927,00 EUR bei Umsätzen in Höhe von mehr als 100 Mio. EUR. Die Aktien befinden sich im Besitz von sechs Gesellschaften und eines Einzelaktionärs, wobei Hauptaktionärin mit einem Anteil von 66,4 % am Grundkapital die ist. Die war beziehungsweise ist im selben Marktbereich wie Frogster tätig, bietet jedoch neben Client-based Games im Bereich MMOG F2P auch Browsergames an. Der Spielerstamm beträgt über 200 Millionen.

Im Rahmen eines (nachgebesserten) freiwilligen Übernahmeangebots für die Aktien der Frogster bot die Antragsgegnerin im September 2010 den Erwerb von Aktien der Frogster für 27,50 EUR je Stückaktie an. Bei einer Barkapitalerhöhung im Juni 2010 waren noch 17,00 EUR je Aktie gezahlt worden.

Die Hauptversammlung der Frogster stimmte am 28. Juni 2011 dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin zu. Diese bot den Minderheitsaktionären der Frogster im Gegenzug an, deren Stückaktien zu einem Preis von 26,00 € zu erwerben. Für diejenigen außenstehenden Aktionäre, die Mitglieder der Gesellschaft bleiben wollten, setzte die Antragsgegnerin die Ausgleichszahlung auf 0,90 € brutto je Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr fest. Die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung war zuvor von dem durch das Gericht bestellten Prüfer bestätigt worden.

Die Antragsteller sind der Auffassung, dass die von der Antragsgegnerin für die Aktien der Frogster angebotene Abfindung beziehungsweise der angebotene Ausgleich zu niedrig sind.

Sie vertreten zum Teil die Auffassung, dass der von der Antragsgegnerin im Rahmen des freiwilligen Übernahmeangebots gezahlte Kaufpreis von 27,50 EUR je Stückaktie der Frogster die Untergrenze der zu leistenden Abfindung darstellen müsse.

Eine Erhöhung der Abfindung ergebe sich auch unter Berücksichtigung des Börsenkurses, der tatsächlich eher bei 28,00 EUR gelegen habe. Nach Analystenschätzungen habe sich die zu erwartende, realistische Bandbreite der Aktie sogar im Bereich zwischen 31,00 EUR und 39,00 EUR bewegt.

Die der Bewertung zugrunde gelegte Planung wird als anlassbezogen kritisiert. Zudem würden der Vorstand der Frogster und derjenige der Antragsgegnerin von denselben Personen dominiert, so dass von einer Eigenständigkeit nicht die Rede sein könne.

Hinsichtlich der Ertragswertermittlung wenden die Antragsteller unter anderem ein, dass die der Abfindung zugrunde gelegte Unternehmensplanung zu pessimistisch sei, da sie die sehr guten Wachstumsaussichten des Marktes für Onlinespiele, und hier insbesondere in der zunächst kostenlosen Variante „F2P“, nicht ausreichend berücksichtige. Insoweit werde die weitere Geschäftsentwicklung systematisch unterschätzt, wobei ein Artikel in der Börsen-Zeitung davon ausgehe, dass zwischen 2010 und 2014 ein Wachstum des Marktvolumens von 6,3 auf 10,7 Mrd. USD stattfinden würde. Die entsprechende Dynamik zeige sich auch daran, dass die Spielerzahlen beim Erfolgstitel der Frogster, Runes of Magic, von Anfang des Jahres 2009 bis zum Stichtag von 300.000 auf 4 Millionen angestiegen seien. Die zum Stichtag vorliegenden Zahlen für das erste Halbjahr 2011 überträfen die Planungsprognosen deutlich, so dass bereits hieran die fehlende Plausibilität der Planung abgelesen werden könne. Mit der Markteinführung der Spiele „TERA“, „Mythos“ und „Projekt X“ sei mit einer Vervielfachung der bisherigen Ergebnisse der Gesellschaft zu rechnen. Insbesondere bei „TERA“ handele es sich voraussichtlich um einen ähnlichen Blockbuster wie „World of Warcraft“.

Im Geschäftsbericht der Gesellschaft für das Jahr 2010 gehe Frogster – unter Bezugnahme auf die von verwendete Studie von PwC – selbst von anderen, höheren Steigerungsraten aus. Insoweit sei auch die Studie von KZero heranzuziehen, welche für Onlinespiele in den Jahren 2009 bis 2013 Wachstumsraten von bis zu 62% prognostiziere. Auch die Gesellschaft habe diese Zahlen als maßgeblich kommuniziert und sehe sich nach eigenen Angaben noch relativ am Beginn des für Online-Spiele erwarteten Wachstumsschubs. Diesbezüglich verweist eine Mehrzahl von Antragstellern auf ein im Internet aufrufbares Interview des Vorstands Gerlinger gegenüber dem DAF. Durch den prognostizierten Anstieg der Nutzer von Online- und Browserspiele allgemein und virtueller Zusatzinhalte im Besonderen sei die Frogster in der Lage, das geplante Wachstum bereits ohne die Einführung neuer Spiele zu realisieren.

Onlinespiele böten auf Spielerseite vor allem wegen des kostenlosen Einstiegs ein besonderes Wachstumspotenzial. Bei den von der Gesellschaft betriebenen Spielen handele es sich zudem um eine für den Nutzer günstige Unterhaltungsform, welche damit nur wenig konjunkturabhängig sei.

Ein weiteres Wachstum der Gesellschaft sei über Frogster Pacific auch auf dem asiatischen Markt möglich. Das entsprechende Potenzial sei in der Planung ebenso unzutreffend nicht berücksichtigt worden wie der naheliegende Einstieg in das Segment der Browserspiele.

Die in der Planung ansteigende Materialaufwandsquote sei nicht nachvollziehbar. Beim Verkauf virtueller Güter fielen abseits von Lizenzgebühren keine weiteren Kosten an.

Insbesondere sei im Rahmen des für 2011 geplanten deutlichen Anstiegs der Personalkosten nicht zu erkennen, aus welchen Gründen das Spiel TERA personalintensiver sein solle als die sonstigen im Portfolio der Gesellschaft enthaltenen Titel. Die in der Planung angenommenen Steigerungsraten der Kosten je Mitarbeiter in Höhe von 12,5 % pro Jahr könnten nur als exorbitant überzogen bezeichnet werden. Die wirtschaftlichen Belastungen durch die bereits zugeteilten Aktienoptionen dürften nicht mehr im zukünftigen Personalaufwand berücksichtigt werden, da Rückstellungen bereits im Jahr der Zuteilung hätten gebildet werden müssen.

In sämtlichen Aufwandspositionen werde die hochgradige Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der Frogster nicht ausreichend berücksichtigt.

Die Abschreibungen seien wegen der viel zu kurz unterstellten Nutzungsdauer der Lizenzen zu hoch angesetzt. Das Kündigungsrisiko durch den Hersteller nach Ablauf der Erstlizenz sei als gering einzustufen, da kein schneller Neuaufbau des Kundenstamms durch ein Drittunternehmen möglich sei.

Der Detailplanungszeitraum sei zu kurz, da die Ergebnisse des Jahres 2014 angesichts der Wachstumsraten ab 2009 nicht als nachhaltig angesehen werden könnten. Zudem sei der in der Planung angenommene gravierende Wachstumsrückgang in 2014 angesichts des extremen Umsatzwachstums zwischen 2008 und 2010 nicht plausibel. Eine Marktsättigung sei – auch ausgehend von den vorliegenden allgemeinen Marktprognosen – allenfalls für das Jahr 2020 zu erwarten. Eine Wachstumsgrenze sei nicht ersichtlich, zumal es sich bei der Frogster größtenteils noch um ein „Leichtgewicht“ der Branche handele.

Vor diesem Hintergrund bestehe auch kein plausibler Grund für den in der Planung angenommenen Rückgang der Rohertragsquote von 70 % im Jahr 2008 auf nur noch 59 % in der ewigen Rente.

Offensichtlich fehlerhaft seien auch die in der Planung angenommenen Ausschüttungsquoten, da die Gesellschaft in der Vergangenheit keine Ausschüttungen vorgenommen habe und das geplante Wachstum Liquiditätsrisiken mit sich bringe. Die Unternehmen der Peer Group könnten nicht als Maßstab für das Ausschüttungsverhalten eines inländischen Softwareunternehmens herangezogen werden.

Schließlich sei angesichts der hohen Eigenkapitalquote der Frogster ein Teil der in der Planung ausgewiesenen Liquidität als nicht betriebsnotwendig zu qualifizieren und könne daher ausgeschüttet werden.

Die Antragsteller machen weiter geltend, dass Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor zu hoch seien:

Vom ermittelten Basiszins sei ein Abschlag vorzunehmen, da Staatsanleihen der Bundesrepublik wegen der Existenz von CDS nicht als sicher gelten könnten.

Die in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie sei zu hoch, wobei eine Anwendung des TAX-CAPM wegen der damit verbundenen fehlerhaften Annahmen ohnehin abzulehnen sei.

Für den Betafaktor müsse auf die originären Werte der Gesellschaft zurückgegriffen werden, deren angeblich fehlende Signifikanz in den vorliegenden Gutachten nicht nachvollziehbar dargelegt sei. Der Betafaktor sei daher mit allenfalls 0,5 anzusetzen. Die von Bewertungsgutachterin und Prüfer herangezogene Peer Group sei fehlerhaft, da die ihr angehörenden Unternehmen mit Frogster nicht vergleichbar seien. Dies zeige sich schon an dem Umstand, dass es sich überwiegend um asiatische Unternehmen handele, obwohl die Gesellschaft in diesem geografischen Raum lediglich 3 % ihrer Umsätze erziele. Auch die Bandbreite der für die Peer Group Unternehmen ermittelten Betafaktoren zeige die fehlende Eignung. Die Auswahl der Vergleichsunternehmen berücksichtige weiterhin nicht, dass es sich bei Frogster um ein von der Antragsgegnerin dominiertes Unternehmen handele.

Schließlich entspreche die für das nachhaltige Wachstum eingestellte Sonderthesaurierung nicht dem Stand der betriebswissenschaftlichen Erkenntnisse. Auch sei der Anfall einer fiktiven Steuerbelastung auf die thesaurierten Gewinne empirisch nicht belegt.

Den Minderheitsaktionären stünden auch Schadensersatzansprüche wegen des von der Antragsgegnerin verursachten Anlagenotstandes zu.

Die Ermittlung der Höhe der Ausgleichszahlung sei grob fehlerhaft, da sie sich am Risiko des Fremdkapitalgebers orientiere. Eine Risikoadjustierung sei wegen der kurzen Laufzeit des Unternehmensvertrages nicht geboten. Jedenfalls sei wegen der Rechtsprechung des BGH der volle Kapitalisierungszinssatz zu verwenden.

Die Antragsgegnerin hält sämtliche von den Antragstellern vorgetragene Beanstandungen für nicht zutreffend und verweist auf die ihrer Auffassung nach zutreffenden Ergebnisse von Bewertungs- und Prüfgutachten.

Die Antragsgegnerin macht insbesondere geltend, dass es sich bei der Planung, welche der Bewertung zugrunde gelegt worden ist, nicht um eine anlassbezogene Planung gehandelt habe. Bis in das Jahr 2010 hinein habe es sich bei dem Titel „Runes of Magic“ – RoM um das einzige Produkt von Frogster gehandelt, so dass der Vorstand die Aufstellung einer Planung nicht für erforderlich gehalten habe. Erst für die Zeit ab 2011 sei durch die Ausweitung des Spiele-Portfolios eine neue Situation entstanden.

Der Vorwurf der zu negativen Planung treffe nicht zu, da die existierenden Studien zur Entwicklung von Online-Spielen nicht ausschließlich das von Frogster allein bediente Segment der MMORPGs betreffen. Bei isolierter Betrachtung der Kernmärkte Europa und Nordamerika lägen die Wachstumsannahmen oberhalb des prognostizierten Branchenwachstums. Soweit von Antragstellerseite Aussagen aus dem Geschäftsbericht der Frogster für 2010 zitiert würden, seien diese jeweils aus dem Zusammenhang gerissen und widersprächen nicht der Planung. Die Planung berücksichtige auch die zunehmende Verbreitung von Breitbandanschlüssen, da sonst der Erwerb eines 20 GB großen Clients per Download nicht hätte unterstellt werden können (TERA). Auf das für Asien erwartete Wachstum könne es nicht ankommen, da die von Frogster erworbenen Lizenzen auf die Nutzung in Europa und Nordamerika beschränkt seien.

Darüber hinaus habe sich schon im ersten Planjahr 2011 gezeigt, dass die Annahmen deutlich zu optimistisch gewesen seien. So seien die Erlöse für RoM wegen der wachsenden Konkurrenz und der „Ermüdung der Spielerbasis“ eingebrochen. Der Titel „Mythos“ habe wegen Erfolglosigkeit nach nur sieben Monaten wieder eingestellt werden müssen während sich die Markteinführung von „TERA“ nach hinten verschoben habe. Diese und weitere Effekte hätten dazu geführt, dass die Umsatzziele um 36 % verfehlt worden seien und sich ein negatives EBIT in Höhe von 6,8 Mio. EUR ergeben habe. Das starke Wachstum in den Vorjahren sei ausschließlich der erfolgreichen Einführung von RoM geschuldet gewesen. Eine Wiederholung dieser Entwicklung sei schon aufgrund des gestiegenen Wettbewerbs ausgeschlossen.

Entgegen der Auffassung der Antragsteller sei die Detailplanungsphase nicht zu kurz gewählt, da die Gesellschaft an deren Ende über ein breites Portfolio an MMOG-Lizenzen in unterschiedlichen Phasen des Lebenszyklus verfüge. Soweit einige Antragsteller den Titel „Project X“ vermissten, sei dieser bereits vor dem Bewertungsstichtag eingestellt worden. Es sei mit keinen längeren Laufzeiten als vorgesehen zu rechnen, da die Lizenzen von den Herstellern der Titel zunächst nur

für 4 bis 5 Jahren vergeben würden. Dies gelte auch für RoM, wo erst nachträglich eine Verlängerung auf 8 Jahre erreicht worden sei. Insoweit sei zu auch berücksichtigen, dass nach der Erfahrung des Vorstands der Frogster spätestens ab dem fünften Jahr auf dem Markt die Umsatzerlöse absinken würden.

Auf die Einschätzung einzelner Analysten zur weiteren Entwicklung der Gesellschaft und deren Parameter, deren Auffassung sich der Vorstand nicht zu eigen gemacht habe, könne es nicht ankommen.

Die Antragsteller übersähen, dass das Geschäftsmodell als Lizenzpublisher nur eine geringe Skalierbarkeit aufweise, da alle Materialaufwendungen umsatzabhängig seien. Die von der Frogster abgeschlossenen Lizenzverträge sähen regelmäßig vor, dass die von der Gesellschaft zu leistenden umsatzabhängigen Zahlungen bei Überschreiten bestimmter Schwellen um mehrere Prozentpunkte anstiegen. Skaleneffekte seien nur bei Personal-, Hardware- und Marketingkosten zu verzeichnen, wobei der Umfang der Marketingaufwendungen zum Teil vertraglich vereinbart sei. Die in der Planung vorgesehene Ausweitung des Spieleportfolios erfordere die Einstellung neuer Mitarbeiter und eine Ausweitung der Servertechnik. Insbesondere TERA bedinge als Premiumprodukt einen höheren Betreuungsaufwand..

Soweit einige Antragsteller Zuflüsse aus Förderprogrammen vermissten, seien diese sämtlich ausgelaufen.

Die Berechnung des Wertbeitrages für die ewige Rente sei zutreffend erfolgt. Die verbliebenen steuerlichen Verlustvorträge seien annuitätisch bis zu deren Verbrauch verrechnet worden. Die Personalaufwendungen seien um Aktienoptionspläne bereinigt worden. Die nach der Planung in den Jahren 2010 bis 2012 thesaurierten Mittel würden zur Wachstumsfinanzierung benötigt. Ab dem Jahr 2013 seien dann die wesentlichen Investitionen in den Aufbau des Spieleportfolios abgeschlossen, so dass die schrittweise Einführung einer Dividende geplant sei. Die getroffenen Ausschüttungsannahmen seien sachgerecht, ein nachhaltiges Ausschüttungsniveau der Vergleichsunternehmen lasse sich nicht ermitteln.

Eine Ausweitung der Detailplanungsphase über das Jahr 2013 hinaus sei nicht erforderlich, da sämtliche Wachstumseffekte in vollem Umfang erfasst würden.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen existiere nicht, da die vorhandenen liquiden Mittel zur Wachstumsfinanzierung benötigt würden. Dies gelte auch für die nach der Planung in den Jahren 2011 und 2012 thesaurierten Gewinne.

Die angenommenen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes seien angemessen. Insbesondere könne der eigene Betafaktor der Gesellschaft nicht herangezogen werden, da dieser erst ab dem Jahr 2009 die gegenwärtige Ausrichtung des Geschäftsmodells widerspiegele und der beobachtbare Zeitraum damit zu kurz sei, um eine hinreichende Datenbasis zu liefern. Der im Bewertungsgutachten erfolgte Rückgriff auf eine internationale Peer Group sei eine seriöse Methode zur Ableitung des künftigen Risikos.

Der Wachstumsabschlag sei nicht höher anzusetzen, da neben dem rein inflationsbedingten Wachstum die in der Planung vorgesehene Teilthesaurierung von Gewinnen zu berücksichtigen sei. Diese führe zu einer impliziten Gesamtwachstumsrate oberhalb von 6 %.

Auch der Ausgleich sei zutreffend berücksichtigt. Diesbezüglich sei entscheidend, dass die Ausgleichszahlung während der vierjährigen Laufzeit des Unternehmensvertrages einem geringeren Risiko unterliege als die Dividende. Dieses entspreche wegen des vertraglich geregelten Andienungsrechts nach dem Vertragsende einer Unternehmensanleihe der Antragsgegnerin.

Die Kammer hat nach Anhörung des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens der . Wegen des Beweisthemas wird auf den Beschluss vom 29. April 2013, wegen des Ergebnisses auf das Gutachten vom 7. Mai 2015 sowie die ergänzenden Ausführungen der Sachverständigen vom 25. Februar 2016 verwiesen.

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge waren zulässig.

1. Die Anträge sämtlicher am Verfahren noch beteiligter Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bei Gericht eingegangen. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Stichtag liegenden Datum lauten, waren die Antragschriften vorab per Telefax eingereicht worden.

2. Darüber hinaus hat die ganz überwiegende Mehrzahl der Antragsteller ihre Antragsberechtigung gemäß § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG durch die Vorlage von

Bankbescheinigungen belegt, welche den Aktienbesitz im Zeitpunkt des Eingangs ihrer Spruchverfahrensanträge bei Gericht bestätigen. Die Antragsgegnerin hat im Übrigen die Aktionärseigenschaft der das Verfahren betreibenden Antragsteller nicht bestritten, so dass eine weitere Überprüfung von Amts wegen nicht erforderlich war.

B. Begründetheit der Anträge

Die auf Erhöhung von Barabfindung und Ausgleich gerichteten Anträge hatten in der Sache zum Teil Erfolg. Die den Minderheitsaktionären nach dem Unternehmensvertrag zugebilligte Kompensation von 26,00 € je Stückaktie stellt noch einen angemessenen Gegenwert für den Verlust des Aktieneigentums dar. Zwar ergibt sich auf der Grundlage des Gutachtens der gerichtlichen Sachverständigen unter Berücksichtigung der nach Auffassung der Kammer notwendigen Korrekturen ein Ertragswert je Aktie der Frogster in Höhe von 26,52 €. Da dieser Betrag jedoch nur unerheblich von der Abfindung abweicht, welche die Minderheitsaktionäre erhalten haben, war eine Anhebung im Spruchverfahren nicht geboten. Gleiches gilt für den von der Antragsgegnerin auf 0,90 € brutto festgesetzten Ausgleich für den durch den Unternehmensvertrag bedingten Übergang von Gewinnbezugsrechten auf die Antragsgegnerin. Hier war eine Erhöhung auf ... € angezeigt.

1. Verfahrensrügen und -anträge

a) Die insbesondere von den Antragstellern zu 12), 13) sowie 17) bis 19) erhobene Rüge im Hinblick auf eine behauptete Mangelhaftigkeit der Prüfung durch den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer ging fehl beziehungsweise war überholt.

aa) Gegen die vom Vertragsprüfer gemeinsam mit der Bewertungsgutachterin vorgenommene Parallelprüfung waren keine grundsätzlichen Einwände zu erheben. Sie konnte insbesondere nicht zu einer Entwertung des Prüfungsgutachtens in dem Sinne führen, dass es als nicht erstattet anzusehen wäre. Der Bundesgerichtshof hat in einer Grundsatzentscheidung aus dem Jahr 2006 festgestellt, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit sind erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitsentscheidungen erstreckt (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544). Eine solche Tätigkeit der Prüferin war aber ebenso wenig ersichtlich wie eine unzulässige Einflussnahme der hiesigen Antragsgegnerin auf deren Tätigkeit.

bb) Auch im Übrigen war die Tätigkeit von _____ nicht zu beanstanden. Nach § 327b Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 293e Abs. 1 AktG hat der Prüfer ein Urteil darüber abzugeben, ob die vom Hauptaktionär angebotene Barabfindung angemessen ist. Die Prüfung hat damit ergebnisorientiert zu erfolgen, wobei sich § 293e Abs. 1 AktG für den Inhalt des Prüfberichts darauf beschränkt, Angaben zu den verwendeten Methoden, zur Angemessenheit deren Anwendung sowie zu eventuellen besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung zu verlangen. Diese Anforderungen werden durch das vorliegende Gutachten erfüllt. Einer näheren Begründung bedarf es lediglich hinsichtlich der Angemessenheit der angewandten Methode. Aus diesem Umstand folgert die überwiegende Meinung, dass der gerichtlich bestellte Prüfer keine eigene Unternehmensbewertung durchzuführen hat, sondern eine Plausibilitätskontrolle der ihm vorgelegten Bewertung ausreichend ist (vgl. etwa Langenbacher in Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., Rz. 4 zu § 293e AktG). Zwar sollen sich die Aktionäre ein eigenes Urteil bilden können, dessen Basis ist jedoch der Bericht des Vorstandes nach § 293a AktG, während sich der Prüfungsbericht als Ergebnisbericht letztlich auf ein Rechtmäßigkeitsurteil beschränkt (vgl. Hüffer/Koch, AktG, 12. Aufl., Rz. 6 zu § 293e AktG). Vor diesem Hintergrund sind die gesetzlichen Anforderungen durch das Gutachten der Barabfindungsprüferin übererfüllt worden, da es sich nicht auf eine bloße Plausibilitätskontrolle der Arbeiten von _____ beschränkt, sondern in erheblichem Umfang eigene Prüfungsfeststellungen enthält.

cc) Im Übrigen waren etwaige Mängel des Prüfgutachtens nicht geeignet, sich auf das Ergebnis dieses Verfahrens auszuwirken, da sich die Kammer für die maßgeblichen Tatsachenfeststellungen insoweit im Wesentlichen durch die von der gerichtlichen Sachverständigen _____ gewonnenen Erkenntnisse hat leiten lassen.

dd) Die grundsätzliche Kritik vor allem der Antragsteller zu 36) bis 39) an der gerichtlichen Sachverständigen vermochte die Kammer nicht nachzuvollziehen.

Zwar ist es zutreffend, dass die Sachverständige auch im Rahmen des dem hiesigen Unternehmensvertrag zeitlich nachfolgenden Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Frogster mit dem Konzern und dessen Bewertung befasst war. Insoweit war jedoch nicht ersichtlich, wie aus diesem Umstand eine Voreingenommenheit der Sachverständigen im Hinblick auf die Bewertung im vorliegenden Fall hätte folgen können. Das im anderen Verfahren gewonnene Ergebnis kann hier schon aus dem Grunde nicht „verteidigt“ werden, dass die Bewertung der Frogster im Zeitpunkt des so genannten Squeeze Out auf einen zwei Jahre später liegenden Stichtag mit einem entsprechend veränderten Erwartungshorizont bezogen war.

b) Den weiteren Anträgen der oben genannten Antragsteller auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin, war durch die Kammer nicht nachzugehen.

aa) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

bb) Zum ändern muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der im Einzelnen fehlenden Begründungen für die offensichtlich schematisiert gestellten Vorlagebegehren.

2. Abfindung nach § 305 AktG

Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Unternehmensvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen der außenstehenden Aktionäre deren Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Angemessen in diesem Sinne ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

3. Wertermittlung

Die Unternehmensplanung der Frogster Interactive Pictures AG war trotz der von Seiten der Antragsteller geäußerten Kritik und Bedenken geeignet, als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu dienen. Wesentliche Mängel der vorgelegten Planung oder eine bewusste Manipulation zu Lasten der außenstehenden

Aktionäre durch eine unzulässige Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips waren nach den Feststellungen der gerichtlichen Sachverständigen nicht zu erkennen.

Sowohl im Bewertungsgutachten als auch im Prüfbericht ist der Unternehmenswert der Frogster Interactive Pictures AG als Konzernobergesellschaft der Frogster-Gruppe zum Bewertungsstichtag 28. Juni 2011 nach der Ertragswertmethode ermittelt worden.

a) Die Anwendung dieser Methode für die Bemessung des Werts eines „arbeitenden“ Unternehmens entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur an Hand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den ihnen zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, auf der Basis mathematischer Verfahren einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente zu ihren Gunsten existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt damit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann und darf von dem richterlichen

Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärt betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz. 374).

e) Die Unternehmensbewertung ist darüber hinaus zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativenanlagen bestehen.

f) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da sonst die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

4. Unternehmensplanung der Frogster Interactive Pictures AG

a) Ertragsseite

Der Ertragswertermittlung wurde vorliegend eine mit dem Programm Excel erstellte Planungsrechnung des Managements der Frogster aus dem Mai 2011 zugrunde gelegt, welche

den Zeitraum von Januar 2011 bis Dezember 2013 umfasst. Für die Monate Januar 2011 bis März 2011 wurden die vorliegenden Ist-Daten in die Planungsrechnung eingestellt.

aa) Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren die Besonderheit, dass es sich für die Gerichte regelmäßig verbietet, Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive als auch negative Abweichungen.

bb) Die gerichtliche Sachverständige hat ihrem Gutachten die anlässlich des bevorstehenden Abschlusses des Unternehmensvertrages mit der Antragsgegnerin aufgestellte Planung des Frogster-Managements zugrunde gelegt und diese im Wesentlichen unverändert beibehalten. Diese Vorgehensweise war im Ergebnis nicht zu beanstanden. Mit ihrem Beweisbeschluss vom 29. April 2013 hat die Kammer der Sachverständigen zwar vorgegeben, die Planung einer kritischen Prüfung zu unterziehen. Die Sachverständige war in diesem Rahmen aber nicht gehalten, eine eigenständige Planungsrechnung zu entwickeln beziehungsweise zu erstellen. Dies wäre nur dann erforderlich gewesen, wenn sich alle oder einzelne Planungsannahmen als nicht vertretbar und damit unplausibel erwiesen hätten, was nach Aussage der Sachverständigen aber gerade nicht der Fall war.

cc) Die Problematik der Unternehmensplanung lag hier vor allem darin begründet, dass es sich unstreitig um eine anlassbezogene Planung handelte. Das OLG Düsseldorf hat in seinem Beschluss vom 12. November 2015, I-26 W 9/14 (AktE) insoweit festgestellt, dass gutachterliche Anpassungen, die ausschließlich zu Bewertungszwecken erfolgen, kein sachgerechter Ausgangspunkt für eine Unternehmensbewertung sind. Im dieser Entscheidung zugrunde liegenden Sachverhalt war allerdings – anders als vorliegend – die von der Unternehmensleitung

aufgestellte Planung im Rahmen der Bewertungsarbeiten verändert worden, während bei der Frogster weder eine Ausgangsplanung noch ein regelmäßiger Planungsprozess existierten.

Insofern verweist die Sachverständige in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 25. Februar 2016 zutreffend darauf, dass im Idealfall die Überprüfung einer Planung anhand von Vergangenheitsdaten über einen längeren Zeitraum hinweg möglich ist. Von diesem Idealfall wich die Datenbasis der Gesellschaft deutlich ab. Da Frogster erst im Jahr 2008 mit dem Aufbau des MMOG-Geschäfts begonnen hatte, lagen zum Bewertungsstichtag nur die Daten der Jahre 2009 und 2010 vor, wobei das Portfolio aufgrund des Bestands von lediglich drei Titeln für die weitere, von Wachstumserwartungen geprägte Entwicklung nicht repräsentativ war.

dd) Eine realistische Alternative zur Verwendung der Management-Planung aus dem Frühjahr 2011 war angesichts des Umstandes, dass bei Frogster keine vom Bewertungsanlass unbeeinflusste (Alt-) Planung existierte, nicht ersichtlich. Aus diesem Grunde war es nicht geboten, dass die Sachverständige weitere Ermittlungen zur Art und Weise der Aufstellung der Planung anstellt. Fehlt es im Stichtag an einem regulären Planungsprozess der Gesellschaft, ist ein Sachverständiger im Verfahren zwingend darauf verwiesen, die anlassbezogenen Prognosen des Vorstands auf ihre Plausibilität hin zu überprüfen (vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 28 zitiert nach juris).

ee) Der Umstand, dass die Sachverständige keine Änderungen an der von der Frogster vorgelegten Planung vorgenommen hat, rechtfertigt - entgegen der Auffassung etwa der Antragsteller zu 36) bis 39) - nicht die Vermutung, dass sich die Sachverständige mit den Planungsannahmen und deren Grundlagen nicht mit der gebotenen Intensität befasst hat. So sieht die Kammer keinen Anlass, die in der ergänzenden Stellungnahme vom 25. Februar 2016 enthaltenen Angaben in Zweifel zu ziehen, dass die Sachverständige nicht lediglich eine inhaltliche und rechnerische Überprüfung der Planungsrechnung vorgenommen hat, sondern dass sie vielmehr die Inhalte der Planung insbesondere unter Heranziehung der vorliegenden Lizenzverträge analysiert und für nachvollziehbar gehalten hat.

ff) Soweit einige Antragsteller einwenden, die Planung unterstelle eine viel zu kurze Laufzeit der Lizenzen, da der jeweilige Hersteller eines Spieles nach dem Ablauf des erstmaligen Lizenzzeitraums kein Interesse daran habe, dass ein Kundenstamm aufwändig durch ein Drittunternehmen wieder aufgebaut werden müsse, greift diese Kritik zu kurz.

Den Antragstellern ist hierbei zwar zuzugeben, dass der Kern der Problematik wohl nicht im lizenzvertraglichen Bereich begründet liegen dürfte. Insoweit dürfte es aus ökonomischer Sicht

jederzeit zu erwarten sein, dass der Hersteller eines MMOG nach Markteinführung und einem längerfristigen erfolgreichen Betrieb des Spiels die Lizenz typischer Weise verlängern wird, um sich ohne erneute Investitionen die ihm aus der Lizenzvereinbarung zufließenden Erträge zu sichern. Diese Annahme wird nicht zuletzt dadurch bestätigt, dass es Frogster gelungen ist, die Lizenz für „Runes of Magic“ (RoM) über die Erstlaufzeit hinaus auf einen Gesamtzeitraum von acht Jahren zu verlängern. Eine solche Verlängerung dürfte aber nicht in jedem Fall auch sinnvoll sein. Nach Überzeugung der Kammer trifft nämlich die – auch von der gerichtlich bestellten Sachverständigen bestätigte - Auffassung der Antragsgegnerin zu, dass Online-Spieltitel selbst für den Fall, dass sie vom Markt angenommen worden sind, nicht beliebig lange erfolgreich betrieben werden können.

Die Betrachtung darf und kann sich hier nicht an Ausnahmetiteln wie „World of Warcraft“ orientieren. Es ist neben dem initialen Markterfolg nämlich auch zu berücksichtigen, dass sich die technische Basis von Computerspielen, vor allem im Bereich der Grafik, konstant weiterentwickelt. Wenn hier ein Titel zurückfällt, der bereits mehrere Jahre auf dem Markt ist, ließe sich dies auch nicht mit Erweiterungen kompensieren, da der eigentliche Quellcode des Spiels betroffen wäre. Gerade das Beispiel „RoM“ zeigt, dass auch bei äußerst erfolgreichen Titeln die Annahme einer wirtschaftlich erfolgreichen Laufzeit von mehr als fünf Jahren regelmäßig nicht gerechtfertigt ist. So verwirklichten sich die mit der im Mai 2010 vereinbarten Lizenzverlängerung verbundenen Umsatzerwartungen nicht, da sich die Umsätze nach diesem Zeitpunkt nicht weiter gewachsen sind, sondern vielmehr rückläufig waren.

gg) Darüber hinaus ist zu erwarten, dass der außergewöhnliche Erfolg eines Titels wie RoM dazu führt, dass Wettbewerber mit Spielen mit vergleichbarer Thematik und Spielmechanik in den Markt eintreten, um an den erwarteten Zuwächsen im Marktsegment teilzuhaben. Dies führt auch die gerichtliche Sachverständige zutreffend in ihrem Gutachten aus. Damit sinkt längerfristig der potenzielle Anteil der Konsumenten, die sie für einen bereits länger auf dem Markt befindlichen Titel interessieren, da die Wahrscheinlichkeit steigt, dass diese sich einem später veröffentlichten, „aktuellerem“ Spiel zuwenden.

hh) Soweit vor allem die Antragsteller zu 36) bis 39) geltend machen, die Gesellschaft habe in einer Eigendarstellung aus dem Mai 2011 Lebenszyklen von mehr als zehn Jahren genannt, konnte diese Angabe im Rahmen der Unternehmensbewertung – auch nicht indiziell im Hinblick auf die Plausibilisierung der Planung – maßgeblich sein. Die entsprechende Einschätzung findet sich in einer Investorenmappe und besitzt damit einen vorrangig werblichen Charakter. Die gerichtliche Sachverständige spricht insoweit von einer sehr optimistischen Darstellung, die tendenziell irreführend gewesen sei. Entscheidend ist jedenfalls zum einen, dass diese

Erwartungshaltung, so sie der Vorstand der Gesellschaft Anfang des Jahres 2011 tatsächlich gehegt haben sollte, nicht in die Planung eingeflossen ist. Zum anderen kann, wie oben bereits dargelegt, bei einem typischen MMOG-Spiel auch nicht von einer regelmäßigen Betriebszeit von zehn Jahren ausgegangen werden.

ii) Die Planung der Gesellschaft sieht darüber hinaus vor, dass ein eingeschwungener Zustand im Sinne eines nachhaltigen Portfolios mit einer Produktpalette erreicht wird, die aus insgesamt zehn Spielen besteht, welche sich in unterschiedlichen Produktlebenszyklen befinden. Der gerichtlich bestellte Barabfindungsprüfer hat diese Prämisse nicht weiter hinterfragt, insbesondere im Hinblick auf die Frage, ob durch die Festlegung auf eine solche Portfoliogröße langfristig potenzielles Wachstum abgeschnitten wird.

jj) Die Sachverständige hat demgegenüber den Versuch unternommen, die angestrebte dauerhafte Unternehmensgröße - gemessen an der Anzahl der zeitgleich betriebenen Spiele - mit der Höhe des Eigenkapitals abzugleichen und hat hier insbesondere die Frage betrachtet, welche Mittel der Frogster dauerhaft zur Verfügung stehen müssen, um die zu erwartenden Misserfolge bei der Lizenzierung beziehungsweise Vermarktung neuer Spieletitel kompensieren zu können. Angesichts von hohen Abschreibungen bereits im Jahr 2011 hält sie als Ergebnis dieser Analyse die angestrebten Zielgröße für realistisch, den Umfang des nach der Planung bei Eintritt in die ewige Rente vorhandenen Spieleportfolios hingegen für optimistisch.

kk) Die Kammer hält insoweit zwar die von der Sachverständigen angestellten Vergleiche mit der tatsächlichen Entwicklung der Frogster bis zum Ende des Zeitraums der Managementplanung im Jahr 2013 nicht für zulässig, um die im Planungsprozess im Juni 2011 getroffenen Annahmen zu plausibilisieren. Ein Abgleich zwischen Planungsinhalten und tatsächlichen Ergebnissen darf nämlich auch unter Berücksichtigung der Wurzeltheorie grundsätzlich nur innerhalb eines zeitlich begrenzten Rahmens rund um den Bewertungsstichtag für die Beantwortung der Frage herangezogen werden, ob die Planung als plausibel anzusehen ist.

ll) Nach der Wurzeltheorie müssen die Umstände bereits in den Verhältnissen zum Stichtag angelegt gewesen sein. Andernfalls können sie keine Berücksichtigung finden (vgl. OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44 ; Veil in Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., Rz. 78 zu § 305 AktG). Allerdings ist nicht jeder Umstand, der bereits zum Bewertungsstichtag angelegt ist, bei der Ertragsplanung zu berücksichtigen. Hinzukommen muss vielmehr das zusätzliche Erfordernis der Vorhersehbarkeit der Entwicklung (so schon BGH, NJW 1973, 509, 511). Diese zusätzliche Voraussetzung ist notwendig, um eine Eingrenzung herbeizuführen, da andernfalls praktisch alle späteren

Entwicklungen Berücksichtigung finden müssten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 31, juris).

Bei entfernter in der Zukunft eingetretenen Entwicklungen wird man jedoch regelmäßig nicht mehr davon ausgehen können, dass diese zum Stichtag bereits erkennbar angelegt waren. Dies gilt im hiesigen Bewertungsfall vor allem für die deutlich schlechter als prognostizierte Entwicklung der Spieltitel, die RoM im Portfolio der Frogster ergänzen beziehungsweise langfristig ersetzen sollten.

mm) Auf der anderen Seite waren aber keine konkreten Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planung das Ertragsniveau beim Übergang in die Rentenphase aufgrund einer pessimistischen Grundhaltung zu niedrig ansetzt, wie viele der Antragsteller meinen.

führt diesbezüglich wohl zu Recht aus, dass die Wachstumsabsichten des Managements der Frogster angesichts der Anzahl der im Bewertungsstichtag tatsächlich betriebenen Titel eher als (über-) ambitioniert anzusehen waren. Darüber hinaus war der Umsatzhöhepunkt von RoM überschritten, so dass hier nicht mehr mit weiter steigenden Einnahmen zur Finanzierung von Folgetiteln gerechnet werden konnte. Aus diesem Grunde war bereits ein Zustand erreicht, in dem zur Aufrechterhaltung des Ertragsniveaus die kurz- bis längerfristige Einführung neuer Spiele erforderlich wurde.

Es lagen zudem aus der Vergangenheit keine eigenen Erfahrungen des Vorstands der Gesellschaft zum Betrieb eines Geschäftsmodells mit einem revolvierenden Portfolio vor, so dass es sich bei der Annahme des Managements zur dauerhaft zu erreichenden Anzahl von Spieltiteln um einen geschätzten Wert handelte. Unter dem Eindruck von Bewertungs- und Prüfgutachten sowie den Ausführungen der gerichtlichen Sachverständigen lassen sich keine zwingenden Gründe finden, diese Schätzung als unplausibel zu verwerfen und durch abweichende, noch höhere Annahmen zu ersetzen.

nn) Auch in diesem Punkt ist die Argumentation von Seiten der Antragsteller nicht unbedingt in sich konsistent, soweit etwa die Behauptung aufgestellt wird, dass für die Gesellschaft eine Wachstumsgrenze nicht ersichtlich sei, da es sich bei ihr großenteils um ein „Leichtgewicht der Branche“ handele. Gerade dieser Umstand führt nach Ansicht der Kammer dazu, dass die „Resistenz“ der Frogster gegen Fehlschläge in Form von Spieltiteln, die sich als nicht oder nur wenig erfolgreich erweisen, deutlich geringer ist als bei größeren Unternehmen der Branche. Aus welchem Grunde sich aus einem derartigen strukturellen Nachteil die berechnete Erwartung für

ein zukünftiges überproportionales Wachstum herleiten lassen soll, war nicht nachvollziehbar. Dies wäre nur dann der Fall, wenn es einen Erfahrungssatz gebe, dass kleine(re) Unternehmen stets mit dem Markt oder darüber hinaus wachsen. Eine solche Regel existiert jedoch – unabhängig von der zu betrachtenden Branche – nicht. Über dem Durchschnitt liegende Wachstumsaussichten sind zumeist nur für besonders innovative oder solche Unternehmen anzunehmen, die Alleinstellungsmerkmale für sich in Anspruch nehmen können. Diese Kriterien waren bei der Frogster im Bewertungsstichtag jedoch nicht ersichtlich.

Die Gesellschaft hat sich nicht durch besondere eigene Innovationen ausgezeichnet, da sie Spieletitel nicht selbst entwickelt, sondern diese lediglich als Lizenznehmerin lokalisiert und auf dem Markt unter eigenem Namen anbietet. Hier war nicht ersichtlich, dass die fraglichen Leistungen nicht auch durch ein beliebiges anderes Unternehmen der Branche hätten erzielt werden können. Auch der Betrieb des Titels „Runes of Magic“ kann kein originäres Alleinstellungsmerkmal der Frogster begründen, da der Softwarecode der Firma Runwaker zusteht. Zwar hat Frogster mit dem Erfolg dieses Spiels gezeigt, dass sie in der Lage ist, einen „Blockbuster“ zu lokalisieren, am Markt einzuführen und über einen längeren Zeitraum eine Spielerbasis aufzubauen und zu halten. Diese Feststellung ist aber bereits als Grundlage in die Unternehmensbewertung eingeflossen, die zum einen weiter steigende Erträge aus dem Betrieb von „RoM“ vorsieht und zum anderen von der erfolgreichen Markteinführung weiterer Titel ausgeht.

oo) Die Studie von KZero aus dem Jahr 2009 prognostiziert für die Jahre 2009 bis 2013 ein noch höheres Wachstum der „Erlöse aus virtuellen Welten“, nämlich ein solches von im Mittel 62 % im Jahr, worauf mehrere Antragsteller auch hinweisen. Die gerichtliche Sachverständige hat in ihrem Gutachten auf diese Studie Bezug genommen, die Relevanz der Prognosen für die Bewertung der Frogster aber mit der Begründung verworfen, dass die untersuchten „virtuellen Welten“ nicht nur Onlinespiele jeglicher Art umfassen, sondern daneben auch ganz allgemein soziale und interaktive Netzwerke. Vor diesem Hintergrund konnten die in dieser Studie enthaltenen Wachstumsprognosen im Rahmen der Bewertung nicht maßgeblich sein, da wegen des weiten Feldes der einbezogenen Online-Branchen eine Übertragung auf das spezielle Geschäftsmodell der Frogster nicht in Betracht kommt.

pp) Hinsichtlich der gesellschaftsinternen Prognosen für die Entwicklung von zukünftigen F2P-Titeln hielt es die Kammer für einen tendenziell sehr optimistischen Ansatz, dass sich der Vorstand hier dem Grunde nach an der Entwicklung von „RoM“ und damit dem mit Abstand erfolgreichsten Spiel der Gesellschaft orientiert hat. Die Sachverständige hat hierzu ausgeführt, dass dem Frogster-Management zum Planungszeitpunkt keine anderen Referenzdaten zur

Verfügung standen und solche am auch Markt nicht frei erhältlich waren. Allerdings ging zum Bewertungsstichtag auch der Vorstand der Frogster nicht davon aus, dass die Wiederholung eines Umsatzerfolges wie mit „RoM“ zu erwarten war. Aus diesem Grunde wurden aktuelle und geplante Spiele anhand von Qualität und der zu erwartenden Nutzerbasis mit Umsatzfaktoren versehen, die von 1,65 für „RoM“ bis 0,2 für die Browserspiele „Throne of Fire“ und „Bounty Bay Live“ reichten.

Die Kritik der Antragsteller zu 36) bis 39), dass für die zuletzt genannten Titel die für den Abschlag gewählte Höhe nicht nachvollziehbar sei, war nicht gerechtfertigt. So führt die Sachverständige in ihrem Gutachten zu diesem Punkt ausdrücklich aus, dass das Management davon ausgegangen ist, dass diese Spiele eine jüngere Nutzerbasis mit geringerem Einkommen ansprechen (Tz. 218). Aus welchen Gründen diese Annahme fehlerhaft sein soll, haben die genannten Antragsteller nicht aufgezeigt.

qq) Nach Auffassung der gerichtlichen Sachverständigen ist der von Frogster in Ansatz gebrachte Abschlag von 33,33 % auf die an RoM orientierten Umsatzkurven der weiteren in der Planung enthaltenen Spieletitel „vergleichsweise optimistisch“. Im Übrigen erläutert die Sachverständige die Höhe dieses Abschlags nicht weiter, sondern teilt lediglich mit, dass dem Frogster-Management bekannt gewesen sei, dass Spielveröffentlichungen einer nicht unerheblichen Ausfallquote unterlägen. Der gewählte Abschlag basiere zum einen auf Marktbeobachtungen, zu denen keine weiteren Angaben gemacht werden, und zum anderen auf Erfahrungswerten des Vorstandes. Vor allem der zuletzt genannte Umstand muss überraschen, da die Frogster im Juni 2011 gerade noch nicht über langjährige Erfahrungen im Bereich der Veröffentlichung von MMOG-Titeln verfügte. Letztlich war daher davon auszugehen, dass es sich bei dem Abschlag von einem Drittel um einen vom Vorstand der Frogster im Rahmen der Aufstellung der Planung mehr oder weniger „gegriffenen“ Wert handelt.

Dies bedeutet jedoch nicht, dass die zugrunde liegende Annahme, ein Drittel der geplanten MMOG-Spiele werde letztlich erfolglos bleiben, als von vornherein unplausibel anzusehen ist. Wie die Sachverständige in ihrem Gutachten ausführt, war die Bilanz der Frogster-eigenen Spiele zum Bewertungsstichtag deutlich negativer. Von den sechs Titeln, die das ursprünglich zu diesem Zeitpunkt vorgesehene Spieleportfolio umfassen sollte, waren nur noch drei Titel in Betrieb. Die Spiele „StoneAge2“ sowie „The Chronicles of Spellborn“ wurden jeweils nach 24 beziehungsweise 8 Monaten eingestellt. Die Betriebszeit dieser Titel lag damit deutlich unterhalb des als Regelzyklus angenommenen Zeitraums von fünf Jahren. Das von einer Anzahl von Antragstellern als vermeintlich zukünftiger Erfolgstitel in der Planung vermisste „Projekt X“ als Nachfolgetitel von „RoM“ ist über die Lokalisationsphase nicht hinausgelangt. Die Quote von Fehlschlägen der

Gesellschaft lag damit bei 50 % ohne dass erkennbar wäre, dass es sich dabei um eine branchenunüblich hohe Negativquote gehandelt haben könnte.

rr) Die Kammer schließt sich hinsichtlich der bereits in der Planung berücksichtigten Misserfolgsquote nicht der Auffassung einiger Antragsteller an, dass dies als fehlerhaft anzusehen sei, da das entsprechende Risiko bereits durch den Risikozuschlag im Kapitalisierungszinssatz abgebildet werde.

Eine solche Vorgehensweise würde nicht der Systematik des IDW S1 entsprechen, da sich innerhalb der Gesamtbewertung der Frogster keine doppelte Berücksichtigung identischer Risikofaktoren feststellen lässt. Bei der Prognose der zukünftigen Erträge darf weder pessimistisch noch überzogen optimistisch geplant werden darf. Vielmehr sind der Planung realistische, im mittleren Erwartungsbereich liegende Einnahmen- und Ausgabepositionen zugrunde zu legen.

Bei dem Geschäftsmodell der Frogster wäre die Annahme, dass sich sämtliche „eingekauften“ Titel erfolgreich am Markt platzieren lassen und in der Folgezeit über eine Regelzeitraum von mindestens fünf Jahren positive Erträge generieren, vollkommen unrealistisch. Ein Modell, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit nahe Null liegt, kann aber keine sinnvolle Basis für eine Unternehmensbewertung bilden. Aus diesem Grunde ist, wie im Rahmen der vorliegenden Bewertung auch geschehen, ein Szenario abzubilden, welches die Erwartungen an die Ertragskraft des Unternehmens unter angemessener Berücksichtigung von absehbaren Positiv- und Negativeinflüssen abbildet. Zu einem solchen, für die Frogster und andere Unternehmen derselben Branche typischen Szenario, gehört die Beurteilung der Erfolgswahrscheinlichkeit für solche Titel des Portfolios, die sich entweder noch in der Anlaufphase befinden oder erst in zukünftigen Perioden eingeführt werden sollen. Da auch die Antragsteller wohl nicht davon ausgehen, dass bei einem Spielepublisher wie Frogster sämtliche Titel ähnlich erfolgreich sind beziehungsweise sein werden wie „RoM“, bleibt die Frage, wie dieser Umstand anders abgebildet werden sollte als durch die Vornahme pauschaler Abschläge. Von Seiten der Antragsteller gibt es keine Hinweise auf praktikable andere Lösungsansätze für die geschilderte Problematik. Soweit sich jedenfalls das Ergebnis in einem plausiblen Bereich bewegt, der eine mittlere Erwartungshaltung widerspiegelt, bestehen gegen eine auf diese Weise entstandene Planung keine grundlegenden Bedenken.

ss) Ebenso wenig fand die Kammer Anlass, die Planung hinsichtlich des einzigen von der Gesellschaft im Bewertungszeitpunkt zur Veröffentlichung vorgesehenen Pay-to-Play Titels TERA in Frage zu stellen.

Die Markteinführung dieses Spiels war im Juni 2011 (noch) für Oktober 2011 vorgesehen, wobei der Vorstand der Frogster nach den Ausführungen der Sachverständigen für seine Planungsprognosen auf Daten von anderen Unternehmen sowie des Dienstleisters Media Control zurückgegriffen hat, da er – wie auch weitgehend im Übrigen – über keine eigenen Erfahrungswerte hinsichtlich der zu erwartenden Entwicklung des Titels nach Marktreife und Verkaufsstart verfügte.

Neben der Eigenschaft als einziger P2P-Titel im Portfolio der Frogster wies TERA die weitere Besonderheit auf, dass das Spiel über verschiedene Vertriebskanäle in den Markt gelangen sollte, unter anderem durch den Verkauf von Boxen mit einem physischen Datenträger. Die Rechte am Vertrieb dieser Boxen waren an die Ubisoft Entertainment S.A. übertragen worden, so dass 40 % der potenziellen Umsatzerlöse bei Ubisoft anfallen würden, die restlichen 60 % über Downloads, Abonnements und Spieleerweiterungen bei Frogster.

Die Sachverständige hat die Annahmen des Managements überprüft und keine offensichtlichen Fehleinschätzungen feststellen können.

tt) Nach alledem war nicht ersichtlich, dass die Planung der zukünftigen Erträge der Gesellschaft deren Chancen systematisch verkennen und voraussichtliches Wachstum negieren würde.

Der Annahme eines gleichmäßigen Wachstums in Höhe der allgemeinen Marktprognosen stand die grundsätzliche Unberechenbarkeit des von der Frogster bedienten Marktsegments entgegen. Im Spielesektor bestehen zum einen regionale Unterschiede im Publikumsgeschmack, wie auch die Sachverständige in ihrem Gutachten ausführt. Dies bedeutet, dass ein Titel, welcher sich in Asien als erfolgreich erwiesen hat, nicht unbedingt auch von der Spielergemeinde in Europa oder den USA angenommen werden muss. Zum anderen können sich die Vorlieben auch ändern, so dass ein beliebtes Genre beziehungsweise eine bestimmte Art von Videospiele innerhalb der Zeit zwischen dem Ankauf der Lizenz und der Veröffentlichung in der (potenziellen) Publikumsgunst absinkt und angesichts der Vorabinvestitionen, die typischer Weise erforderlich sind, deutlich weniger erfolgreich ist als dies bei dem Kauf der Lizenz vorhersehbar war.

uu) Die von mehreren Antragstellern in Bezug genommenen Schätzungen mehrerer Analysten zur zukünftigen Entwicklung von Umsätzen und Gewinnmargen der Frogster waren nicht geeignet zu dem Schluss zu führen, dass die Planung der Gesellschaft zum Stichtag zu negativ und damit unplausibel war.

weist hinsichtlich der Analystenmeinungen von Silvia Quandt Research und Hauck & Auffhäuser International Research zutreffend darauf hin, dass beide aus dem August 2010 stammen und sie damit angesichts des dynamischen Geschäftsmodells der Frogster zum Bewertungsstichtag, der fast ein Jahr später liegt, nicht mehr aktuell waren. Die Geschwindigkeit, mit der sich die Einschätzung des zu erwartenden Markterfolgs der Frogster änderte, zeigt das Beispiel der First Berlin Equity Research, die bereits in ihren zeitlich lediglich vier Monate auseinanderliegenden Prognosen vom 6. August 2010 und 1. Dezember 2010 erhebliche Abweichungen zwischen den vorhergesagten Gewinnparametern erkennen lässt. Bezeichnend war hierbei, dass die spätere Prognose signifikant schlechter ausfällt. Auf der anderen Seite zeigt dies aber auch, dass es sich bei Analystenschätzungen um sehr subjektive Momentaufnahmen handelt, deren Grundlagen sich mangels Offenlegung der Informationen, auf denen die jeweilige Schätzung beruht, nicht objektivieren lassen. Aus diesem Grunde kann ihnen nach Auffassung der Kammer im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung regelmäßig keine erhebliche Aussagekraft beigemessen werden, auch nicht im Hinblick auf die Plausibilisierung des im Wege der Ertragswertmethode gefundenen Ergebnisses.

w) Das Argument mehrerer Antragsteller, dass das von Frogster hauptsächlich verfolgte F2P-Modell wegen des für die Spieler kostenlosen Einstiegs ein besonders hohes Wachstumspotenzial besitzt, greift nach Auffassung der Kammer zu kurz. Zwar mag auf diese Weise in kurzer Zeit eine relativ große Spielerbasis entstehen. Diese kann jedoch ebenso schnell wieder wegbrechen, da die Kundenloyalität bei kostenlosen Produkten regelmäßig weniger stark ausgeprägt ist als bei Produkten, für die als Einstieg oder im Abonnement ein Preis gezahlt werden musste. Bei F2P-Spielen dürfte eine monetäre Bindung an das Spiel nur bei so genannten „Hardcore-Spielern“ entstehen, die bereit sind, durch eine Vielzahl von In-Game-Käufen ihre Spielerfiguren weiterzuentwickeln beziehungsweise einzigartig zu machen. Diese dürfte aber nur einen sehr geringen Anteil der Spieler insgesamt ausmachen.

xx) Soweit von Seiten der Antragsteller weiter eingewandt wird, der Umstand einer zu pessimistischen Planung zeige sich bereits daran, dass das Ergebnis für 2011 deutlich besser ausgefallen sei als erwartet, war dies nicht nachvollziehbar. Die Gegenüberstellung von Plan- und Ist-Daten durch die gerichtliche Sachverständige in Tz. 397 ff. des Gutachtens zeigt deutlich, dass genau das Gegenteil der Fall war. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der Konzerngesellschaften war deutlich schlechter als prognostiziert. Soweit dennoch ein Jahresüberschuss von gut 5,6 Mio. EUR ausgewiesen worden ist, beruhte dieser im Wesentlichen auf Verlustübernahmen durch die Antragsgegnerin. Diese Zuflüsse sind bei der – hier allein maßgeblichen – Betrachtung einer „Stand-Alone-Planung“ nicht zu berücksichtigen.

Werden bereits in dem zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme laufenden Geschäftsjahr die prognostizierten Erträge deutlich verfehlt, spricht dieser Umstand jedenfalls nicht für eine zu pessimistische Planung der Gesellschaft, es sei denn, die eingetretene Ergebnisverfehlung beruhte auf einmaligen Sondereinflüssen, deren Eintritt im Zeitpunkt der Aufstellung der Planung noch nicht zu erkennen gewesen wäre. Eine solche Entwicklung war im Fall der Frogster nicht ersichtlich. Vielmehr hat das Management zum einen den Stand des Lebenszyklus von RoM falsch beurteilt und zum anderen den schnellen Erfolg der weiteren, zum Stichtag zum Erscheinen vorgesehenen weiteren Spieletitel überschätzt.

yy) Soweit einige Antragsteller schließlich bemängeln, dass in der Planung das (zusätzliche) Wachstumspotenzial für Mobile Spiele und solche in sozialen Netzwerken nicht berücksichtigt werde, war diese Rüge unbeachtlich. Insoweit war maßgeblich, dass sich die Frogster nach dem Erfolg der Markteinführung von „RoM“ auf das Segment der MMOG-Spiele konzentriert hat und insoweit beabsichtigte, vor allem in eben diesem Marktsegment weitere Spielelizenzen zu erwerben. Die Ertragsaussichten sind aus der Sicht des Stichtages im Rahmen einer Stand-Alone-Betrachtung zu beurteilen, wobei auf das konkrete Unternehmenskonzept abzustellen ist. Unerheblich ist dagegen, welche geschäftlichen Entscheidungen die (Minderheits-) Aktionäre für wünschenswert oder denkbar halten. Sah daher vorliegend die Planung der Gesellschaft keine Ausweitung des Portfolios auf andere Plattformen als den Personal Computer und von den Inhalten her eine Beschränkung auf Rollenspiele vor, war dies in der Sache hinzunehmen.

b) Aufwandsposten

aa) Die Kritik der Antragsteller an der Annahme des Vorstands, dass der Titel TERA personalintensiver sein würde als etwa „RoM“, war nach Einschätzung der Kammer unberechtigt. Die Sachverständige führt in ihrem Gutachten hierzu aus, dass Frogster davon ausging, dass die Spieler hier einen wesentlich besseren und intensiveren Support als bei F2P-Titeln erwarten würden. Diese Erwartungshaltung würde dadurch begründet, dass die Kunden zum einen durch den Kauf der Box oder den Download der Software bereits für das Spiel selbst bezahlt hätten und darüber hinaus im Anschluss für das Abonnement des Spiels Gebühren erhoben werden sollten. Dieser Ansatz erschien der Kammer dem Grunde nach durchaus plausibel. Die Sachverständige merkt allerdings an, dass die zusätzlichen Kosten durch die pauschale Berechnung eines doppelten Personalfaktors tendenziell wohl eher zu hoch angesetzt worden sind, da sich die Mehrkosten nicht nur im Bereich Community Management und Kundensupport niederschlagen, sondern auch in den Bereichen Marketing, IT, PR sowie Forschung und Entwicklung, in denen ein erhöhter Anfall um diesen Faktor nicht ohne weiteres begründet werden kann. Die Kammer hielt

dies dennoch für eine noch tolerable Vereinfachung der Planannahmen ohne wesentliche Auswirkungen auf den Gesamtwert der Frogster.

bb) Die weitere Rüge, dass die in der Planung enthaltene Steigerungsraten der Kosten je Mitarbeiter mit 12,5 % exorbitant hoch sei, stellte sich gleichfalls als unbegründet heraus. Die entsprechende Anpassung für das Jahr 2013 bezieht sich, wie ausführt (Rz. 287), nicht auf den gesamten Personalaufwand aller – insbesondere der operativ tätigen – Konzerngesellschaften, sondern lediglich auf die Frogster AG als Holding. Damit betrifft der vorgesehene Anstieg allein die Bezüge und Aktienoptionen des Vorstands und konnte daher nicht von vornherein und pauschal als unplausibel gewertet werden. Vielmehr bewegte sich die Planung in Ermangelung konkreter Anhaltspunkte für die fehlende Marktüblichkeit einer entsprechenden Entwicklung auch in diesem Punkt innerhalb des Planungsermessens des Vorstands der Gesellschaft. Soweit Aktienoptionen nach der Planung erst nach dem Stichtag aufwandswirksam werden, kann es nicht darauf ankommen, dass die Gesellschaft nach der Auffassung einiger Antragsteller hierfür hätte Rückstellungen bilden müssen. Wenn dies in der Vergangenheit nicht geschehen ist, kommt es auf den tatsächlich zu erwartenden Aufwand an, so dass die entsprechende Planung nicht als fehlerhaft gewertet werden konnte.

cc) Auch die vorgesehenen (Gesamt-) Personalaufwendungen waren trotz einiger Bedenken im Detail noch vertretbar, da es nicht auf die absoluten Zahlen und die insoweit vorgesehenen Steigerungen ankommen kann, sondern letztlich auf die Personalaufwandsquote des Unternehmens. Diese steigt zunächst von 24 % im Jahr 2010 auf 25 % für das erste Planjahr 2011 an, um in der Folgeplanung für den Zeitraum ab 2012 dann auf 20 % zu sinken. Da dieser Wert noch unterhalb der Aufwandsquote für das Jahr 2009 mit 21 % liegt, machen sich an dieser Stelle, wie die gerichtliche Sachverständige anmerkt, Skalenerträge aus steigenden Umsatzerlösen positiv bemerkbar. Damit geht die pauschal von der Antragstellerseite geäußerte Kritik fehl, dass die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells in der vorgesehenen Entwicklung der Aufwandsposition nicht berücksichtigt worden sei.

Insgesamt sprachen die von der Sachverständigen analysierten Daten damit auch bei den Personalaufwendungen gegen eine fehlende Plausibilität der vorliegenden Unternehmensplanung.

dd) Dass auch der erhöhte Personalaufwand durch die Einführung und den Betrieb von „TERA“ in der Planung für die ewige Rente enthalten ist, war entgegen der zunächst geäußerten Bedenken der Kammer letztlich als konsistent anzusehen. Die Annahme eines revolvingen Portfolios in der Zusammensetzung, wie sie zum Ende 2013 geplant war, beinhaltet auch die wiederholte Einführung von P2P-Titeln. Daher fällt nach der Planung der hiermit verbundene erhöhte

Personalaufwand auch in Zukunft regelmäßig an, sodass die entsprechenden Fluktuationen beim Personalbedarf als Teil des eingeschwungenen Zustands anzusehen waren. Es wäre mithin fehlerhaft, den Personalsockel auf diejenige Anzahl von Mitarbeitern zu reduzieren, die für den laufenden Betrieb bereits erfolgreich eingeführter Titel erforderlich ist.

ee) Im Hinblick auf die in der Planung enthaltenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwies sich nach Auffassung der Kammer die Kritik der Antragstellerseite, die überwiegend an der Höhe der vorgesehenen Marketingkosten anknüpft, als unbegründet.

aaa) Die Sachverständige hat zu diesem Punkt den Vortrag der Antragsgegnerin bestätigt, dass bestimmte Mindestaufwendungen für Marketingkosten durch lizenzvertragliche Regelungen mit den Spieleherstellern vorgegeben sind. Durch diese verpflichtet sich der Lizenznehmer, in diesem Falle die Frogster, einen gewissen Mindestumfang initialer sowie danach laufender Marketingaufwendungen zu tätigen. Die von dem Unternehmen geschlossenen Verträge sehen hierbei überwiegend einen Satz von 10 % der Nettoumsatzerlöse bei MMOGS bzw. von 3 % der Umsatzerlöse für Browser Spiele vor. Soweit die Gesellschaft abweichend von dieser Vorgabe von Aufwendungen in Höhe von 10 % der Bruttoumsatzerlöse ausgeht, war nicht zu erkennen, dass dieser Ansatz zulasten der Antragsteller fehlerhaft sein soll. Die Gesellschaft war nicht gehalten, sich im Rahmen der Planung auf die von ihren Vertragspartnern vorgegebenen Mindestsätze zu beschränken. Vielmehr konnte sie, wie geschehen, höhere Marketingaufwendungen in Ansatz bringen, soweit diese die branchenüblichen Sätze nicht deutlich überstiegen und damit unplausibel gewesen wären. Letzteres machen aber auch die Antragsteller zu 36) bis 39) nicht geltend, vielmehr verweisen sie lediglich auf die vertraglichen Mindestvorgaben. Allerdings hätte lediglich deren Unterschreitung zu einer offensichtlich mangelnden Plausibilität der Planung in diesem Punkt führen können.

bbb) Der weiteren Kritik der genannten Antragsteller am Planungsansatz für Aufwendungen in sogenannten Affiliate-Programmen musste nach Überzeugung der Kammer nicht weiter nachgegangen werden. Zum einen schon war nicht ersichtlich, dass eine Verringerung der Planansätze in diesem Punkt zu einer wesentlichen Änderung des Unternehmenswertes und damit der von der Antragsgegnerin geschuldeten Kompensation führen würde. Zum anderen macht sich auch in diesem Punkt wieder die im Bewertungsstichtag noch fehlende eigene Erfahrung der Frogster mit dem parallelen Betrieb einer Vielzahl von Spieletiteln bemerkbar. Jedenfalls stellen die Antragsteller nicht in Abrede, dass die Gesellschaft Verträge mit Onlineportalen über dort zu schaltende Werbung für die von ihr betriebenen Spiele abgeschlossen hat beziehungsweise beabsichtigt hat, diese abzuschließen. Die in die Planung aufgenommene Umsatzbeteiligung des Werbepartners bei einem tatsächlichen Erfolg der Werbung ist

branchenüblich. Zwar ist es zutreffend dass die gerichtlich bestellte Sachverständige die Feststellung getroffen hat, dass sich die Planannahme, 15 % der Umsätze würden mit Spielern realisiert, die über eine Werbepartnerschaft auf das jeweilige Spiel gestoßen sein, kaum verifizieren lasse. Dies kann jedoch nicht bedeuten, dass der entsprechende Aufwandsposten schlichtweg ignoriert werden müsste. Eine Kappung beziehungsweise Reduzierung des Postens käme nur dann in Betracht, wenn greifbare Anhaltspunkte dafür vorhanden wären, dass die Höhe des Ansatzes unrealistisch ist. Derartige Anhaltspunkte lagen der Kammer jedoch nicht vor.

5. Ausschüttungsprognose

Der Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2005 vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie unter Beachtung gegebenenfalls einschlägiger rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, soweit sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

a) Nach den Vorgaben des vorliegend einschlägigen Standards IDW S 2008 ist auch hier regelmäßig nach den einzelnen Planungsphasen zu unterscheiden. Insbesondere in der Detailplanungsphase sind Annahmen zur Höhe der Ausschüttungen zu treffen. Hierbei ist vorrangig die eigene Planung der Gesellschaft heranzuziehen, welche – wie auch im Hinblick auf sonstige Planannahmen – lediglich dann zu verwerfen ist, wenn sie offensichtlich unplausibel ist.

b) Im Fall der Frogster existierte zum Bewertungsstichtag keine eigene Ausschüttungsplanung der Gesellschaft. Die gerichtliche Sachverständige führt zu dieser Frage aus, die Managementplanung abstrahiere von Ausschüttungen, dies möglicher Weise auch vor dem Hintergrund, dass in der Vergangenheit keine Ausschüttung von Dividenden an die Anteilseigner des Unternehmens stattgefunden hat.

c) Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Unternehmensbewertung eine eigenständige Ausschüttungsplanung erstellt, welche in den Planjahren 2011 und 2012 eine Vollthesaurierung der Erträge ohne Zurechnung von Wertbeiträgen an die Aktionäre vorsieht. Für das Planjahr 2013 wird eine Ausschüttung in Höhe von 25 % des Jahresüberschusses vorgesehen, die restlichen 75 % werden thesauriert und den Anteilseignern unmittelbar als Wertbeitrag aus Wertsteigerungen

zugerechnet. Eine nähere Erläuterung der ihren Ausschüttungsprämissen zu Grunde liegenden Annahmen hat die Bewertungsgutachterin nicht geliefert, sondern sich mit der Feststellung begnügt, dass der voraussichtlichen Liquiditätsbedarf der Frogster für den Erwerb von Spielereizen berücksichtigt worden sei. Der Vertragsprüfer hat sich diesen Feststellungen ohne weitere eigene Erwägungen angeschlossen.

d) Die Sachverständige war an die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise nicht gebunden, da es sich nicht um die Übernahme beziehungsweise Umsetzung einer von den zuständigen Organen der Frogster stammenden Planung handelt. Aus diesem Grunde war es nicht zu beanstanden, dass die Sachverständige die Ertragsplanung analysiert und in der Folge die Ausschüttungsprämissen für die Detailplanungsphase an den aus der Grundplanung erkennbaren Finanzierungsbedarf der Gesellschaft angepasst hat. Soweit sie als Ergebnis ausführt, dass bereits im zweiten Planjahr 77 % der Überschüsse ausgekehrt werden können und in den folgenden Jahren der Detailplanungsphase eine Vollausschüttung möglich sei, haben die Beteiligten diese Analyse an sich nicht in Frage gestellt. Mehrere Antragsteller vertreten lediglich die Auffassung, dass angesichts der steuerlichen Vorteile, welche eine Thesaurierung nach der Einführung des Halbeinkünfteprinzips für die Anteilseigner biete, die Annahme einer Vollausschüttung grundsätzlich fehlerhaft sei.

e) Nach Auffassung der Kammer war die Vorgehensweise der Sachverständigen inhaltlich jedoch nicht zu beanstanden.

aa) Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist bei Fehlen planerischer Vorgaben durch die zuständigen Organe der Gesellschaft eine realistische Verwendung der prognostizierten Erlöse abzubilden. In diesem Zusammenhang sind auf der einen Seite vor allem betriebswirtschaftliche Aspekte zu berücksichtigen, auf der anderen Seite aber auch steuerliche Auswirkungen. Diese besitzen, im Gegensatz zur Auffassung der Antragsteller, aber keine Priorität. Aus der steuerlichen Perspektive der Anteilseigner erwies sich aufgrund der oben genannten Gegebenheiten eine Vollthesaurierung als am vorteilhaftesten. Betriebswirtschaftlich wäre ein solches Vorgehen aber nicht sinnvoll.

bb) Jeglicher Verbleib von Gewinnen im Unternehmen setzt entweder eine konkrete zukünftige Verwendungsabsicht oder aber jedenfalls eine ökonomisch sinnvolle Verwendungsmöglichkeit voraus. Die Sachverständige führt diesbezüglich nachvollziehbar aus, dass sich auf Basis der zum Stichtag vorliegenden Investitionsplanung nur ein begrenzter Thesaurierungsbedarf ergibt. Darüber hinaus bestehende Verwendungsmöglichkeiten, insbesondere für den Zweck der Rückführung von Fremdkapital, waren wegen der weitgehenden Eigenfinanzierung der Frogster

nicht ersichtlich. Daher wäre die Thesaurierung von Erträgen letztlich nicht sinnvoll, so dass die Annahme, diese würden bis zur Grenze bestehender steuerrechtlicher Ausschüttungssperren an die Aktionäre ausgekehrt, zutreffend erscheint.

cc) Der Umstand, dass die Frogster in der vor dem Bewertungsstichtag liegenden Vergangenheit keine Dividenden gezahlt hat, konnte keine entscheidende Rolle spielen, da sich das Geschäftsmodell des Unternehmens noch im Aufbau befunden hat. Die von gewählte Vollausschüttung für wesentliche Teile der Detailplanungs- und Konvergenzphase widerspricht auch nicht der Systematik des IDW S1 2008, da nach richtiger Auffassung nur die zum Bewertungsstichtag hinreichend konkreten Investitionsgelegenheiten des zu bewertenden Unternehmens maßgeblich sein können (vgl. Schultze/Fischer in Schwetzler/Aders, Handbuch der Unternehmensbewertung 2016, 227, 237). Alternativ kann bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept auch eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern unterstellt werden, welche durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden kann (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93). Zwingend im Sinne eines in jedem Bewertungsfall eingreifenden Automatismus ist diese Annahme jedoch nicht.

f) Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

g) Die Ausschüttungsquote von 50 %, welche die Sachverständige nach der Konvergenzphase ab dem Jahr 2019 in Ansatz gebracht hat, wurde nicht, wie dies zum Teil geschieht, aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der zur Bestimmung des Betafaktors gebildeten Peer Group abgeleitet, sondern mit der durchschnittlichen Ausschüttungsquote von inländischen im DAX und MDAX notierten Unternehmen begründet. Im Ergebnis war diese Annahme jedoch nicht zu beanstanden, da sie sich im Korridor von 40 % bis 60 % bewegt, der in Bewertungsgutachten nach IDW S1 als typisiertes Ausschüttungsverhalten börsennotierter Aktiengesellschaften unterstellt wird. Zudem konnte aus dem Verhalten der Peer Group kein hinreichend konsistentes Abbild der Ausschüttungs- und Thesaurierungsquoten in derselben Branche beziehungsweise verwandten Branchen abgeleitet werden, da diese nach der Aussage der gerichtlichen Sachverständigen, an deren Richtigkeit zu zweifeln keinerlei Veranlassung besteht, sehr inhomogen waren.

6. Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes und eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen. Die Kammer sah auf der Basis Gutachtens der gerichtlichen Sachverständigen mit Ausnahme der Bestimmung der Marktrisikoprämie keine Veranlassung, zu einer deutlichen Änderung der im Bewertungsgutachten verwendeten Parameter zu gelangen, welche zu einem höheren Abfindungsbetrag hätte führen können. Dies galt auch unter Berücksichtigung des Umstandes, dass die Kammer bei der Frage der Höhe des Wachstumsabschlages nicht folgt und hier weiterhin den von der Bewertungsgutachterin verwendeten Ansatz von 1,5 % für vertretbar hält.

a) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage von Bewertungs- und Prüfgutachten für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 3,75 % vor Steuern für zutreffend. Zwar hat die gerichtliche Sachverständige für ihre Berechnungen einen (ungerundeten) Basiszinssatz von 3,79 % verwendet. Die Kammer hielt es im vorliegenden Bewertungsfall allerdings für angemessen, gemäß der Praxis des IDW eine Abrundung auf den nächst folgenden Viertelprozentsatz vorzunehmen.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen

am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 638), so dass der Hinweis auf die Volatilität und fehlende Bonität der Staatsanleihen südeuropäischer Krisenstaaten verfehlt ist.

bb) Soweit vor dem Hintergrund der Finanzkrise daneben auch eingewandt wird, Staatsanleihen könnten generell nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen ohnehin nicht existieren und aus diesem Grunde – wie soeben erwähnt – nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Jedenfalls belegt die Existenz so genannter Credit Default Swaps nach Auffassung der Kammer nicht, dass Bundesanleihen nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten mit der Folge, dass vom Basiszinssatz ein Abschlag vorzunehmen wäre. Gegen eine solche Annahme spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden. Ein Risikoabschlag auf die am Markt beobachtbaren beziehungsweise prognostizierten Zinssätze war daher nicht angezeigt.

cc) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 28. Juni 2011. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle, NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

dd) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325; Großfeld, a.a.O., Rz. 647).

ee) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl der Antragsgegnerin als auch der gerichtlich bestellten Sachverständigen entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. Dabei handelt

es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731).

ff) Nach Ansicht der Kammer ist bei der Bildung des Dreimonatszeitraums grundsätzlich auf einen mit dem Bewertungsstichtag endenden Zeitraum abzustellen, da sonst dem Stichtagsprinzip nicht hinreichend Rechnung getragen würde.

Der von der Antragsgegnerin ermittelte Basiszinssatz wurde gemäß der Ausführungen im Übertragungsbericht allerdings nicht für einen Dreimonatszeitraum ermittelt, der mit dem Bewertungsstichtag endet, sondern vielmehr für den Zeitraum von Februar bis April 2013 (Übertragungsbericht, S. 58). Dieser Umstand war vorliegend allerdings unschädlich, da nach eigenen Berechnungen der Kammer die Wahl des „richtigen“ Zeitraums gleichfalls zu einem Wert von 3,75 %, und damit nach den Rundungsregelungen des IDW zu demselben – einheitlichen – Zinssatz führen würde.

gg) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann theoretisch nicht als Wert für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

hh) Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum einschließlich des zeitnahen Detailplanungszeitraums, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

ii) Im Gegensatz zur Meinung einiger Antragsteller war die Verwendung eines Zinssatzes unter Betrachtung eines „unendlichen“ Zeitraums nicht zu beanstanden. Zwar ist es zutreffend, dass bei der Wahl des Betrachtungszeitraums auf die Fristadäquanz zwischen der Unternehmensinvestition und der Investition in die quasi-risikolose Alternativanlage zu achten ist. Vorliegend war es für die Höhe der Barabfindung aber unerheblich, dass der Unternehmensvertrag nur für einen bestimmten Zeitraum abgeschlossen worden ist und am 31. Dezember 2014 endet. Die Höhe der zu bestimmenden Abfindung muss den gesamten Lebenszyklus des Unternehmens ab dem Stichtag berücksichtigen, wobei die Bewertungspraxis, wie oben erwähnt, von einer unendlichen Lebensdauer ausgeht.

jj) Da vorliegend Bewertungsgutachterin, Vertragsprüfer und die gerichtlich bestellte Sachverständige zu identischen Ergebnissen betreffend die Höhe des Basiszinssatzes gelangen, war die Einwendung der Antragsteller zu 16) und 52), dass die verwendeten Strukturdaten nicht den Werten der Bundesbank entsprächen, nicht nachvollziehbar.

kk) Dass andere Methoden zur Ermittlung eines quasi risikolosen Zinses nicht zu überlegenen Ergebnissen führen, zeigt nach Ansicht der Kammer bereits der Umstand, dass die Angaben der Antragsteller dieses Verfahrens zu der ihrer Auffassung nach „richtigen“ Höhe des Basiszinssatzes nicht unerheblich schwanken.

ll) hat im Rahmen der von ihr vorgenommenen Berechnung als Basiszinssatz den ungerundeten Dreimonatsschnitt in Höhe von 3,79 % verwendet, während Bewertungsgutachterin und Prüfgutachter einen Rundungswert von 3,75 % in Ansatz gebracht haben. Die Kammer hat bislang die auf den Vorgaben des IDW beruhende Rundung des Basiszinssatzes auf volle Viertelprozentwerte kritisch beurteilt und regelmäßig den ungerundeten Dreimonatsschnitt herangezogen.

An der Ablehnung der Rundungsvorgaben des IDW hält die Kammer auch weiterhin fest, soweit diese schematisch auf einer rein rechnerischen Annäherung an den nächsten Viertelprozentwert beruhen. Eine Auf- oder Abrundung kann allerdings dann sinnvoll sein, wenn sie geeignet ist, die

zum Stichtag zu beobachtende Entwicklung des Basiszinseszinses abzubilden. So ist hier anhand der zur Tz. 440 des Sachverständigengutachtens dargestellten Grafik zu erkennen, dass der Zinssatz vom Beginn des zu betrachtenden Dreimonatszeitraums am 29. März 2011 bis zum Bewertungsstichtag eine sinkende Tendenz aufweist, da die Spotrate am 28. Juni 2011 um 0,1 % unter dem Durchschnittswert des Betrachtungszeitraums lag. Unter diesen Umständen war es gerechtfertigt, den in Bewertungs- und Prüfgutachten verwendeten Zinssatz von 3,75 % beizubehalten.

mm) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S 1 2008 zur Kürzung des Basiszinseszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit für Bewertungszwecke im vorliegenden Fall auf 2,76 % nach Steuern.

b) Marktrisikoprämie

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen von ihrer Risikostruktur her nicht vergleichbar ist. Anders als bei einer für die Dauer einer bestimmten Laufzeit garantierten Rendite, schwanken bei einer Beteiligung an einem Unternehmen die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

aa) Es ist aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in öffentliche Anleihen. Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzrisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – auch von einigen Antragstellern in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen

und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüber stehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., Rz. 677). Zudem steht den im Regelfall begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld, a.a.O., Rz. 678).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, die auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapieren rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu §

305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a.a.O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

ee) Den Bedenken gegen die früher übliche „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modell des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, Großkommentar AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

ff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller ausdrücklich hinweisen.

gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten

eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hh) Auf der anderen Seite ist die dem Modell zugrunde liegende Annahme nicht unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der idealtypische Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite (oder auch Unterrendite) ergeben können (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem

Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte konnte im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werden, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zutreffend zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

ll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 4. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich zum Teil in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) Die Antragsgegnerin hat in ihrem Bericht ohne nähere eigene Begründung eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 4,5 % angesetzt und sich damit ausdrücklich an den zum Stichtag aktuellen Vorgaben des AKU des IDW orientiert, die ihrerseits letztlich im Grundsatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff.).

nn) Die Stehle-Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch PwC, auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen (vgl. auch Großfeld-Stöver-Tönnies, a.a.O.). Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Marktrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet – wie oben bereits ausgeführt – als in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterhin ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zudem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

oo) Darüber hinaus wird das von Stehle ausgewiesene Ergebnis in überproportionalem Umfang durch die zugrunde gelegten Annahmen zur Haltedauer beeinflusst. Dies zeigt ein in einem Verfahren vor dem Landgericht Hannover von Prof. Dr. Großfeld am 11. Dezember 2013 erstattetes Gutachten, in dem auf der Basis der von Stehle zusammengestellten Datengrundlage lediglich die von Stehle verwendete Prämisse einer einjährigen Anlage auf längere Anlagezeiträume von drei bis fünf Jahren verändert wird. Prof. Dr. Großfeld ist (allein) durch diese Änderung zu einem um 1,0 % bis 2,0 % geringeren Ausgangswert für die Marktrisikoprämie vor Steuern gelangt. Im Ergebnis handelt es sich bei dieser Untersuchung aber um keine neue Studie über die Höhe historischer Marktrisikoprämien in Deutschland, sondern lediglich um eine neue, andere Interpretation bekannter Daten. Dass diese der bisherigen Sichtweise erkennbar überlegen ist, wie einige Antragsteller meinen, vermag die Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich

letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreicht.

pp) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

qq) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegenden Bewertungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25,00 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man beim IDW von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden. Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

rr) Die Kammer hat sich in der Vergangenheit nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite, mithin 4,5 %, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

Für die Schätzung des Risikozuschlags in dieser Höhe kann der in § 203 Abs. 1 BewG festgelegte Zuschlag von 4,5% zum Basiszinssatz einen ersten Anhaltspunkt bieten. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt, zeigt sie die Wertung des Gesetzgebers, dass ein solcher Zuschlag im Regelfall als geeignet angesehen werden kann. Die darin enthaltenen pauschalen Ab- und Zuschläge für Wachstum, (mangelnde) Fungibilität, inhaberabhängige Faktoren u. a. (vgl. BT-Drs. 16/11107 S. 24) heben sich gegenseitig weitgehend auf (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894).

ss) Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls Betrachtungen, die zu dem Ergebnis gelangen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe

– zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt haben soll (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen ergibt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, welche durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin ginge, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

Wäre nach der entsprechenden Auffassung keine oder nur eine minimale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, würde dies bedeuten, dass die zu erwartenden Zahlungsströme aus Aktien ebenso sicher sind wie diejenigen aus Rentenpapieren. Eine solche Annahme kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der vielfach geäußerte Einwand fehl, bei Annahme einer Marktrisikoprämie von – etwa – 4,5 % müsse die allgemeine Aktienrendite diesen Betrag zuzüglich des Basiszinssatzes erreichen, da hierbei unterstellt würde, dass sich aus Aktien sichere, konstante Zahlungsströme ableiten lassen. Eben dies ist aber gerade nicht der Fall.

tt) Nach alledem hält die Kammer die auch von der gerichtlichen Sachverständigen verwendete Marktrisikoprämie in Höhe von 4,5 % in Ermangelung einer überlegenen Schätzgrundlage für vertretbar.

c) Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil des individuellen Unternehmens anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die

Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. Jedenfalls hat sich bislang in Wissenschaft und Bewertungspraxis keine einheitliche Auffassung zu der Frage entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance bis 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist.

bb) Die Antragsgegnerin ist im Übertragungsbericht zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der Frogster für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht maßgeblich sein kann und hat aus diesem Grunde die Betafaktoren einer Gruppe von für vergleichbar gehaltenen, börsennotierten Unternehmen (Peer Group) herangezogen.

cc) Sowohl Bewertungsgutachter als auch Vertragsprüfer haben den eigenen Betafaktor der Frogster bezogen auf das Enddatum 15. Februar 2011 ermittelt. Diese Vorgehensweise war dem Grunde nach nicht zu beanstanden, da an diesem Tag die Absicht des Abschlusses eines Unternehmensvertrages zwischen der Frogster und der Antragsgegnerin bekanntgegeben wurde. Insofern besteht die empirisch begründete Vermutung, dass der Aktienkurs nach Bekanntgabe einer solchen Maßnahme nicht mehr nur von den Erwartungen des Marktes an die weitere

Entwicklung des Unternehmens beeinflusst wird, sondern dass in die zu beobachtenden Transaktionen auch Abfindungserwartungen einfließen. Insoweit ist die Auffassung des OLG Stuttgart zutreffend, dass die Verwendung von nach der Bekanntgabe einer Strukturmaßnahme ermittelter Börsendaten zu einem Zirkelschluss führen würde und daher unterbleiben müsse (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 20 W 2/08). Ebenso konnten Betafaktoren aus dem Zeitraum vor 2008 nicht verwendet werden, da die Gesellschaft erst zu diesem Zeitpunkt begonnen hat, ihr gegenwärtiges Geschäftsmodell in Form des Betriebs von Online-Spielen aufgenommen hat. Die Daten aus den entsprechenden Zeiträumen waren vor diesem Hintergrund ersichtlich ungeeignet, eine Schätzgrundlage für die Bestimmung des zukünftigen Risikos der Frogster zu bilden.

dd) Bewertungsgutachterin und Vertragsprüfer haben den eigenen, unverschuldeten Betafaktor der Frogster mit einem Wert von 1,12 ermittelt, ohne dass sich in beiden Gutachten jedoch nähere Ausführungen dazu finden, welche Annahmen der jeweiligen Wertermittlung zugrunde liegen. Gleiches gilt für die Feststellung, dass der ermittelte Betafaktor zu verwerfen ist, da er lediglich für ein Jahr statistisch signifikant sei. hält dem entgegen, dass diese Aussage nach ihren Feststellungen inhaltlich unzutreffend ist, da der in der Bewertungspraxis regelmäßig herangezogene t-Test auch darüber hinaus ein hinreichendes Signifikanzniveau signalisiere.

ee) Die gerichtliche Sachverständige hat zur Bestimmung des von ihr für maßgeblich gehaltenen Betafaktors eine eher unkonventionelle Methode gewählt, indem sie den Beobachtungszeitraum bereits mit dem 2. August 2010 und damit fast ein Jahr vor dem maßgeblichen Bewertungsstichtag enden lässt. Sie begründet dies mit dem Umstand, dass sich die Kursentwicklung der Frogster nach der Ankündigung des freiwilligen Erwerbsangebots der Antragsgegnerin in Höhe von 25 € je Stückaktie und der am 13. September 2010 erfolgten Erhöhung auf 27,50 € je Aktie von der allgemeinen Marktentwicklung entkoppelt hat. Sie zieht daraus den Schluss, dass der Aktienkurs ab Anfang August 2010 maßgeblich von den öffentlichen Kaufangeboten der Antragsgegnerin beeinflusst war und daher nicht mehr das unternehmensspezifische Risiko der Frogster abbilden konnte.

ff) Soweit dieser Ansatz von einigen Antragstellern und auch der Antragsgegnerin grundsätzlich kritisiert wird, vermochte sich die Kammer dem nicht anzuschließen.

aaa) Für die Ermittlung des Betafaktors existieren, anders als für die Bestimmung des als Wertuntergrenze einer zu leistenden Abfindung maßgeblichen Börsenkurses, keine Vorgaben der obergerichtlichen Rechtsprechung. Aus diesem Grunde ist eine einzelfallbezogene

Betrachtungsweise möglich und es besteht nicht die Notwendigkeit, schematisch auf einen bestimmten Betrachtungszeitraum abzustellen.

bbb) Allerdings ist es zutreffend, und dies ist Antragsteller- und Antragsgegnerseite zuzugeben, dass ein möglichst nah am Bewertungsstichtag (rückwirkend) beginnender Beobachtungszeitraum am besten geeignet ist, eine möglichst aktuelle Aussage darüber zu erhalten, wie der Markt das Investitionsrisiko in ein bestimmtes Unternehmen und dessen Geschäftsmodell einschätzt. Von diesem Grundsatz ausgehend können jedoch Ausnahmen angezeigt sein, etwa wenn Einflüsse auf das Unternehmen eingewirkt haben, welche außerhalb des regulären Markt- und/oder Börsengeschehens lagen.

ccc) Derartige Einflüsse sieht die gerichtliche Sachverständige hier im öffentlichen Kaufangebot der Antragsgegnerin aus dem August 2010, in dessen Folge sie ein Aktienpaket in Höhe von 36,8 % der Anteile der Frogster erworben hat. Ihre insoweit vertretene Auffassung, dass die Aktie der Frogster nach diesem Angebot und der nachfolgenden Erhöhung des Angebots im Wesentlichen eine Seitwärtsbewegung in Höhe der angebotenen Kaufpreise vollzogen hat, hat sie mit den in Tz. 464 f. des Sachverständigengutachtens vom 7. Mai 2015 abgebildeten Grafiken dokumentiert. Die Einwendungen der Antragsgegnerin, dass der Börsenkurs erst im Verlauf des letzten Monats vor dem von der Sachverständige gewählten Stichtag auf ungefähr 25 € gestiegen sei und in den Monaten davor zum Teil weit unter 20 € gelegen habe, war nicht recht verständlich. Der auf Seite 130 des Gutachtens wiedergegebene Kursverlauf spiegelt relativ deutlich den Umstand wider, dass sich nach dem Erwerbsangebot der Antragsgegnerin zum einen ein Kursplateau gebildet hat und zum anderen auch die Anzahl der gehandelten Aktien der Frogster deutlich gefallen ist. Auf dieser Datengrundlage war die Einschätzung der Sachverständigen nachvollziehbar, dass der Kursverlauf nach dem 3. August 2010 keinen unmittelbaren Zusammenhang mit den unternehmensspezifischen Risiken der Frogster mehr aufweist, sondern sich ausschließlich an dem von der Antragsgegnerin angebotenen Erwerbspreis orientiert hat. Hierfür spricht gerade der von der Antragsgegnerin betonte dauerhafte Kursanstieg auf Beträge von mehr als 20 € pro Aktie.

gg) Die Verwendung der eigenen historischen Betafaktoren der Frogster für die Zukunftsschätzung könnte nur dann grundlegenden Bedenken unterliegen, wenn sich bei Heranziehung einer Gruppe von Vergleichsunternehmen ein Branchenbeta ergeben würde, das wegen des deutlich höheren Handelsvolumens einen aussagekräftigeren Indikator für das zukünftige Risiko der Frogster bilden könnte.

hh) Im vorliegenden Fall bestand die Schwierigkeit allerdings bereits darin, eine Gruppe von hinreichend mit der Frogster vergleichbaren Unternehmen zu finden, die zudem börsennotiert

sind. Bewertungsgutachterin und Vertragsprüfer haben den Betafaktor für die Frogster aus einer Gruppe von ausschließlich ausländischen Unternehmen abgeleitet und diese wiederum in 3 Untergruppen eingeteilt. Die gerichtliche Sachverständige hat diese Unternehmen im Rahmen ihrer Auseinandersetzung mit dem Bewertungsgutachten noch einmal ausführlich näher betrachtet und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass diese kaum bzw. nur sehr grob mit der Frogster vergleichbar sind, was sich mit der Einschätzung der Kammer deckt.

ii) Zunächst ist eine Peer Group, die ausschließlich aus ausländischen Unternehmen besteht, nach Auffassung der Kammer grundsätzlich kritisch zu beleuchten (vgl. auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz. 842). Die Verhältnisse auf ausländischen Marktplätzen können nicht ohne nähere Analysen und gegebenenfalls Anpassungen als Indikatoren für Risikoeinschätzungen inländischer Investoren herangezogen werden.

aaa) So begegnet die Vergleichsgruppe 1 Bedenken, da es sich ausschließlich um asiatische Unternehmen handelt, die zudem keine reinen Lizenznehmer wie Frogster sind. Das unternehmerische Risiko dürfte wegen der Entwicklungskosten für einen Entwickler und Publisher deutlich höher sein als für ein Unternehmen, welches fremde Entwicklungen ankauft und lokalisiert. Hinzu kommt, dass Frogster auf dem asiatischen Markt nicht mit den Vergleichsunternehmen im Wettbewerb steht, da die Frogster nach der Darstellung in Gutachten und Prüfbericht für die Heimatgebiete der Softwareentwickler gerade keine Lizenzen erhält.

bbb) Die Unternehmen der Vergleichsgruppe 2 sind ebenfalls ganz überwiegend auf asiatischen Märkten aktiv und betreiben nur zum Teil ein ähnliches Geschäftsmodell wie die Frogster. Sie sind neben dem Markt für Onlinespiele auch in anderen Bereichen der Unterhaltungsmedien tätig und erzielen nach den Ausführungen im -Gutachten bis zu 65 % ihres Umsatzes mit diesen sonstigen Aktivitäten (etwa die NHN Corporation).

ccc) Die Unternehmen der Gruppe 3 wiederum scheinen als „Vollsortimenter“ und Spiele-Publisher kaum mit der Frogster vergleichbar zu sein, auch wenn sich zum Teil MMOG-Titel im Programm befinden. Im Beispiel Ubisoft etwa kann der im Bewertungszeitpunkt geplante Verkauf der Software-Box von TERA kaum mit dem eigentlichen Betrieb des Spiels gleichgesetzt werden. Der Fokus der Unternehmen liegt jedenfalls ganz wesentlich auf Konsolen- und klassischen PC-Spielen und nicht auf dem Onlinebetrieb von MMOGs.

jj) Wie die gerichtliche Sachverständige zutreffend feststellt, können Geschäftsmodell und Risikoprofil aller Vergleichsunternehmen im Ergebnis allenfalls eine sehr grobe Näherung an die für Frogster maßgeblichen Parameter darstellen. ist es im Rahmen von weiteren

eigenen Recherchen auch nicht gelungen, sonstige, besser geeignete Vergleichsunternehmen zu identifizieren. Darüber hinaus zeigt die weite Spanne der beobachtbaren Betafaktoren, die im Bewertungsgutachten von 0,86 bis 1,6 reicht, dass von einem typischen Branchenbeta nicht die Rede sein kann.

kk) Nach alledem erschien der Kammer vorliegend die Verwendung des eigenen historischen Betas der Frogster noch als die geeignetste Methode für die Bestimmung des originären Unternehmensrisikos.

ll) Anders als die gerichtliche Sachverständige ist die Kammer jedoch der Meinung, dass hier der aufgrund der verfügbaren Börsendaten zunächst ermittelte und in Tz. 470 mitgeteilte Betafaktor von 1,15 verschuldet bzw. 1,22 unverschuldet heranzuziehen ist.

mm) Die von der Sachverständigen unter Hinweis auf die Untersuchung von Watrin/Stahlberg/Kappenberg in CORPORATE FINANCE bis 2011, 176 ff. veröffentlichte Untersuchung vorgenommene weitere Anpassung des Betafaktors erschien allerdings willkürlich und reflektiert weder die zum Bewertungsstichtag noch die derzeit herrschende Auffassung in Rechtsprechung und Wirtschaftswissenschaft. So interessant die Ergebnisse dieser Untersuchung auch sein mögen, war nicht zu erkennen, aus welchem Grund die Sachverständige ein 2-wöchiges Intervall vor dem Ende des von ihr gewählten Beobachtungszeitraums herangezogen hat, um die Auswirkungen des Wochentages auf die Höhe des beobachtbaren Betafaktors zu untersuchen und in der Folge eine entsprechende Anpassung vorzunehmen. Die Antragsgegnerin macht insoweit zu Recht geltend, dass ohne weiteres auch die Verwendung abweichender Zeitintervalle denkbar wäre, wobei sich eine Dreimonatsfrist, die im Rahmen der Feststellung von Basiszins und Börsenkurs verwendet wird, anbieten würde. Eine allgemeine Konvention hat sich in dieser Frage wegen der Unüblichkeit des von der Sachverständigen gewählten Vorgehens insoweit aber noch nicht herausgebildet.

nn) Die Übernahme der von der Sachverständigen gewählten Berechnungsmethode schied damit aus, zumal die Spruchgerichte gehalten sind, den Unternehmenswert im Wege der Schätzung nach § 287 ZPO unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden zu bestimmen (vgl. OLG Frankfurt/Main, Beschluss vom 11. Januar 2007 -20 W 323/04-).

oo) Sofern von Antragstellerseite zum Teil Werte von 0,3 für den eigenen Betafaktor der Frogster behauptet werden, fehlt diesen angesichts der mit dem Geschäftsmodell inhärent verbundenen Risiken jegliche Plausibilität, da sich in dieser Höhe etwa die Betafaktoren bestandshaltender Immobilienunternehmen bewegen.

pp) Wenn der Antragsteller zu 16) geltend macht, das Unternehmensrisiko der Frogster sei offensichtlich unterdurchschnittlich, da das Unternehmen laut der Stellungnahme von erwartet habe, in den Jahren 2011/2012 zu günstigen Konditionen eine Kreditaufnahme zur Zwischenfinanzierung der beabsichtigten Ausweitung des Geschäfts zu realisieren, ging dies fehl. Das Gläubigerrisiko eines kurzfristigen Kreditengagements kann nicht mit dem längerfristigen Investment eines Eigenkapitalgebers gleichgesetzt werden.

d) Wachstumsabschlag

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein Wachstumsabschlag abzusetzen. Insoweit hielt die Kammer die von Bewertungsgutachterin und Vertragsprüfer verwendeten Parameter für vertretbar und sah auch unter Berücksichtigung des Gutachtens der gerichtlichen Sachverständigen keinen Änderungsbedarf.

aa) Insoweit kam es im Wesentlichen auf die Vertretbarkeit des im Vertragsbericht zugrunde gelegten Wachstumsabschlags ankommt. Hierbei handelt es sich um einen Wert, der auf die Prognose der Erträge der Gesellschaft in der ewigen Rente abzielt und wie diese hauptsächlich auf Widerspruchsfreiheit und Plausibilität zu überprüfen ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12 –, Rn. 104, juris)

bb) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen regelmäßig nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595). Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstant bleibender finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595). Zwar sind auch in der Phase der ewigen Rente sowohl mengenmäßige Steigerungen als auch Rückgänge denkbar. Aufgrund der Prämisse, dass sich das Unternehmen beim Eintritt in die Rentenphase in einem eingeschwungenen Zustand befindet, wird aber im Allgemeinen angenommen, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang

wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss ein solcher Abschlag entfallen.

cc) Der Wachstumsabschlag ist zu schätzen (vgl. Riegger/Gayk, KölnKomm zum AktG, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). In der gerichtlichen Praxis ist für die Vergangenheit der Ansatz von Wachstumsabschlägen zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

dd) Obwohl der Thematik des Wachstumsabschlages auch in den hier vorliegenden Bewertungsgutachten nur eine untergeordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie dem Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

ee) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlages maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese, die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldbewertungsrate gleichzusetzen (so auch schon Piltz, a.a.O., S. 179).

ff) Ein ausschließlicher oder hauptsächlicher Rückgriff auf die erwartete Inflationsrate dürfte schon aus dem Grund zu kurz greifen, dass bereits im Basiszinssatz eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze – entgegen des entsprechenden Einwands von Antragstellerseite – nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die (alleinige) Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlages spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein bestimmtes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate wachsen. So hat die Kostenstruktur der Frogster im Zeitraum der ewigen Rente auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein. Mögliche Kostensteigerungen ergeben sich nicht aus der verbrauchertypischen Beschaffung eines Buketts aus Waren und Dienstleistungen, sondern durch

Preisanpassungen durch die Hersteller von MMOGs sowie steigende IT-, Personal- und Verwaltungsaufwendungen.

gg) Daneben ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Zwar sprechen die Ergebnisse einiger neuerer Studien für die Annahme eines durchschnittlichen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa Creutzmann, *BewertungsPraktiker* 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, *BewertungsPraktiker*, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund der kurzen Erhebungszeiträume nur wenig aussagekräftig (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 Tz. 279 f. zitiert nach juris).

hh) Darüber hinaus treffen die fraglichen Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher lediglich einen ersten Anhaltspunkt liefern. Bei der Festlegung der Wachstumsrate im Rahmen der konkreten Unternehmensbewertung wird stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft aber kaum anzutreffen sein. Entsprechend sind die empirisch beobachtbaren Wachstumsraten nur bedingt vergleichbar mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung anzusetzenden Raten (vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

ii) Der IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse sein kann, da auf die Situation im konkreten Bewertungsfall abzustellen ist. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG). Dabei ist die Frage zu beantworten, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564).

jj) Darüber hinaus ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente anzusetzende Teilthesaurierung der Gewinne ergeben. Eine Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde.

kk) Bewertungsgutachterin und Vertragsprüfer haben die Feststellung, langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse der Frogster von jährlich 2,8 % für möglich zu halten, nur relativ pauschal begründet. führt auf S. 43 des Bewertungsgutachtens lediglich aus, dass dieser Wert „aus dem erwarteten Marktwachstum der einzelnen Marktregionen unter Berücksichtigung der Umsatzverteilung der Frogster AG im Jahr 2013 hergeleitet“ worden sei. Konkrete Anhaltspunkte, unter Verwendung welcher Daten den für angemessen erachteten Wachstumsabschlag tatsächlich ermittelt hat, lassen sich dieser Aussage nicht entnehmen. Der Vertragsprüfer hat darüber hinaus klargestellt, dass es sich bei den in Ansatz gebrachten 2,8 % um einen aggregierten Wert handelt, da für die „eigentliche“ Phase der ewigen Rente ein nachhaltiger Wachstumsabschlag von 1,5 % ermittelt worden sei. Der Prüfer begründet dies damit, dass er vor dem Hintergrund der Markt- und Wettbewerbsprognosen ausgehend von dem hohen Ergebnisniveau der Frogster ein dauerhaftes Wachstum, welches nicht überwiegend inflationsgetrieben sei, nur für schwer begründbar halte.

ll) Die Sachverständige erläutert in ihrem Gutachten zunächst die verschiedenen Ansätze, die zur Annäherung an die zukünftige Wachstumsrate von Unternehmensgewinnen verwendet werden und stellt dann fest, dass branchenspezifische Studien zum Wachstum von Unternehmen, die als Lizenznehmer und Betreiber von MMOG agieren, nicht existieren. Dieser Umstand verwundert für sich genommen nicht, da die Frogster eine für das Unternehmen erfolgversprechende Marktnische besetzt hat, in der sich mit demselben Spezialisierungsgrad offensichtlich nur wenige andere Unternehmen befanden. Auch wenn hier die Frage der Börsennotierung eine zusätzliche Rolle spielt, bestätigt dies auch die letztlich erfolglose Suche nach – tatsächlich – vergleichbaren Unternehmen im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors.

mm) Soweit die Sachverständige ausführt, der Bewertungsgutachter habe sich für die Begründung des gewählten nachhaltigen Wachstumsabschlags auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum gestützt, war dies dem Bewertungsgutachten so nicht zu entnehmen. hat lediglich ausgeführt davon auszugehen, dass sich das Wachstum der Frogster dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum „annähern“ werde, ohne beide Parameter jedoch als deckungsgleich zu bezeichnen. Aus diesem Grunde hält die Kammer die weiteren Erwägungen der Sachverständigen, die zu dem Ergebnis gelangen, aus der Zielgeldentwertungsrate der Europäischen Zentralbank ergebe sich ein nachhaltiges Gewinnwachstum von 1 % für nicht zielführend. Die insoweit von der Sachverständigen angestellten Überlegungen mögen erste Anhaltspunkte für die Größenordnung eines allgemeinen, inflationsgetriebenen Wachstums liefern. Die Kammer hält es bislang jedoch weder für nachvollziehbar noch für plausibel, dass sich auf lange Sicht das Wachstum jeglichen Unternehmens, gleich welcher Branche, bei dieser Marke einpendeln soll.

nn) Es war jedenfalls nicht ersichtlich, dass die von [redacted] und Vertragsprüfer für angemessen gehaltene Wachstumsrate von 1,5 % auf fehlerhaften Überlegungen beruht und aus diesem Grunde im vorliegenden Bewertungsfall als nicht vertretbar angesehen werden kann. Die Frage, ob das Management der Frogster schon vor dem Bewertungsstichtag von einem dauerhaften Wachstum in dieser Höhe ausgegangen ist, stellte sich angesichts des Umstands, dass vor Beginn der Bewertungsarbeiten keinerlei detaillierte Zukunftsplanungen existierten, nicht.

oo) Soweit die gerichtliche Sachverständige in ihren ergänzenden Ausführungen vom 25. Februar 2016 unter Hinweis auf einen Aufsatz von Tschöpel/Wiese/Willershausen (WpG 2010, 349 ff. sowie 405 ff.) ausführt, dass die jährliche Gesamtwachstumsrate beim Ansatz eines Wachstumsabschlags von lediglich 1 % rechnerisch bei fast 5 % liege, hielt die Kammer dies letztlich für nicht nachvollziehbar. Diese vom IDW empfohlene Vorgehensweise, welche das thesaurierungsbedingte Wachstum als separaten Wertbaustein abbildet, wird auch in der Literatur als intransparent kritisiert, da es die tatsächliche Wachstumsrate „übertünche“ (vgl. Schüler in Schwetzler/Aders, Jahrbuch der Unternehmensbewertung 2016, 177, 186).

pp) Ebenso wenig verständlich waren die weiteren Ausführungen der Sachverständigen zur Frage des Verhältnisses zwischen thesaurierungsbedingtem und sonstigem Wachstum. Wenn es zutreffend ist, dass der Wachstumsabschlag ausschließlich die rein inflationsbedingte Steigerung der Unternehmenserträge in der ewigen Rente abbildet, müsste dieser für jedes Unternehmen, unabhängig von der Branche, identisch sein. Dies erscheint angesichts der unterschiedlichen Dynamik in den verschiedensten Segmenten des Marktes aber nur wenig plausibel. Darüber hinaus würde der generelle Ansatz einer Wachstumsrate von (lediglich) 1 % jeweils eine nähere Untersuchung erfordern, ob die Preissteigerungsrate für das zu betrachtenden Unternehmen oberhalb dieser Marke liegt. Wäre dies der Fall käme es langfristig wohl tatsächlich zu einem von der Antragstellerseite als unrealistisch bemängelten Schrumpfungsprozess.

e) Ergebnis

Damit ergibt sich folgendes Ergebnis für den Kalkulationszinssatz:

Ermittlung Kalkulationszinssatz		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Basiszinssatz vor Steuern	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Steuer auf Basiszinssatz	26,38%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%
Basiszinssatz nach Steuern		2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%
Markttrisikoprämie nach Steuern	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Betafaktor unlevered	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Verschuldungsgrad nach Marktwerten Bewertungsobjekt		-0,06	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Betafaktor levered		1,08	1,17	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag		7,94%	8,02%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%
Wachstumsabschlag für inflationsbedingtes Wachstum										1,50%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag		7,94%	8,02%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	6,44%

7. Wachstumsthesaurierung

Die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin hat von den prognostizierten Erträgen der Frogster mit Beginn der ewigen Rente im Jahr 2016 eine Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum für erforderlich gehalten und hierfür einen Abzugsposten in Höhe des Wachstumsabschlags von 1 % bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase gebildet. Im Gegensatz zur sonstigen Thesaurierung aus den Konzerngewinnen erfolgte keine fiktive Zurechnung an die Aktionäre, da diese Sonderthesaurierung zur Finanzierung des mit der Annahme eines Wachstumsabschlags verbundenen Wachstums in der Fortführungsphase notwendig sei und damit zur Ausschüttung nicht zur Verfügung stehe. Der Vertragsprüfer hat diese Vorgehensweise ohne eine eigene Stellungnahme in der Sache gebilligt.

a) Auch die gerichtliche Sachverständige hält den Abzug einer echten Wachstumsthesaurierung für erforderlich, um das zum Ende des Detailplanungs- oder Konvergenzzeitraums bestehende Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital beziehungsweise Abschreibungen und Investitionen zu perpetuieren. Sie hat zu diesem Punkt in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 25. Februar 2016 noch einmal umfassende Überlegungen angestellt.

b) Mehrere Antragsteller halten den Ansatz eines solchen Abzugspostens nicht für plausibel. Es liege bislang nur keine beziehungsweise nur eine unzureichende Durchdringung der Fragestellung aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht vor.

c) Ausführungen in der Literatur finden sich lediglich bei Kruschwitz/Löffler/Essler, a.a.O.. Dort heißt es auf S. 104: „Wird bei der Ermittlung des Terminal Value ewiges Wachstum unterstellt, muss dieses in der Planung auch angemessen finanziert werden. Würde eine Vollausschüttung unterstellt, käme dies der Annahme gleich, dass das Wachstum in der Rentenphase über Kredite vollständig fremdfinanziert wird. Langfristig käme dies einem Absinken der Eigenkapitalquote

gegen null gleich, was aber der grundlegenden Prämisse der dauerhaften Fortführung des Unternehmens widerspräche“.

d) Diese Argumentation erscheint vor dem Hintergrund problematisch, dass nach den Prämissen des IDW S1 2008 in der Phase der ewigen Rente eine Vollausschüttung der vom Unternehmen erwirtschafteten Gewinne an die Anteilseigner nicht stattfindet. Vielmehr wird mit einer nur teilweisen Ausschüttung und dem Verbleib der restlichen Mittel im Unternehmen gerechnet. Damit kann vordergründig eine Finanzierungslücke überhaupt nicht entstehen, da die fraglichen Mittel den Aktionären lediglich fiktiv zugerechnet werden.

Allerdings stehen diese Mittel aufgrund der bewertungstechnischen Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage bzw. der angenommenen wertgleichen steuerfreien Zurechnung im Bewertungsmodell nicht zur nachhaltigen Finanzierung von preis- bzw. steuerinduziertem Wachstum zur Verfügung. Da die thesaurierten Beträge auch teilweise der Eigenkapitalfinanzierung der preisinduzierten Wachstumseffekte dienen, mit der fiktiven Zurechnung jedoch eine (vollständige) kapitalwertneutrale Wiederanlage unterstellt wird, ist im Bewertungskalkül die Finanzierungslücke des organischen Wachstums nicht geschlossen.

e) Eine weitere Problematik besteht in dem Umstand, dass eine Planung ab dem Zeitpunkt des Beginns der ewigen Rente nicht mehr stattfindet und entsprechend auch keine Planbilanzen mehr zur Verfügung stehen, anhand derer untersucht werden kann, ob bestimmte Posten preisbedingt in Höhe des Wachstumsabschlages steigen werden. Daher wird vereinfachend von einem Thesaurierungsbedarf in Höhe der Wachstumsquote bezogen auf das zum Ende der Detailplanungsphase vorhandene Eigenkapital ausgegangen.

f) In der neueren Rechtsprechung scheint die Erforderlichkeit einer besonderen Thesaurierung für die Finanzierung des Wachstums grundsätzlich nicht beanstandet zu werden: Maßgeblich sei der betriebswirtschaftlich anerkannte Gedanke, dass ein nachhaltiges Gewinnwachstum ohne zusätzliche Finanzierung nicht in Betracht komme (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. November 2012, 112 W 66/06, BeckRS 2013, 01573). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung vom 24. November 2011 (21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278) gleichfalls die Notwendigkeit der Thesaurierung von gesonderten Mitteln zur Erhaltung des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente betont.

g) Aus Sicht der Kammer sprechen entgegen der zu Beginn des Verfahrens geäußerten Bedenken wohl die besseren Gründe dafür, dass in der ewigen Rente die Entwicklung des Eigenkapitals zu beachten ist, um von gleichbleibenden Finanzierungsbedingungen für das

Unternehmen ausgehen zu können. Jedenfalls kann unterstellt werden, dass sich die Situation des Unternehmens zunehmend verschlechtern würde, wenn die Fremdkapitalquote in Zukunft ständig weiter anstiege, da dies gleichzeitig mit einem steigenden Investitionsrisiko für die Eigenkapitalgeber verbunden wäre.

h) Auch gegen die Anwendung der für die Berechnung der Höhe der Sonderthesaurierung verwendeten „Faustformel“ bestehen vorliegend keine grundsätzlichen Bedenken, da sich ein Anstieg des Finanzierungsvolumens linear auf die Höhe des Eigenkapitals auswirkt. Ein geringerer Anstieg wäre nur dann plausibel darstellbar, wenn für das künftige Ergebnis neben einer Ausweitung der Geschäftstätigkeit auch von stetig wachsenden Gewinnmargen ausgegangen werden könnte. Hierfür vermag die Kammer jedoch keine Anhaltspunkte zu erkennen. Vor diesem Hintergrund hielt die Kammer im Rahmen des § 287 ZPO die angewandte Thesaurierungsquote von 1 % für plausibel.

8. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG).

a) Sowohl Bewertungsgutachterin als auch die gerichtlich bestellte Sachverständige haben zum Bewertungsstichtag bei der Frogster keine Vermögensbestandteile identifizieren können, welche nicht dem Betrieb des Unternehmens dienen und daher einer freien Veräußerung zugänglich wären. Insoweit waren – vor allem unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells der Frogster, das aus der Erbringung von Dienstleistungen mit immateriellen Gütern besteht - keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass diese Einschätzung unzutreffend sein könnte.

b) Freie Liquidität, welche an die Aktionäre ohne weiteres hätte ausgekehrt werden können, war nach der Bewertung der gerichtlichen Sachverständigen als auch der Vorbewerterin nicht vorhanden. Sämtliche Mittel sollten nach der Planung für den Erwerb neuer Spielelizenzen verwendet werden, so dass eine außerplanmäßige Ausschüttung nicht in Betracht kam.

9. Synergien

Schließlich stellte sich die Frage, inwieweit bzw. in welcher Höhe die Aktionäre der Frogster über den reinen Ertragswert des Unternehmens hinaus an Synergien aus der Kooperation mit der Antragsgegnerin zu beteiligen waren.

a) Als Synergieeffekt werden Prozessergebnisse bezeichnet, bei denen das Zusammenwirken von Elementen überadditiv ausfällt. Es stellt sich die Frage, inwiefern sich der Jahresüberschuss bei der Verbindung von zwei oder mehreren Unternehmen über das hinaus erhöht, was aus der reinen Addition der Unternehmensergebnisse resultiert (vgl. a.a.O., S. 177). Gerade der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ist in der Regel durch die Erwartung von Synergieeffekten motiviert bzw. wird mit Hinweis auf das Eintreten zukünftiger Synergien gegenüber den Entscheidungsträgern gerechtfertigt (vgl. Wiechers in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 748).

b) Aus betriebswirtschaftlicher Sicht lassen sich Synergien in strategische und operative Synergien einteilen, wobei auch eine Differenzierung nach dem Entstehungsbereich denkbar ist (vgl. die Ausführungen bei a.a.O., S. 178 f.). Ferner kann nach positiven und negativen Auswirkungen unterschieden werden, wobei in Literatur und Rechtsprechung unstrittig ist, dass negative Synergien ausschließlich der beherrschenden Gesellschaft zur Last fallen.

c) Die gerichtliche Sachverständige hat zur Frage der Synergien in ihrem Bericht kurz ausgeführt, dass nach Auskunft der Frogster sowie der Antragsgegnerin vor dem Abschluss des Unternehmensvertrages keine (unechten) Synergien erzielt worden seien. Es habe insbesondere keine Verlagerung von Aktivitäten von der Frogster zur Antragsgegnerin stattgefunden. Die Kooperation zwischen den Gesellschaften sei im Rahmen der Drittüblichkeit erfolgt, so die Nutzung der Monetarisierungsplattform der durch die Frogster. Diesbezüglich ist im Übrigen eher von einem – allerdings vor dem Bewertungszeitraum liegenden – negativen Synergieeffekt auszugehen, da die Frogster ihre zuvor entwickelte eigene Abrechnungsplattform zu Gunsten derjenigen der Antragsgegnerin aufgeben und die entsprechenden Entwicklungskosten vollständig abschreiben musste. Da dieser Effekt nicht in den Ertragswert eingeflossen ist, war er vorliegend zu vernachlässigen.

d) Soweit einige Antragsteller meinen, es sei nicht anzunehmen, dass es zwischen der Antragsgegnerin und der Frogster zu keinen Synergien gekommen sei, geht dies letztlich mit den eigenen Bedenken der Kammer konform. Auf der anderen Seite war aber nicht ersichtlich, dass sich trotz des entsprechenden Prüfauftrages durch die Kammer im Beweisbeschluss vom 29. April 2013 mit dieser Frage entweder nicht hinreichend auseinandergesetzt oder maßgebliche Sachverhalte bei ihren Untersuchungen übersehen hat. Aus diesem Grunde musste

und konnte die Kammer davon ausgehen, dass Synergieeffekte für den Ertragswert keine beziehungsweise eine zu vernachlässigende Rolle spielen.

10. Steuerbelastung

a) Unternehmenssteuern

Die gerichtliche Sachverständige hat die von der Bewertungsgutachterin verwendete pauschale Planung verworfen und eine eigene Bilanz- und Steuerplanung erstellt. Diese Vorgehensweise war nicht zu beanstanden, da zu erwarten war, dass sie zu genaueren Ergebnissen führt als eine lediglich überschlägige Schätzung der zukünftigen Steuerbelastung. Die Sachverständige hat in diesem Zusammenhang die für die Gesellschaften des Frogster-Konzerns im Bewertungsstichtag vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge bei der Berechnung der Höhe der anfallenden Ertragssteuern in vollem Umfang berücksichtigt.

Soweit die Antragsteller zu 37) bis 39) rügen, dass die Sachverständige ergebniswirksam aktive latente Steuern aufgelöst hat, war diese Einwendung unbegründet. Die Sachverständige hat die hierfür maßgeblichen Überlegungen, die zur Auflösung der mit der Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge korrespondierenden latenten Steuern führen, ausführlich dargelegt. Fehler in diesen Ausführungen waren weder ersichtlich noch sind solche von den genannten Antragstellern im Einzelnen dargelegt worden sind.

b) Persönliche Steuern

Keine Bedenken bestanden auch gegen die sowohl im Bewertungsgutachten als auch von vorgenommenen Kürzung der erwarteten Erträge um die persönlichen Ertragsteuern.

aa) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektiver und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen, noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern

darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

bb) Entsprechend sind sowohl für die geplanten Ausschüttungen aus laufenden Erträgen als auch auf das den Aktionären zugerechnete neutrale Vermögen nach Verbrauch des steuerlichen Einlagenkontos persönliche Steuern zu berechnen. Für diese ist der in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % in Ansatz gebracht worden. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschläge würde.

cc) Die Steuervorteile aus dem steuerlichen Einlagenkonto können sich dagegen nicht auf die Besteuerung der im Detailplanungszeitraum sowie in der ewigen Rente thesaurierten Beträge auswirken. Insoweit kommt es nämlich zu keinen unmittelbaren Ausschüttungen an die Aktionäre, da ihnen die Thesaurierungen lediglich fiktiv für die Zwecke der Bewertung zugerechnet werden. Damit war es sachgerecht, im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung in Ansatz zu bringen, die seit dem 1. Januar 2009 auf Kursgewinne infolge von Investitionen der thesaurierten Mittel anfällt. Diese Gewinne unterliegen bei Veräußerung der Aktien grundsätzlich der Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag.

dd) Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt maßgeblich von der Haltedauer der Aktie ab und sinkt infolge des Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es erforderlich, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung auch hier eine Typisierung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann. Die Bewertungsgutachterin ist dabei – ebenso wie – von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den hälftigen nominellen Steuersatz angesetzt. Der typisierende Ansatz des halben nominalen Steuersatzes von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag ist in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt und kann daher einer gerichtlichen Schätzung zugrunde gelegt werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894; OLG Stuttgart, AG 2013, 724/728 m. w. N.).

Der Umstand, dass die Abfindung selbst ebenfalls zu versteuern ist, ändert nichts daran, dass für die Bewertung des Unternehmens und die Festlegung der Abfindung die Nettozuflüsse an die Anteilseigner zugrunde zu legen sind.

ee) Die Bewertungsgutachterin hat eine weitergehende Steuerbelastung der den Aktionären zufließenden Erträge durch inflationsbedingte Steigerungen des Unternehmenswerts angenommen. Die gerichtliche Sachverständige hat im Rahmen des von ihr erstellten Gutachtens auf die Einbeziehung dieser Steuerkomponente verzichtet. Auf die diesbezügliche Kritik der Antragsgegner hin hat sie in ihren ergänzenden Ausführungen vom 25. Februar 2016 insoweit für den Fall der Nichtberücksichtigung zwar eine Störung der Steueräquivalenz konstatiert, gleichwohl aber ausgeführt, dass die Annahme einer entsprechenden Besteuerung bei Gutachten zur Unternehmensbewertung noch nicht zur gängigen Praxis gehöre.

ff) Die Sichtweise der Sachverständigen entspricht dem oben erwähnten Postulat, dass der Bestimmung des Unternehmenswerts im Spruchverfahren regelmäßig allgemein anerkannte Methoden zu Grunde zu legen sind, es sei denn, diese hätten sich bis zum Zeitpunkt der Entscheidung zwischenzeitlich als fehlerhaft erwiesen. Ob dies hier der Fall ist, konnte letztlich dahingestellt bleiben. Die Frage hätte durch die Kammer nur dann entschieden werden müssen, wenn sich ein Werteffekt zu Gunsten der Minderheitsaktionäre ergeben hätte und hierdurch die Schwelle zur Erheblichkeit des erhöhten Abfindungsbetrages überschritten worden wäre. Hier war jedoch das Gegenteil der Fall, da für den von ihr berechneten Ertragswert je Aktie eine Wertreduzierung durch die zusätzliche Besteuerung in Höhe von 1,42 % feststellt.

11. Ergebnis der Ertragswertbetrachtung

Ermittlung Unternehmenswert	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	194	3.696	5.018	6.587	6.631	7.504	7.825	8.031	8.112	
- Ausschüttungen vor Einkommensteuer		2.850	6.481	6.395	6.449	7.351	7.708	7.956	4.056	
= Thesaurierungen	194	846	-1.463	203	182	153	117	75	4.056	
davon Wachstumsthesaurierung Detailplanung (keine Zurechnung)	194	846	-1.463	203	182	153	117	75		
davon inflationsbedingte Thesaurierung ewige Rente (keine Zurechnung)									206	
davon Wertbeitrag aus Kapazitätsverlängerung ewige Rente (Zurechnung)									3.850	
Persönliche Steuern auf Ausschüttungen	26,38%		-752	-1.709	-1.684	-1.701	-1.939	-2.039	-2.098	-1.070
Persönliche Steuern auf Wertbeitrag aus Thesaurierung	13,19%									-508
Persönliche Steuern auf inflationsbedingte Wertsteigerung	ja									-189
Zahlungsreihe nach Steuern (zu diskontierende Beträge)		2.098	4.772	4.701	4.748	5.412	5.675	5.857	6.140	
Kapitalkosten	7,64%	8,02%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	8,44%	
Unternehmenswert zum 01.01.	74.161	79.828	84.132	86.037	88.164	90.413	92.176	93.816	95.404	
Unternehmenswert zum 01.01.	74.161									
technischer Bewertungsstichtag	01.01.2011									
Bewertungsstichtag	28.06.2011									
Tage für Aufzinsung	177									
Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag	76.895									
Währungsangaben in TEUR										
Anzahl der Aktien	2.900.000									
Wert je Aktie zum Bewertungsstichtag	26,52 €									

12. Vorerwerbe

Die Auffassung mehrere Antragsteller, dass sich die Mindesthöhe der zu leistenden Barabfindung an dem freiwilligen Übernahmeangebot aus dem Jahr 2010 zu orientieren habe, geht fehl. Aufgrund des zeitlichen Abstands zum Bewertungsstichtag besitzt das damalige Angebot der Antragsgegnerin keine auch nur indizielle Bedeutung im Hinblick auf den Wert der Gesellschaft Mitte 2011.

Den im Rahmen von öffentlichen Angeboten gezahlten Preisen liegen häufig strategische Erwägungen zu Grunde, die sich bei einer objektivierten Betrachtung nicht wiederfinden. Daneben ist mit einem solchen Übernahmeangebot typischer Weise nicht die Zusicherung durch den Mehrheitsaktionär verbunden, dass es sich bei dem festgesetzten Erwerbspreis bei zukünftigen Strukturmaßnahmen um den Mindestpreis handeln soll, dessen Zahlung die Minderheitsaktionäre erwarten könnten. Gegenteiliges war auch hier nicht ersichtlich.

13. Liquidationswert

Soweit einige Antragsteller das Fehlen einer Betrachtung des Liquidationswerts der Frogster bemängeln, war dies unbeachtlich. Eine alternative Bewertung des Unternehmens auf der Grundlage von Liquidationswerten hatte nicht zu erfolgen, so dass der Einwand des Fehlens einer Wertermittlung auf dieser Grundlage nicht durchgreifen konnte.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist zwar anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 47 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: Die Frogster soll nach der Planung auf lange Sicht profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig nicht unerheblich übersteigen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet.

Ebenso wenig war eine im Branchenvergleich besonders geringe Ertragskraft der Gesellschaft zu erkennen.

c) Darüber hinaus war von vornherein nicht ersichtlich, dass die Frogster über besondere Vermögenswerte verfügt, deren Veräußerung bei einer ersten Betrachtung lohnender erscheinen würde als deren Verwertung für den Weiterbetrieb des Unternehmens. Insbesondere verfügt die Gesellschaft nicht über eigene, einer Vermarktung zugängliche Software, sondern lediglich über zeitlich begrenzte Lizenzen von Drittunternehmen.

14. Substanzwert

Der Substanzwert der Frogster war – entgegen der Auffassung einiger Antragsteller - nicht zu ermitteln. Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung nämlich regelmäßig ungeeignet (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 240). Zudem handelt es sich wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und bewertbaren im Unternehmen vorhandenen immateriellen Werte lediglich um einen Teilrekonstruktionswert. Auch in der Betriebswirtschaftslehre wird dem Substanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung daher kein selbstständiger Aussagewert beigemessen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, a.a.O., Anh § 11 Rz. 52).

15. Börsenkurs

Auch die Berücksichtigung des Börsenkurses der Frogster war nicht geeignet, zur Festsetzung einer höheren Barabfindung zu führen. Für die Bestimmung der Höhe des Ausgleichs konnte der Börsenkurs ohnehin nicht maßgeblich sein, da es nach dem Wortlaut des § 304 Abs. 2 AktG auf den voraussichtlich als durchschnittlichen Gewinnanteil auf die einzelne Aktie entfallenden Anteil unter (ausschließlicher) Berücksichtigung der künftigen Ertragsaussichten der beherrschten Gesellschaft ankommt.

Der gewichtete Durchschnittskurs der Aktien der Frogster lag nach den insoweit übereinstimmenden Feststellungen der Bewertungsgutachterin des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers sowie der Sachverständigen mit 24,99 EUR unterhalb des sich nach der Ertragswertmethode ergebenden Abfindungsbetrags pro Stückaktie.

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre im Rahmen des § 305 Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Barabfindung

muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs ermittelt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können. Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie“ deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs.

c) Die Zivilgerichte sind dabei gehalten, durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses Manipulationen des Börsenkurses zu begegnen:

Der BGH hält insoweit einen Zeitraum von drei Monaten endend mit der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme für maßgeblich. Der Tag der Hauptversammlung liege zwar besonders nahe an dem nach für die Bewertung maßgebenden Tag, sei aber als Stichtag des Referenzzeitraums nicht geeignet, weil der Börsenkurs in dem Zeitraum davor regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und weil mit einer Bemessung nach dieser Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an, also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel innerhalb des Dreimonatszeitraums liegt, nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert. Dabei werde er in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder – als Lästigkeitswert – im Anfechtungsprozess häufig leicht überschritten

(vgl. hierzu KG, NZG 2007, 71; OLG Stuttgart, NZG 2007, 302). Der angebotene Preis für die Aktie werde sicher erreicht, ungewiss sei lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder schon im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchzusetzen sei. Schon vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots ändere sich mit der Bekanntgabe der Maßnahme die Börsenbewertung von der Erwartung an den künftigen Unternehmenswert hin zur Erwartung an die künftige Abfindung oder den künftigen Umtauschkurs, was nicht selten zu heftigen Kursausschlägen führe. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegele der ermittelte Börsenkurs nicht mehr – wie geboten – den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne (vgl. BGH, NZG 2010, 939, 941 f. –STOLLWERCK). Die Kammer hält diese Entscheidung aus den vom BGH näher erläuterten Gründen für zutreffend.

d) Für die Bestimmung des Endes der maßgeblichen Referenzperiode war damit auf die Ad hoc-Mitteilung der Gesellschaft vom 16. Februar 2011 abzustellen, in welcher die Frogster mitgeteilt hat, dass die Antragsgegnerin den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages plant. Der zu analysieren Zeitraum umfasst damit die Zeitspanne zwischen dem 16. November 2010 und dem 15. Februar 2011.

e) Die gerichtlich bestellte Sachverständige hat als Ergebnis ihrer Betrachtungen der Börsenkursentwicklung der Aktie der Frogster AG im wesentlichen die Feststellungen der Bewertungsgutachterin sowie des Vertragsprüfers bestätigt. Bei einer Bandbreite zwischen 22,51 € und 27,60 € lag der nach Handelsumsätzen gewichtete Durchschnittskurs bei 24,99 €. Die Sachverständige hat nach ihren Angaben in Tz. 548 des Gutachtens hierbei auf Daten der Handelsplätze München, Stuttgart und Düsseldorf sowie der Deutschen Börse AG zurückgegriffen. Dass der Sachverständigen hierbei Ungenauigkeiten oder Fehler unterlaufen sind, war für die Kammer nicht feststellbar.

f) Aus diesem Grund war der Einwand einiger Antragsteller, der für die Abfindung als Untergrenze maßgebliche Börsenkurs habe oberhalb der angebotenen Barabfindung von 26 € gelegen, nicht nachvollziehbar. Es mag sein, dass der Börsenkurs nach dem 16. Februar 2011 infolge von Spekulationen auf eine mögliche spätere Erhöhung der Abfindung über diese Marke angestiegen ist. Auf diese Entwicklung konnte es allerdings wegen der mit diesem Datum endenden Referenzperiode nicht ankommen.

Ebenso wenig konnte auf die Frage abgestellt werden, ob sich bei Einbeziehung der Handelsdaten von Transaktionen, die außerhalb des börslichen Freiverkehrs stattgefunden haben, ein höherer Durchschnittskurs ergeben würde. Da diese Daten gerade nicht bekannt bzw. nicht öffentlich zugänglich sind, bieten sich Mutmaßungen hierüber im Rahmen des gerichtlichen Spruchverfahrens nicht an.

Unbeachtlich waren daneben auch die Ausführungen der gerichtlichen Sachverständigen über die (fehlende) Qualität der im Freiverkehr und Entry Standard festzustellenden Börsenkurse. Dieser Punkt würde sich nur dann als diskussionsbedürftig erweisen, wenn der Börsenkurs den auf einen Unternehmensanteil entfallenden Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren übersteigen würde.

g) Eine Anpassung des auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemittelten Börsenkurses im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung des BGH war vorliegend nicht geboten. Es fehlte bereits an einem „längeren Zeitraum“ zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 16. Februar 2011 und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung am 28. Juni 2011. Der entsprechende Zeitraum beträgt vorliegend nicht einmal drei Monate. Hierbei handelt es sich um einen für die Vorbereitung und Durchführung eines Unternehmensvertrages unterdurchschnittlichen Zeitraum, dessen Verkürzung sich unter Berücksichtigung des Fristenregimes des Aktienrechts nicht erreichen lassen dürfte (vgl. auch Goette, DStR 2010, 2579, 2587).

16. Keine Erhöhung der Abfindung

Die Kammer ist der Auffassung, dass angesichts der Unsicherheiten, welche mit der Bestimmung des Ertragswerts einer Gesellschaft verbunden sind, immer dann von einer Anpassung der Abfindung abgesehen werden kann, wenn eine Bagatellgrenze nicht überschritten wird. Vorliegend ist der Mehrbetrag von 0,52 EUR je Stückaktie, welcher sich unter Berücksichtigung der durch die Kammer vorgenommenen Modifikationen ergibt, so gering, dass ein solcher Fall gegeben ist.

a) In der obergerichtlichen Rechtsprechung ist die Existenz einer Bagatellgrenzen anerkannt. So hat etwa das OLG Stuttgart in der Vergangenheit angenommen, dass sich eine Unangemessenheit der angebotenen Abfindung jedenfalls für den Fall einer Abweichung von weniger als 1% nicht feststellen lässt. Das OLG Celle hat im Fall eines Unternehmensvertrages angenommen, dass der darin festgesetzte Ausgleich noch angemessen sei, wenn er nach einer anderen Berechnungsmethode um 3,7% höher anzusetzen sei. Das LG München I hat eine

Abweichung „deutlich unter der Größenordnung von 10%“ noch als geringfügig bezeichnet, dies allerdings lediglich anlässlich der Überlegungen im Rahmen einer Kostenentscheidung. Nach Auffassung des OLG Frankfurt sind Abweichungen in einer Höhe von 1–2 %, die regelmäßig auf Unterschiede bei der Rundung von in die Bewertung einfließenden Parametern zurückzuführen sind, praktisch stets als geringfügig und damit nicht korrekturbedürftig einzustufen. In diesem Bereich liegende Abweichungen bedürften in der Regel keiner besonderen Rechtfertigung. Sie seien unmittelbarer Ausfluss der Unsicherheit der Unternehmensbewertung und könnten eine Unangemessenheit der Kompensation nur in seltenen Ausnahmefällen begründen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Rn. 82 zitiert nach juris mit Nachweisen).

b) In der Literatur finden sich zur Bagatellgrenze unterschiedliche Auffassungen. Während einerseits eine Verortung der Bagatellgrenze bei 10% befürwortet wird, sprechen sich andere Stimmen dafür aus, nur Abweichungen bis zu 5% als geringfügig anzusehen.

c) Mit dem OLG Frankfurt ist die Kammer der Meinung, dass über das Kriterium bei Abweichungen verschiedener Berechnungsergebnisse von bis zu 2 % die Feststellung gerechtfertigt sein kann, dass sich die gefundenen Ergebnisse sämtlich im Rahmen derselben Bandbreite für den Ertragswert bewegen. Da aufgrund der mit Unternehmensbewertungen zwangsläufig verbundenen Unschärfen und vereinfachenden Annahmen ein mit mathematischer Genauigkeit zu bestimmender Unternehmenswert nicht existiert, kann bei nur geringfügigen Unterschieden zwischen zwei ermittelten Werten regelmäßig davon ausgegangen werden, dass beide Werte zu einer angemessenen Entschädigung für die Minderheitsaktionäre führen.

d) Bei darüber hinausgehenden Differenzen stellt sich dagegen bereits die – soweit ersichtlich noch nicht erörterte – Frage, welcher Maßstab für die Beurteilung herangezogen werden soll, ob es sich (noch) um eine Bagatellerhöhung handelt oder ob den Minderheitsaktionären im Verfahren ein erhöhter Abfindungsbetrag zuerkannt werden soll. Allerdings war vorliegend eine Erhöhung von 0,52 EUR bezogen auf die von der Antragsgegnerin angebotene Abfindung von 26,00 EUR mit 2 % als relativ geringfügig anzusehen.

e) Einer unterbleibenden Erhöhung der Abfindung steht auch nicht der Umstand entgegen, dass die den Minderheitsaktionären zu gewährende Kompensation von Verfassungen wegen nicht in beliebiger Höhe festgesetzt werden kann. So sieht die ständige Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu Art. 14 GG vor, dass die Abfindung des Minderheitsaktionärs dem vollen Wert seiner Beteiligung entsprechen muss (vgl. BVerfGE 14, 263/284 ; 100, 289/304 f.). Das ändert jedoch nichts daran, dass der Wert der Beteiligung kein objektiv feststehender Wert ist, sondern erheblichen Schwankungen im Zeitablauf unterliegt und zugleich abhängig von dem

Bewertungssubjekt ist. Entsprechend kann er nur unter Heranziehung von Konventionen und vereinfachenden Annahmen geschätzt werden. Gleichzeitig ist diese Schätzung mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Entsprechend kann an einem geringfügig abweichenden Wert keine gerichtliche Korrektur mit der Begründung vorgenommen werden, die zuerkannte Abfindung entspreche nicht dem vollen Wert der Beteiligung des Minderheitsaktionärs (so zutreffend OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 87 zitiert nach juris)

17. Sonstiges

Die Forderung einiger Antragsteller nach einer Erhöhung der Barabfindung unter dem Aspekt des von ihnen reklamierten Anlagenotstandes war zurückzuweisen. Die Barabfindung gemäß § 305 AktG bezweckt einen Vermögensausgleich der Minderheitsaktionäre für die aus einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwangsläufig folgende Beeinträchtigung ihrer aus der Mitgliedschaft folgenden Herrschaftsrechte. § 305 AktG erlaubt dem Aktionär insoweit, die Konsequenzen aus fremd beherrschter Konzernierung zu ziehen und gegen Abfindung durch den anderen Vertragsteil aus der Gesellschaft auszuscheiden. Es handelt sich um einen reinen Ausgleichsanspruch, der keine schadensersatzrechtlichen Komponente enthält und aus diesem Grunde auch nicht im Sinne der Antragsteller erweitert werden kann. Der Notwendigkeit einer Entscheidung, wie die nach Zahlung der Barabfindung frei gewordenen privaten Vermögensmittel neu angelegt werden können, kann darüber hinaus kaum ein objektiver Wert im Sinne eines messbaren Schadens beigelegt werden.

18. Ausgleichszahlung

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag für die außen stehenden Aktionäre, die nicht aus der Gesellschaft ausscheiden wollen, einen angemessenen Ausgleich durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Der Ausgleich soll den Verlust des mitgliedschaftlichen Dividendenrechts kompensieren, der infolge eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag dadurch entsteht, dass das Dividendenrecht wegen des fehlenden Verbleibs ausschüttungsfähiger Gewinne im Unternehmen leerläuft (vgl. MünchKomm/Paulsen, a.a.O., Rz. 7 zu § 304 AktG). Wirtschaftlich tritt der Ausgleich an die Stelle der jetzt nicht mehr geschuldeten Dividende.

a) Als Ausgleichszahlung ist mindestens die jährliche Höhe des Betrages zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne

Aktie verteilt werden könnte, § 304 Abs. 2 AktG. Die künftigen Erträge finden ihren Niederschlag im Ertragswert des Unternehmens (vgl. auch KölnKomm/Koppensteiner, AktG, 3. Aufl., Rz. 50 zu § 304 AktG), welcher unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls, das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens auf seine Anteilseigner repräsentiert. Entscheidend ist vor allem die zukunftsorientierte Betrachtung, weil die Aktionäre so gestellt werden sollen, als ob der Unternehmensvertrag nicht bestünde (vgl. Hüffer, AktG, 12. Aufl., Rz. 8 zu § 304 AktG).

c) Allerdings stellte sich bereits in diesem Zusammenhang die Frage, ob und in wieweit die Besonderheit des vorliegenden Bewertungsfalles zu berücksichtigen ist, nämlich der Umstand, dass der Unternehmensvertrag nicht wie sonst üblich auf unbestimmte Zeit abgeschlossen wurde, sondern eine feste Laufzeit bis zum 31. Dezember 2014 enthält.

d) Die Bewertungsgutachterin, und ihr folgend der Vertragsprüfer, hat zunächst den auf einen – theoretisch – unendlichen Zeitraum bezogenen Ertragswert der Frogster zur Basis der Berechnung des Ausgleichs gemacht. Dieser Bezugspunkt wird aber dem Normzweck des § 304 AktG nicht gerecht, denn der maßgebliche Zeitraum für die Ertragsprognose ist die vorgesehene Vertragsdauer (vgl. Hüffer/Koch, a.a.O., Rz. 10 zu § 304 AktG). Aus diesem Grunde konnte es vorliegend nicht auf den Durchschnitt der dauerhaften Ertragserwartungen für die Frogster ankommen, da eine Kompensation für die ausfallenden Dividenden lediglich für die Zeit vom 1. Januar 2011 bis zum 31. Dezember 2014 zu leisten ist.

e) Die gerichtliche Sachverständige hat insoweit zu Recht festgestellt, dass die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, beziehungsweise dieser folgend auch diejenige des Vertragsprüfers, nicht sachgerecht ist. Soweit die Antragsgegnerin meint, die Sachverständige habe die von verfolgte Konzeption möglicher Weise übersehen oder missverstanden, war diese Kritik nicht gerechtfertigt.

f) Zwar hat die Bewertungsgutachterin durchaus erkannt, dass im Bewertungskalkül für den Ausgleich wegen der festen Laufzeit des Unternehmensvertrages andere Annahmen zu geltend haben als im Regelfall des auf unbestimmte Zeit geschlossenen Vertrages. Entsprechend hat im Rahmen der von ihr vorgenommenen Verrentung des Ertragswerts einen Basiszinssatz gewählt, welcher der Laufzeit des Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages entspricht. Dieser Ansatz übersieht jedoch, wie die Sachverständige anmerkt, dass für die Feststellung der für die Jahre 2011 bis 2014 geschuldeten Garantiedividende eine Verrentung nicht in Betracht kommt. Daher ist eine Anpassung nicht im Nenner, sondern im Zähler der Berechnungsgleichung erforderlich. Bei einer Ableitung des Ausgleichs im Wege der Verzinsung des für die Barabfindung ermittelten Ertragswerts kann zwar methodisch der Durchschnitt der künftigen

j) Die Zahlung des Ausgleichs durch den Mehrheitsaktionär ist regelmäßig nicht mit derselben Unsicherheit behaftet wie das Entstehen von Gewinnen im Rahmen der wirtschaftenden Tätigkeit des beherrschten Unternehmens.

aa) Der Verringerung des Risikos eines Zahlungsausfalls ist durch einen geringeren Risikozuschlag beim Verrentungszins Rechnung zu tragen.

bb) Die Abbildung des reduzierten Risikos erfolgt in der Bewertungspraxis üblicherweise (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 16. Juli 2010 - 5 W 53/09; OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 - 5 W 52/09; OLG München, AG 2008, 28, 32) pauschaliert durch die Bildung eines Mittelwertes aus dem risikolosen Basiszins und dem Kapitalisierungszins. Dabei wird aber regelmäßig davon ausgegangen, dass es sei bei dem abgeschlossenen Unternehmensvertrag nicht nur um eine vorübergehende Maßnahme handelt. Diese sachgerechte Erfassung der geringeren Gefahr gegenüber schwankenden oder gänzlich ausbleibenden Dividendenzahlungen stellt auch keine Ungerechtigkeit zulasten der außenstehenden Aktionäre dar. Im Gegenteil würde die Vernachlässigung dieses gesunkenen Risikos dazu führen, dass die Ausgleichszahlung gegenüber der baren Abfindung zu hoch ausfiele und damit zu einer Benachteiligung der Aktionäre führte, die nicht in dem nunmehr beherrschten Unternehmen verbleiben möchten.

cc) Von der beschriebenen pauschalen Betrachtungsweise, deren Anwendung gleichfalls von einigen Antragstellern gefordert wird, ist nach Überzeugung der Kammer aber dann Abstand zu nehmen, wenn die Risikoposition der Minderheitsaktionäre – wie hier – im konkreten Bewertungsfall näher bestimmt werden kann.

dd) Im Gegensatz zu sonstigen Gestaltungen ist vorliegend das Risiko aus der Vertragsbeendigung - verbunden mit der möglichen Minderung der Ertragskraft des Unternehmens während der Laufzeit des Vertrages - durch das in § 5 Abs. 6 des Unternehmensvertrages geregelte befristete Wiederaufleben des Abfindungsanspruches der Minderheitsaktionäre in der im Vertrag fixierten Höhe begrenzt. Damit sind die Minderheitsaktionäre vor einer „Ausplünderung“ der Gesellschaft weitgehend geschützt und letztlich auch gegen das Risiko zukünftiger Ertragsschwankungen der vormals beherrschten Gesellschaft abgesichert. Sie können nämlich, je nach Entwicklung der Gesellschaft innerhalb der Laufzeit des Unternehmensvertrages, nach dessen Auslaufen auf die garantierte Abfindung zurückgreifen anstatt ab diesem Zeitpunkt wieder auf unsichere Dividenden angewiesen zu sein.

ee) Damit verbleibt als maßgebliches, mit dem Unternehmensvertrag verbundenes Risiko das Insolvenzrisiko des zur Zahlung Verpflichteten, mithin der Antragsgegnerin.

ccc) Wie dem Beweisbeschluss der Kammer vom 29. April 2013 zu entnehmen ist, bestanden an dieser Vorgehensweise zunächst Bedenken. Diese beruhten maßgeblich auf der Überlegung, dass Zweifel naheliegen, ob die Bedingungen eines einzelnen Vertrages als hinreichend repräsentativ angesehen werden können. Die gerichtliche Sachverständige hat diese Bedenken nicht geteilt. Auch sie hat den Spread aus dem Kreditvertrag mit der Commerzbank unverändert zur Berechnung des Ausfallrisikos der Antragsgegnerin herangezogen und, wie oben bereits erwähnt, ausgeführt, dass weitere beziehungsweise alternative Daten zur Bonität der nicht vorhanden waren. Sie ist der Auffassung, es sei nicht davon auszugehen sei, dass die Darlehenskonditionen durch andere als rein vertragsbezogene Überlegungen beeinflusst worden sein könnten.

ddd) Auch wenn es sich hierbei um eine reine Vermutung handelt, hielt es die Kammer im Ergebnis letztlich für vertretbar, der Einschätzung sämtlicher Bewerter im vorliegenden Verfahren zu folgen. Alternativ zur Heranziehung des Credit Spreads aus dem Vertrag mit der Commerzbank wäre nur eine freie Schätzung des Ausfallrisikos der Antragsgegnerin in Betracht gekommen. Eine solche hätte sich jedoch auf keine greifbare Tatsachengrundlage stützen können und wäre damit im Rahmen des § 287 ZPO fehlerhaft gewesen. Auf einer ähnlich unsicheren Grundlage würde sich die Vornahme eines (weiteren) Abschlags vom vollen, für die Ableitung des Unternehmenswerts zum Stichtag verwendeten Kapitalisierungszinssatzes bewegen. Entscheidend war letztlich, dass der verwendete Risikozuschlag nicht ein bis in die (un-)absehbare Zukunft geltendes Ausfallrisiko der abbilden soll, sondern lediglich für die Laufzeit des Unternehmensvertrages bis zum 31. Dezember 2014 Geltung beansprucht. Angesichts des – relativ – kurzen Zeitraums zwischen Bewertungsstichtag und Vertragsende war die Annahme vertretbar, dass sich hier hinsichtlich der Bonität der Antragsgegnerin keine wesentlichen Änderungen ergeben würden.

hh) In seiner Grundsatzentscheidung vom 21. Juli 2003 (NZG 2002, 1017 ff. –Ytong) führt der Bundesgerichtshof aus, dass den außenstehenden Aktionären als fester Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftssteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. Diesbezüglich wird erläutert, dass als erwirtschafteter Gewinn das Ergebnis vor Körperschaftssteuer anzusehen ist, von der die Körperschaftssteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist.

ii) Bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs ist danach auf den Bruttogewinnanteil je Aktie abzustellen. Bei dem nachfolgenden Abzug der gesetzlich vorgegebenen

Körperschaftsteuer muss zudem auch die gesetzlich bestimmte Höhe des Solidaritätszuschlages berücksichtigt werden (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156).

jj) Dem Anteilseigner muss nach Abzug der persönlichen Einkommenssteuer ein Betrag verbleiben, der dem Wert eines durchschnittlich auszuschüttenden Gewinnanteils entspricht. Dies entspricht vorliegend einem Betrag von 0,87 € je Stückaktie der Frogster. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs hat eine Bereinigung um die Auswirkungen der Körperschaftsteuer stattzufinden, so dass sich eine vom jeweils geltenden Steuersatz unabhängige, konstante jährliche Bruttoausgleichszahlung ergibt. Diese ist nach den Berechnungen von mit 1,18 € zu beziffern, so dass sich eine Bruttoausgleichszahlung von 1,40 € ergibt.

k) Ergebnis

Damit ergibt sich folgende Herleitung der Ausgleichszahlung:

Barwert der Dividenden		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nettoeinnahmen	TEUR					4.748	5.412	5.675	5.857	6.140
Anzahl Aktien	Tsd.					2.900	2.900	2.900	2.900	2.900
Nettoeinnahmen je Aktie	EUR					1,6	1,9	2,0	2,0	2,1
Kalkulationszinssatz		7,64%	8,02%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	6,44%
Barwert der Dividenden je Aktie zum 01.01.	EUR	22,44	24,16	26,10	28,17	30,40	31,18	31,79	32,35	32,90
Barwert der Dividenden je Aktie zum 28.06.2011	EUR	23,27								

Barwert der Ausgleichszahlungen		2011	2012	2013	2014
Netto-Ausgleichszahlungen je Aktie	EUR	0,87	0,87	0,87	0,87
Einheitlicher Basiszinssatz vor ESt		3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Abgeltungsteuer zzgl. SolZ		26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Einheitlicher Basiszinssatz nach ESt		2,76%	2,76%	2,76%	2,76%
Credit Spread vor ESt		0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
Credit Spread nach ESt		0,55%	0,55%	0,55%	0,55%
Kalkulationszinssatz		3,31%	3,31%	3,31%	3,31%
Barwert der Ausgleichszahlungen zum 01.01.	EUR	3,19	2,43	1,65	0,84
Barwert der Ausgleichszahlungen zum 28.06.	EUR	3,25			

Barwert Ausgleichszahl. + Dividenden zum 28.06.2011	EUR	26,52
---	-----	-------

Check

Unternehmenswert je Aktie / Abfindungswert 26,52

Delta 0,0000

Berechnung der Brutto-Ausgleichszahlung

(Ziel-)Ausgleichszahlung je Aktie nach ESt	EUR	0,87	
Abgeltungsteuer 25 % zzgl. SolZ	EUR	0,31	26,38%
jährliche Ausgleichszahlung je Aktie vor ESt	EUR	1,18	
Körperschaftsteuer 15 % zzgl. SolZ	EUR	0,22	15,83%
jährliche Bruttoausgleichszahlung je Aktie	EUR	1,40	

19. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, § 15 Abs. 1 SpruchG. Von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003, 30331282). Lediglich die bloße Erfolglosigkeit des Erhöhungsbegehrens kann regelmäßig nicht zur Kostentragungspflicht der Antragsteller führen (vgl. Simon/Winter, SpruchG, Rz. 62 zu § 15 SpruchG). Die Rechtfertigung für eine solch restriktive Handhabung liegt in der besonderen Natur

des Spruchverfahrens begründet: Gegenstand von Spruchverfahren sind gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen, die vom Mehrheitsaktionäre gegen den Willen der Minderheitsaktionäre durchgeführt werden. Hinsichtlich der als Kompensation gewährten angemessenen Entschädigung bedürfen die Minderheitsaktionäre eines effektiven Rechtsschutzes, der bei einer möglichen Belastung mit Gerichtskosten für den Fall des Misserfolgs des Spruchverfahrens deutlich beeinträchtigt wäre (vgl. KölnKomm/Roskopf, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 38 zu § 15 SpruchG).

b) Da die Anträge im Hinblick auf die Höhe des Ausgleichs erfolgreich waren, entsprach es zudem der Billigkeit, der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen. § 15 Abs. 2 SpruchG sieht insoweit ein dem § 23 Nr. 14 GNotKG entgegengesetztes Regel-/Ausnahmeverhältnis vor. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs nur dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass nur die Unzulässigkeit beziehungsweise Unbegründetheit der Anträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller ihre Kosten endgültig selbst zu tragen haben (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 89 zu § 15 SpruchG; KölnKomm/Roskopf, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 48 zu § 15 SpruchG).

20. Weitere Nebenentscheidungen

Weiterer Aussprüche bedurfte es im hiesigen Verfahren nicht. Insbesondere war keine Entscheidung über die Verzinsung der Ansprüche der Minderheitsaktionäre oder über den Zeitpunkt der Fälligkeit des Ausgleichs zu treffen.

Gegenstand des Spruchverfahrens ist grundsätzlich nur die Überprüfung der Angemessenheit von vertraglich vereinbartem Ausgleich und Abfindung. Der im Spruchverfahren ergehende Beschluss ist kein Vollstreckungstitel. Über die Verzinsung als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs hat daher im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilsinhaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann. Die gesetzliche Verzinsung des § 305 Absatz 3 Satz 3 AktG mag klarstellend aufgenommen werden, sie muss es aber nicht (vgl. BGH, NZG 2003, 1017; streitig: für eine Tenorierung: OLG Düsseldorf, NZG 2005, 280; dagegen etwa Hüffer, a.a.O., Rz. 26a zu § 305 AktG).

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diesen Beschluss finden die Rechtsmittel der Beschwerde oder der Sprungrechtsbeschwerde statt.