

Geschäftsnummer:
32 AktE 24/05 KfH

21. September 2009



Landgericht Stuttgart
32. Kammer für Handelssachen
Beschluss

In dem Spruchverfahren

gegen

wegen Barabfindung gem. §§ 327 a ff. AktG

Gründe:

I.

Die Antragsteller verlangen im Spruchverfahren die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung wegen ihres Ausschlusses als Minderheitsaktionäre der APCOA Parking AG, Leinfelden-Echterdingen, durch Übernahme ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin, als Mehrheitsaktionärin (§ 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die APCOA AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Leinfelden-Echterdingen. Die AG leitet als Holdinggesellschaft einer Gruppe in- und ausländischer Beteiligungsgesellschaften. Die Beteiligungsgesellschaften sind unter der Bezeichnung „APCOA“ auf dem Gebiet der Parkraumbewirtschaftung, der Betreuung von Immobilien und der Erbringung von auf Verkehrssteuerung bezogenen Dienstleistungen tätig. Insbesondere erwerben, mieten, pachten, verwalten, veräußern, vermieten und verpachten diese Parkplätze und Parkhäuser, wobei die APCOA AG auf diesem Gebiet auch selbständig tätig werden kann oder sich auf die Verwaltung ihrer Beteiligungen beschränkt. Zunächst wurde die APCOA Parking AG als APCOA Autoparking GmbH, Deutschland, als Tochtergesellschaft der APCOA Inc., Cleveland, Ohio, USA, einer Konzerngesellschaft der ITT Corporation, New York, USA, gegründet neben weiteren europäischen Schwestergesellschaften. 1991 veräußerte die APCOA Inc. die europäischen Aktivitäten an den Finanzinvestor Doughty Hanson, eine Investorengruppe. 1995 wurde die APCOA Parking AG als neue Konzernholding gegründet und noch im selben Jahr wurden ihre Aktien am geregelten Markt der Börsen Düsseldorf, Stuttgart und der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Im Jahr 2000 erwarb die Salamander AG, Kornwestheim, mehrere Aktienpakete an der APCOA AG und schloss im Jahr 2001 einen Gewinnabführungsvertrag. Am 28.05.2004 erwarb die Parking GmbH, eine Beteiligungsgesellschaft der Investcorp-Gruppe, von der Salamander AG 98,26 % der Aktien an der APCOA AG. Der Gewinnabführungsvertrag mit der Salamander AG wurde gekündigt. In der Folgezeit erhöhte die Antragsgegnerin ihren Aktienanteil an der APCOA AG auf 98,92 %.

Das Grundkapital der APCOA AG beträgt 5.121.736,04 Euro und ist in 2.003.449 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Hiervon hält die Antragsgegnerin 1.981.902 Aktien (ca. 98,92 % des Grundkapitals und der Stimmrechte). Die übrigen Aktien (21.547) sind im Streubesitz.

Die APCOA AG als Managementholding mit „Koordinationsaufgaben für die Gesellschaften“ ist über diese europaweit als Parkraumbewirtschafter in elf Ländern mit Schwerpunkten in Deutschland, Österreich, Großbritannien, Italien und Norwegen tätig. In Deutschland und Österreich beschäftigt der APCOA-Konzern mehr als 813 Mitarbeiter an 453 Standorten.

Durch Beschluss der außerordentlichen Hauptversammlung der APCOA AG vom 13./14.12.2004 wurden die Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin, die Antragsgegnerin, übertragen gegen eine Barabfindung in Höhe von 147,50 Euro je Aktie, erhöht von 140,- Euro anhand erneut gewogener Durchschnittskurse der APCOA Aktie am Morgen des 13.12.2004. Grundlage der Barabfindung war eine von der

im Auftrag der Antragsgegnerin durchgeführte Unternehmensbewertung vom 26.10.2004, die Eingang in den gemeinsamen Bericht des Vorstandes der APCOA Parking AG und der Geschäftsführung der Antragsgegnerin fand. Die

erstellte am 27.10.2004 aufgrund eines Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 27.07.2004 den Prüfungsbericht.

Der Übertragungsbeschluss wurde am 20.05.2005 ins Handelsregister eingetragen und am 22.06.2005 im elektronischen Bundesanzeiger bekanntgemacht.

Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs in den drei Monaten vor der Hauptversammlung betrug 147,09 Euro pro Aktie und in den drei Monaten vor der Veröffentlichung des Pflichtangebots der Antragsgegnerin gemäß § 35 WpÜG (07.08.2004) 139,70 Euro je Aktie.

Die Antragsteller tragen vor:

Die Barabfindung von 147,50 Euro je Aktie sei unangemessen niedrig. Der Unternehmensbewertung seien zu pessimistische Planzahlen im Hinblick auf die Marktführerstel-

lung der APCOA AG zugrunde gelegt worden. So sei das geplante EBIT unplausibel, insbesondere sei der Einbruch im Jahr 2007 bei zuvor hohen Steigerungen auffallend. Ebenso sei bei den erwarteten Ergebnissen vor Zins und Steuer der ausländischen Gesellschaften in Landeswährung mit unbekanntem Forward Rates der Wechselkurse umgerechnet worden, wobei den Antragstellern der Stichtag dieser Forward Rates und deren zugrunde gelegte Wechselkursprognose unbekannt seien. Auch sei der Referenzzeitraum der Jahre 2001 bis 2003 als Grundlage einer Planungstreue und einer Planungsprognose zu kurz. Unklar sei die Erhöhung des Materialaufwandes ab dem Jahr 2007. Unklar sei dazuhin, ob die Investitionen von 5,4 Mio. Euro auf Erweiterungs- und Erhaltungsinvestitionen entfielen. Ebenso sei die Reinvestitionsrate von 20 Mio. Euro im Hinblick auf das verminderte Wachstum falsch. Es seien zu hohe Personalkosten eingeplant worden. Konsolidierungen seien lediglich pauschal begründet worden, ebenso nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Auch sei das Zinsergebnis nicht nachvollziehbar. Zudem fehle eine Liquidationswertermittlung. Im Übrigen rügen die Antragsteller die Anwendung eines zu hohen typisierten Steuersatzes bei Zugrundelegung eines zu hohen Basiszinssatzes von 5,5 %, sowie einer zu hohen Marktrisikoprämie von 5 %, eines zu hohen Betafaktors von 0,9 unter unzulässiger Heranziehung des Betafaktors einer Peer-Group, statt des unternehmenseigenen Betafaktors sowie einen zu geringen Wachstumsabschlag von 1 %.

Im Übrigen wird auf den Inhalt sämtlicher Schriftsätze aller Antragsteller nebst Anlagen verwiesen.

Die Antragsgegnerin rügt die Zulässigkeit der meisten Anträge insbesondere im Hinblick auf fehlende konkrete Einwendungen sowie eine unzureichende stichtagsbezogene Darlegung der Aktionärsstellung. Im Übrigen sei der Unternehmenswert korrekt und zutreffend ermittelt worden, ebenso die daraus abgeleitete Höhe der Barabfindung.

Zum Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre wurde
bestellt.

Mit Beweisbeschluss vom 22.12.2005 hat das Landgericht Stuttgart den Sachverständigen und Wirtschaftsprüfer

mit der Erstattung eines

Gutachtens zum Wert einer Aktie der APCOA Parking AG am 13.12.2004 beauftragt. Der Sachverständige hat das Gutachten am 07.11.2008 erstattet und bei seiner mündlichen Anhörung vor der Kammer am 13.05.2009 weiter erläutert. Insoweit wird auf das Gutachten und die Protokollniederschrift vom 13.05.2009 verwiesen.

II.

1. Zulässigkeit der Anträge:

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 1	Ziff. 2	Ziff. 3
	Ziff. 5	Ziff. 7
Ziff. 9	Ziff. 13	und Ziff. 24.

Ziff. 3 und Ziff. 7 sind unzulässig, denn bei dem Bestreiten der Antragsgegnerin wurde die Aktionärsstellung nicht stichtagsbezogen zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses ins Handelsregister, am 20.05.2005, durch Urkunden nachgewiesen (§ 3 Satz 1 Nr. 1, Satz 2 SpruchG). Für den Nachweis der Aktionärsstellung genügt insbesondere nicht die Darlegung der Auszahlung von 147,50 Euro zu einem anderen Stichtag (Antragsteller 1, 2, 3, 4, 5, 7, 13 und 24) bzw. die Darlegung der Aktionärsstellung zu einem anderen Stichtag (Antragsteller 3, 4) oder lediglich die Mitteilung einer Bank über den Zwangsausschluss (Antragsteller Ziff. 9).

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 6, 8, 10 bis 12 und 14 bis 23 sind zulässig. Diese Antragsteller haben ihre Anträge innerhalb der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 eingereicht, mit hinreichend konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Barabfindung unterlegt (§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG) und jeweils ihre Antragsberechtigung zum Stichtag (§ 3 Abs. 1 Nr. 2, Satz 2, § 4 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 SpruchG) nachgewiesen.

2. Die Anträge sind jedoch in der Sache nicht begründet.

Die Höhe der Barabfindung, wie sie im Übertragungsbeschluss der APCOA Parking AG vom 13./14.12.2005 mit 147,50 Euro je Aktie festgelegt worden ist, entspricht nach Überzeugung der Kammer den Verhältnissen der Gesellschaft, insbesondere dem vollen Wert des Unternehmens unter Berücksichtigung seiner künftigen Er-

tragsaussichten bei Beachtung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) vom 13.12.2004 (§ 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG). Angemessen ist danach eine Barabfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung verschafft im Hinblick auf den Wert seiner Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen. Zu ermitteln ist der sogenannte Grenzpreis, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann. Aufgrund der überzeugenden Darlegung des gerichtlichen Sachverständigen in seinem schriftlichen Gutachten vom 07.11.2008 i.V.m. seinen mündlichen Ergänzungen und Erläuterungen vor der Kammer am 13.05.2009 (Bl. 425 bis 436 d.A.) steht für das Gericht fest, dass die Unternehmensbewertung der

vom 26.10.2004, die Grundlage für die im Übertragungsbeschluss festgesetzte Höhe der Barabfindung war, unter Anwendung richtiger Bewertungsmethoden den Wert der APCOA Parking AG und damit den Beteiligungswert der Antragsteller als Aktionäre insbesondere auch unter Beachtung des Börsenkurses der APCOA Parking AG im Wesentlichen korrekt ermittelt hatte, wobei jedoch der gerichtliche Sachverständige den vom Bewertungsgutachter mit 228.692.000,00 Euro ermittelten Unternehmenswert mit 258.368.000,00 Euro (im schriftlichen Gutachten) bzw. 266.720.000,00 Euro (in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 12.06.2009 zu seinen mündlichen Äußerungen bei Zugrundelegung eines geringfügig niedrigeren, von 4,68% abgerundeten Basiszinssatzes von 4,5 %) ermittelt hatte, jedoch ohne Einfluss auf die Höhe des über dem Börsenkurs festgesetzten Barabfindungsbetrags von 147,50 Euro.

Der gerichtliche Sachverständige, der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer haben bei der Ermittlung des Unternehmenswertes die Ertragswertmethode zugrunde gelegt. Dies entspricht der Praxis der Gerichte, wonach sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens richtet, ergänzt durch eine besondere Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert anzusetzen ist. Der Ertragswert eines Unternehmens ist danach der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolg abgeleitet werden, gewonnen wird. Bei der Bewertung des Unternehmens ist jedoch zu beachten, dass kein mathema-

tisch exakter oder „wahrer“ Wert zum Stichtag festgestellt werden kann. Vielmehr handelt es sich bei den in die Zukunft gerichteten Planrechnungen des Unternehmens um Zukunftsprognosen, die zwangsläufig unsicher sind. Deshalb sind bei der Erstellung von Planungsrechnungen regelmäßig zum Teil erhebliche Spielräume gegeben, die zu Bandbreiten möglicher Planungsansätze führen. Aussagen über unternehmerische Planungsrechnungen können daher nicht in die Kategorien von „richtig“ oder „falsch“ eingeordnet werden, sondern nur in die Kategorien „plausibel“ oder „nicht plausibel“. „Plausibel“ ist eine Planungsrechnung jedoch dann, wenn sie ein in sich schlüssiges, widerspruchsfreies Rechenwerk darstellt und die zugrunde gelegten Planungsprämissen innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegen. Das Gericht hat sodann unter Beachtung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage der Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712 ff.).

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswertes der APCOA Parking AG im Rahmen der vom Gericht vorzunehmenden Tatsachenfeststellung muss grundsätzlich die von dem Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose ihrer Zukunftserträge sein, die jedoch nur eingeschränkt überprüfbar ist. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist nämlich in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen müssen auf zutreffenden Informationen beruhen und sind auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung auf einer solchen Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese nicht durch eine andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahme des Gerichts ersetzt werden.

Nach Überzeugung der Kammer, insbesondere auch aufgrund der mündlichen Anhörung des Sachverständigen hat dieser in überzeugender Weise in seinem Gutachten in Verbindung mit der ergänzenden Stellungnahme vom 12.06.2009 (vgl. Landgericht Stuttgart Aktenzeichen 32 AktE 2/05 KfH Seite 462) dargelegt, dass der Unternehmenswert zum 13.12.2004 (Stichtag) 258.368.000,00 Euro betrug (ob der Unternehmenswert bei 266.720.000,00 € lag, kann wegen Unmaßgeblichkeit für die Höhe der Barabfindung dahinstehen). Hierbei hat der Sachverständige den Unternehmenswert anhand betriebswirtschaftlich anerkannter Me-

thoden ermittelt, wobei Grundlage die Planungsrechnungen des Unternehmens waren, die ihrerseits auf Prämissen beruhten, die innerhalb angemessener Bandbreiten lagen. Eine Tendenz zu unangemessen niedrigen Planansätzen zu Lasten der Antragsteller ist nicht erkennbar.

Hierzu im Einzelnen:

- a) Der Sachverständige (ebenso der Unternehmensbewerter und der sachverständige Prüfer) hat zu Recht der Unternehmensbewertung das in Literatur und Rechtsprechung herrschende Ertragswertverfahren zugrunde gelegt (BVerfGE 100, 289 ff.). Ein Methodenfehler durch Verzicht auf die Ermittlung des sogenannten „Liquidationswerts“ der AG liegt nicht vor. Nach allgemeinen Unternehmensbewertungsgrundsätzen, so wie sie vorliegend insbesondere im IDW S 1 2005 unter Ziff. 7.4 niedergelegt worden sind, ist der Liquidationswert eines Unternehmens dann zu ermitteln, wenn der Barwert der Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei der Annahme der Unternehmensfortführung überschreitet. Anhaltspunkte hierfür lagen jedoch nicht vor. Insbesondere bestand seitens der Unternehmensführung keine Absicht, das Unternehmen zu liquidieren. Der Sachverständige hat in seiner mündlichen Anhörung vor der Kammer zu Recht darauf hingewiesen (vgl. auch Parallelverfahren Aktenzeichen 32 AktE 2/05 KfH), dass die Geschäftsführung zum Stichtag einen Verkauf des Unternehmens weder als Ganzes noch in Einzelteilen beabsichtigt hatte. Als Sachverständiger (gleiches gilt für das Gericht) sei er jedoch nicht befugt, Entscheidungen der Geschäftsführung zu korrigieren, auch wenn sich hierdurch höhere Unternehmenswerte ergeben könnten. Im Übrigen habe die Prüfung des Liquidationswertes im Sinne eines Zerschlagungswertes keine höhere Bewertung ergeben. Diesen Überlegungen habe zugrunde gelegen, dass vorliegend immaterielle Vermögensgegenstände von 89 Mio. Euro und Sachanlagen von 56 Mio. Euro vorlagen. Im Bereich der Sachanlagen seien insbesondere Ausstattungen für Parkraumbewirtschaftungen enthalten gewesen, jedoch nahezu keine Grundstücke. Insoweit seien keine stillen Reserven zu erwarten gewesen mit der Folge, dass die Buchwerte näherungsweise den Verkehrswerten entsprochen hätten. Im Bereich des Umlaufvermögens habe es geringe Vorräte gegeben. Da Forderungen und flüssige Mittel ohnehin zu Nominalwerten ausgewiesen wer-

den, entspreche auch hier der Buchwert nahezu dem Verkehrswert. Gleiches gelte bei den Schuldpositionen. Die Berechnung habe deshalb einen Liquidationswert von 36 Mio. Euro vor Abzug von Liquidationskosten ergeben. Dieser Wert liege aber beträchtlich unter dem von ihm ermittelten Wert von ca. 258 Mio. Euro (bzw. 266.720.000,-- Euro in seiner Nachberechnung).

Der gerichtliche Sachverständige hat nach Überzeugung der Kammer auch zu Recht der Unternehmensbewertung die Grundsätze des IDW S 1 2005 und nicht diejenige des IDW S 1 vom 28.06.2000 zugrunde gelegt, obwohl der Bewertungsstichtag (13.12.2004) vor der ersten Veröffentlichung des IDW S1 Neu im Januar 2005 bzw. am 18.10.2005 bezüglich seiner endgültigen Fassung lag. Der Sachverständige hat überzeugend dargelegt, dass die Veröffentlichung des IDW-Standards (hier: 2005) zwar zu einem bestimmten Tag erfolge, die Fachdiskussion aber dieser Veröffentlichung deutlich vorgelagert sei. Wirtschaftsprüfern sei jedoch diese Diskussion bekannt. Da diese jedoch bereits zum vorliegenden Stichtag andauert hatte, hat der Sachverständige zu Recht den vorliegenden Bewertungsstichtag den neuen IDW-Grundsätzen 2005 zugrunde gelegt.

b) Unternehmensplanung:

Die vorliegende Unternehmensplanung folgte der vom IDW empfohlenen Phasenmethode mit der Planphase I vom 01.01.2004 bis 31.12.2007. Die Planphase II (ewige Rente) umfasste die Geschäftsjahre 2008 ff. Da vorliegend das Bewertungsobjekt (APCOA Parking AG) als Holdinggesellschaft eine Gruppe in- und ausländischer Beteiligungsgesellschaften leitete (mit Schwerpunkten in Deutschland, Österreich, Großbritannien, Italien und Norwegen), wurde die Planung der zum APCOA-Konzern gehörenden Unternehmen jeweils von den einzelnen Gesellschaftern der APCOA AG erstellt und zwar jeweils in entsprechender Landeswährung mit anschließender Umrechnung in Euro auf der Grundlage der jeweiligen Forward Rates der einzelnen Planes Geschäftsjahre 2004 bis 2007. Die von den Gesellschaften erstellten Planungen wurden von der APCOA AG zu einem Ergebnisplan auf Segment- bzw. Konzernebene konsolidiert. Insoweit und insbesondere auch zur Frage der Planungsqualität und Planungstreue beanstandete der gerichtliche Sachverständige an dem Bewertungsgutachten nichts.

Insbesondere war der Zeitraum der Geschäftsjahre 2001 bis 2003 hinreichend aussagefähig für eine tragfähige Vergangenheitsanalyse.

Im Hinblick auf die Rüge einiger Antragsteller, dass die Planzahlen insbesondere im Hinblick auf die starke Marktstellung der APCOA AG vor allem in den Kernmärkten Deutschland und Großbritannien zu pessimistisch ausgefallen seien, führte der Sachverständige überzeugend Folgendes aus:

Die Vergangenheitsanalyse erfolgte anhand von Vermögens-, Finanz- und Vertragslage der Geschäftsjahre 2001 bis 2003 auf Basis der geprüften Konzernabschlüsse. Die von dem Bewertungsgutachter vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse (bezüglich Rückstellungszuführungen, bzw. Rückstellungsaufösungen, Anlagenabgängen, einmaligen und periodenfremden Aufwendungen und Erträge) seien nicht zu beanstanden. Jedoch zeige - so der Sachverständige - die Vergangenheitsentwicklung der Jahre 2001 bis 2003 für den APCOA-Konzern einen deutlichen Umsatzanstieg von 371 Mio. Euro in 2001 auf 413 Mio. Euro in 2002 und sodann einen Rückgang auf 405 Mio. Euro in 2003. Jedoch sei dieser positiven Entwicklung des Geschäftsvolumens keine entsprechende Ergebnisentwicklung gegenübergestanden. Das betriebliche Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte trotz wesentlichen Anstiegs des Geschäftsvolumens nicht gesteigert werden, sondern hat sich deutlich rückläufig entwickelt. Dies habe sich sowohl auf der Ebene der Summen-EBIT-Rechnung als auch in der Sicht der unbereinigten sowie der bereinigten konsolidierten Ergebnisse gezeigt. So sei in der Summen-EBIT-Betrachtung der Umsatzanstieg von 2001 auf 2002 von ca. 42 Mio. Euro ohne nennenswerten Ergebnisbeitrag geblieben und trotz weiterhin hohem Umsatzniveau sei in 2003 das Summen-EBIT um ca. 4 Mio. Euro gefallen. Vor Bereinigungen sei ein Rückgang des konsolidierten EBIT von 20.029.000,00 Euro in 2001 auf 19.759.000,00 Euro in 2002 und 16.211.000,00 Euro in 2003 zu verzeichnen gewesen. Nach Bereinigungen habe sich ein Rückgang des konsolidierten EBIT von 20.165.000,00 Euro im Jahr 2001 über 18.374.000,00 Euro in 2002 auf 17.016.000,00 Euro in 2003 ergeben. Diese Vergangenheitsbetrachtung bestätigte - so der Sachverständige - die Erfolgsfaktorenanalyse des Bewertungsgutachters dahingehend, dass es für die zukünftige Ergebnissituation von APCOA angesichts der gegebenen Wettbewerbssituation nicht nur auf die Akquisition von Neugeschäften und die

Verlängerung bestehender Verträge ankomme, sondern insbesondere auch auf die damit verbundenen Vertragskonditionen (Mietkonditionen, zu übernehmende Investitionen etc.) und deren Einfluss auf die Ergebnismargen. In diesem Zusammenhang ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die Gesellschaften des APCOA-Konzerns regelmäßig nicht Eigentümer der bewirtschafteten Parkhäuser oder Eigentümer von grundstücksgleichen Rechten sind. Vielmehr erfolgte die Bewirtschaftung des Parkraums hauptsächlich auf Grundlage von Pachtverträgen oder von Managementverträgen (Geschäftsbesorgungsverträgen). Die Regellaufzeit eines Pachtvertrages beträgt jedoch zehn Jahre, wobei mit Ausnahme von Großbritannien die APCOA AG die Parkraumbewirtschaftung überwiegend anhand von Pachtverträgen vornimmt. Die Regellaufzeit der Managementverträge beträgt fünf Jahre, wobei die APCOA-Gesellschaften als Vergütung vertraglich fixierte Managementgebühren erhalten.

- c) Bei der Unternehmensprognose rügten die Antragsteller, dass das Geschäftsjahr 2004 als erstes Planjahr der Phase I erfasst sei, obwohl der Stichtag am Jahresende 2004 liege, so dass die im laufenden Jahr 2000 bis zum Bewertungsstichtag tatsächlich eingetretenen Ergebnisse zu berücksichtigen gewesen seien. Der gerichtliche Sachverständige führte hierzu überzeugend aus, dass vorliegend der Bewertung zugrunde liegende Planungsrechnungen im Juli 2004 auf Basis der im Herbst 2003 verabschiedeten Planung überarbeitet worden seien. Die überarbeiteten Planungen hätten den aktuellen Kenntnisstand der Planungsverantwortlichen in den in- und ausländischen Gesellschaften im Zeitpunkt der Überarbeitung berücksichtigt. Im Zeitraum ab Fertigung des Bewertungsgutachtens bis zur Hauptversammlung am 13.12.2004 sei die weitere Entwicklung der Gesellschaft im Hinblick auf erforderliche Anpassungen der Planung durch den Vorstand der APCOA überprüft worden. Hierbei sei der Vorstand zu dem Ergebnis gekommen, dass die seit Fertigung des Gutachtens eingetretenen Entwicklungen eine Anpassung der Planung nicht rechtfertigten. Der Sachverständige führte hierzu weiter aus, dass aus einem Zwischenabschluss zum 30.06.2004 ersichtlich gewesen sei, dass die Jahresplanung in 2004 von einer erheblichen Verbesserung der Ergebnissituation im zweiten Halbjahr 2004 gegenüber der Entwicklung im ersten Halbjahr ausgegangen sei. Deshalb bestünden keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass tatsächlich bis zum Bewertungsstichtag

eingetretene Ergebnisse zu Lasten der außenstehenden Aktionäre berücksichtigt worden seien. Obwohl die Vergangenheitsentwicklung der Jahre 2001 bis 2003 bei den Umsatzerlösen durchaus keine kontinuierliche Steigerung aufgewiesen habe, prognostizierte die Umsatzplanung für die Jahre 2004 bis 2007 (Phase I) eine Umsatzerlössteigerung von 432.014.000,00 Euro in 2004, auf 441.743.000,00 Euro in 2005, auf 457.658.000,00 Euro in 2006 und letztlich auf 483.856.000,00 Euro in 2007. Die Planung unterstellte hier einen kontinuierlichen Anstieg von Umsatzerlösen und Gesamtleistung. Der Sachverständige kam deshalb überzeugend zu dem Ergebnis, dass die Prognose des Umsatzwachstums durchaus im Rahmen des bisherigen Wachstums lag. Anhaltspunkte dafür, dass diese Planung zum Nachteil der Antragsteller zu pessimistisch ausgefallen war, hat die Kammer daher nicht. In diesem Zusammenhang ist wiederum darauf hinzuweisen, dass der Umsatzplanung eine Ableitung der Umsatzerlöse aus den jeweiligen langfristigen Pacht- und Managementverträgen der Gesellschaften zugrunde lag. Wo hier Anhaltspunkte für eine plötzliche Umsatzsteigerung liegen sollten, erschließt sich der Kammer nicht.

- d) Nach den Darlegungen des Sachverständigen begegnet auch die Planung des Materialaufwandes keinen Bedenken. Grundlage des Materialaufwandes ist wiederum die Tatsache, dass bei den vorliegenden Pachtverträgen der zu zahlende Pachtzins bei APCOA als Materialaufwand zu erfassen ist. Mit Ausnahme von Großbritannien sind jedoch Pachtverträge die Hauptgrundlage des Geschäftsmodells. Zu den Pachtaufwendungen sind noch Reinigungs- und Energiekosten als weiterer Materialaufwand hinzuzurechnen. Die Vergangenheitsentwicklung der Jahre 2001 bis 2003 zeigte hier einen leichten Materialaufwandsanstieg von 224.139.000,00 Euro über 249.406.000,00 Euro auf 249.209.000,00 Euro. In den Planjahren 2004 bis 2007 wurde ein Materialaufwand angesetzt von 265.810.000,00 Euro über 274.645.000,00 Euro und 281.925.000,00 Euro auf 306.462.000,00 Euro in 2007. Diese Entwicklung der Materialkostenquote im Segment Deutschland/Österreich im Jahr 2007 wird - so der Sachverständige - mit der Umstellung und Verlängerung eines wichtigen Vertrages in Deutschland vom Management- auf einen Pachtvertrag begründet, wobei die Vertragsänderung zum 01.01.2007 zum Planungszeitpunkt bereits unterzeichnet und damit rechtsverbindlich vereinbart gewesen war. Diese Vertragsänderung führte zu ei-

ner Erhöhung sowohl der Umsätze als auch der Materialaufwendungen, wobei die Erhöhung der Materialaufwendungen stärker ausfiel als die Erhöhung der Umsatzerlöse. Der Sachverständige hat sich durch Einsichtnahme in den Vertrag über die Zulässigkeit dieser Planannahme überzeugt. Demgegenüber beruht der Anstieg des Materialaufwandes im Segment Großbritannien nicht ausschließlich auf der Umstellung einiger Verträge von Pacht- auf Managementvertrag, sondern wird dazuhin auf einem moderaten Geschäftsverlauf in 2004 erklärt. Der Geschäftsverlauf ergebe sich aufgrund von Mieterhöhungen bei einzelnen Pachtverträgen sowie dem Wegfall einiger Managementverträge im sogenannten „On-Street-Bereich“. Da letztere Effekte jedoch überwogen hätten, sei es - so der Sachverständige - per Saldo zu einer leichten Erhöhung der Materialkostenquote im Bereich England gekommen. Insgesamt ist deshalb für die Kammer die Entwicklung der Materialkostenquote plausibel, nachvollziehbar und nicht zu beanstanden.

- e) Gleiches gilt für die Planung des Personalaufwandes. Die realisierte Personalaufwandsquote im Vergangenheitszeitraum 2001 bis 2003 lag mit 24 % der Gesamtleistung sogar höher als die geplanten Personalaufwendungen für den Planungszeitraum 2004 bis 2007 mit einer Quote in Höhe von 22 % im Verhältnis zur Gesamtleistung. Diese für die Antragsteller günstige Relation setzt sich in der nachhaltigen Planung in der Planphase II fort.
- f) Auch die Abschreibungen und die Reinvestitionsrate begegnen keinen Bedenken. Die Abschreibungen im Vergangenheitszeitraum 2001 bis 2003 erhöhten sich von 3,7 % auf 4,5 % (13.860.000,00 Euro über 16.301.000,00 Euro auf 18.226.000,00 Euro). In der Phase I wurde diese Quote angesetzt zwischen 4,4 % bis 4,5 %. Dieser Ansatz orientiert sich offensichtlich an den Erfahrungswerten der Vergangenheit. Ansatzpunkte für Beanstandungen gibt es hier nicht.
- g) Auch die Entwicklung der EBIT-Prognose für die Planphasen I und II sind nach den überzeugenden Ausführungen des Sachverständigen nachvollziehbar und plausibel. Die EBIT-Entwicklung in den Vergangenheitsjahren 2001 bis 2003 war durch einen Rückgang geprägt aufgrund einer Umstellung eines wichtigen Vertrages im Segment Deutschland/Österreich mit Gültigkeit ab 01.01.2007 (s.o.).

Gleichwohl wurde in der Planungsphase I eine Erhöhung des konsolidierten EBIT angesetzt von 19.069.000,00 Euro in 2004 über 20.816.000,00 Euro und 22.895.000,00 Euro auf letztlich 22.113.000,00 Euro in 2007. Dies zeigt ein um ca. 15 % höheres EBIT-Niveau als im Vergangenheitszeitraum. Die EBIT-Planung geht deshalb nicht nur von einem wesentlichen Umsatzwachstum aus sondern auch von einer entsprechend positiven Entwicklung des Betriebsergebnisses. Anhaltspunkte dafür, dass diese Entwicklung noch viel günstiger hätte geplant werden müssen, hat weder der Sachverständige noch das Gericht, insbesondere bei Berücksichtigung des Umstandes, dass bei der Unternehmensplanung (Planphase I) das EBIT-Niveau einen Durchschnitt von 26.802.000,00 Euro aufweist und in der Planphase II, die einen sehr viel größeren Anteil des gesamten Unternehmenswertes ausmacht als die Phase I, eine weitere erhöhte EBIT-Prognose von 28.675.000,00 Euro angesetzt wird.

- h) Dazuhin kommt der Sachverständige überzeugend zu dem Ergebnis, dass auch die Verzinsung des Finanzergebnisses nicht zu beanstanden ist. Tatsächlich wurde der Finanzbedarf für 2007 mit 6,8 % verzinst, während der Finanzbedarf der Folgejahre (ab 2008) dagegen lediglich mit einer Verzinsung von 6 % angesetzt wurde. Dies hält der Sachverständige nachvollziehbarer Weise für sachgerecht.
- i) Darüber hinaus führt der gerichtliche Gutachter aus, dass die Währungsumrechnung und die Konsolidierung im Bewertungsgutachten nachvollziehbar vorgenommen worden sind. Konkrete Anhaltspunkte für eine methodisch sachfremde Vorgehensweise bei der Währungsumrechnung seien nicht erkennbar.
- j) Der Sachverständige führte weiter überzeugend aus, dass nicht betriebsnotwendiges Vermögen nicht zum Ansatz gekommen war. Die APCOA Limited Sunbury/Thames, UK, ist eine ruhende Gesellschaft ohne aktive Geschäftstätigkeit mit der Folge, dass eine gesonderte Bewertung nicht zum Ansatz kam. Darüber hinaus ist die APCOA-Gruppe ein Dienstleistungsunternehmen ohne Grundstückseigentum, und im Verhältnis zum Umfang ihrer Geschäftstätigkeit hat sie lediglich geringes Anlagevermögen. Anhaltspunkte für ein in die Bewertung einzufließendes nicht betriebsnotwendiges Vermögen bestehen deshalb nicht, insbeson-

dere auch nicht für betriebsnotwendige Liquiditätsreserven im Hinblick auf das geringe Eigenkapital und den hohen Verschuldungsgrad der APCOA AG.

k) Kapitalisierungszins und seine Faktoren:

k1) Basiszins:

Der Sachverständige hat in seinem schriftlichen Gutachten vom 07.11.2008 einen Basiszinssatz vor Ertragssteuern mit 4,75 % angesetzt, ausgehend von den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten und einer Fortschreibungsannahme anhand der Zinsstrukturkurve für den Zeitraum 12.09.2004 bis 12.12.2004. Bei seiner mündlichen Anhörung vor der Kammer erläuterte der Sachverständige weiter, dass er zum Stichtag von einem Zinssatz von 4,68 % ausgegangen sei und er diesen auf 4,75 % aufgerundet habe, nachdem der IDW Rundungen auf volle 0,25 % vorschlage. Im Hinblick auf die Interessen der antragstellenden Aktionäre wurde der Sachverständige seitens der Kammer gebeten, eine Nachberechnung bei Zugrundelegung einer Abrundung von 4,68 % auf 4,5 % vorzunehmen. Die Nachberechnung, die zu einem erhöhten Unternehmenswert von 266.720.000,00 Euro führte, wirkte sich jedoch letztlich „ergebnisneutral“ aus. Jedenfalls bewegt sich der Basiszinssatz vor persönlichen Ertragssteuern in Höhe von 4,75 % unabhängig von der Frage, welche Zeiträume für die Zinserträge risikoarmer vergleichbarer öffentlicher Anlagen heranzuziehen sind, grundsätzlich innerhalb angenommener Werte der Rechtsprechung und wird von der Kammer nicht beanstandet und deshalb der Bewertung zugrunde gelegt.

k2) Risikozuschlag:

Vorliegend hat der Sachverständige einen Risikozuschlag nach den Grundsätzen des CAPM-Modells bemessen, mithin mit seinen Unterkomponenten Marktrisiko prämie und Betafaktor. Eine Marktrisiko prämie von 5,5 % vor Steuern bewegt sich ebenfalls innerhalb der von der Rechtsprechung angenommenen Bandbreiten und Bewertungen. Dies gilt insbesondere für eine Marktrisiko prämie vor Steuern. Das Oberlandesgericht Stuttgart hat in seinen bisherigen Entscheidungen, bei denen noch als Alternativanlage eine voll zu versteuernde risikolose Anlage herangezogen wurde, einen Vorsteuersatz von 4,5 % allgemein für angemessen bewertet und festgesetzt. Inzwischen scheint sich nach Überzeugung

der Kammer jedoch im Zusammenhang mit dem IDW S 1 2005 die Ansicht durchgesetzt zu haben, dass bei der als Vergleich heranzuziehenden Alternativanlage wiederum von einem risikobehafteten Aktien-Portfolio auszugehen ist. Dadurch erhöht sich die Marktrisikoprämie, da die Aktienrendite sich aus den durchschnittlichen Ausschüttungsvarianten aller Aktien und dem Wertzuwachs zusammensetzt. Da jedoch nur die Dividendenerträge (als Durchschnittswert 40 % bis 50 % zugrunde gelegt) zu versteuern sind, nach bisherigem Steuerrecht der Wertzuwachs (entsprechend 60 % bis 70 %) jedoch steuerfrei bleibt, ist auch dies bei der anzunehmenden durchschnittlichen Aktienrendite zu berücksichtigen. Aus diesen Erwägungen lässt sich jedoch eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % plausibilisieren:

Die Aktienrendite war zumindest zu 50 % steuerfrei, und von den anderen 50 % sind 17,5 % typisierte Einkommensteuer abzusetzen, so dass sich eine Nachsteueraktienrendite von ca. 8,7 % ergibt. Hiervon ist sodann der um die typisierte Steuer mit 35 % ermäßigte Basiszins abzusetzen. Dies ergibt überschlägig einen bei ca. 5,5 % liegenden Nachsteuerwert für die Marktrisikoprämie.

Auch die Anwendung des CAPM-Modells ist nicht zu beanstanden, denn dessen Vorteil liegt durch die Zerlegung des Risikozuschlages in seine Komponenten „Marktrisikoprämie“ und „Betafaktor“ in einer erhöhten Nachprüfbarkeit und Objektivierbarkeit mit der Folge, dass in den letzten Jahren das CAPM-Modell sich als herrschendes Modell zur Ermittlung des Risikozuschlages durchgesetzt hat. Ein neues, diesem Modell überlegenes Modell ist derzeit nicht ersichtlich.

k3) Auch der Betafaktor von 0,6 (unverschuldet), wie vom gerichtlichen Sachverständigen anhand einer sog. „Peer-Group“ festgestellt, begegnet keinen Bedenken. Ein Betafaktor von 1 bedeutet, dass das individuelle Risiko des Unternehmens genau dem des betrachteten Markt-Portfolios entspricht im Hinblick auf die Volatilität der Rendite des Wertpapiers. Betawerte von < 1 drücken im Vergleich zum Markt-Portfolio ein geringeres Risiko aus. Vorliegend war insbesondere wegen der geringen Höhe des Aktienstreubesitzes der APCOA Parking AG (ca. 1,08 %) keine hinreichende statistische Signifikanz des unternehmenseigenen Betas der APCOA Parking AG gegeben. Dieses konnte deshalb zu Recht dem Betafaktor nicht zugrunde gelegt werden. Der Sachverständige hat deshalb in

korrekter Weise zur Ableitung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens auf den durchschnittlichen Betafaktor einer Gruppe von Wettbewerbern zurückgegriffen. Diese sogenannten „Peer-Group-Unternehmen“ stellen, da sie der gleichen Branche wie das zu bewertende Unternehmen angehören, auch nach Überzeugung der Kammer einen geeigneten Vergleichsmaßstab dar, um das systematische Risiko des Unternehmens zu ermitteln. Die Einbeziehung ausländischer Unternehmen in die Peer-Group ist nicht zu beanstanden. Inländische Vergleichsunternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell zur Bildung einer nationalen Peer-Group liegen nicht vor. Insbesondere die Heranziehung US-amerikanischer Vergleichsunternehmen ist nach Überzeugung der Kammer wegen eines tendenziell vergleichbaren Entwicklungsstandes dieser Volkswirtschaft mit der deutschen akzeptabel. Gleiches gilt für die Heranziehung des japanischen Unternehmens. Der gerichtliche Sachverständige legt hierbei einen Betafaktor von 0,6 zugrunde, der dem niedrigsten Betafaktor der Vergleichsunternehmen aus dem US-amerikanischen Raum sogar bei Annahme eines Verschuldungsgrades von 0 entspricht.

k4) Wachstumsabschlag:

Der Wachstumsabschlag von 1 % ist korrekt. Im Hinblick auf Untersuchungen, wonach die durchschnittlichen Gewinnsteigerungen deutscher Unternehmen in der Vergangenheit stets unter der Inflationsrate lagen, und zwar relativ konstant bei ca. 45 % der Inflationsrate, ist dieser Wachstumsabschlag nicht zu beanstanden.

k5) Persönliche Steuern:

Bewertungssystematisch ist die persönliche Einkommenssteuerbilanz der Anteilseigner bei der Ermittlung des Unternehmenswertes - in Abhängigkeit von der Betrachtung der Alternativrendite und der dort angerechneten Steuerbelastung - mit zu berücksichtigen. Die persönliche Einkommensteuer mindert den beim Anteilseigner verbleibenden finanziellen Überschuss und ist damit bewertungsrelevant. Da die steuerlichen Verhältnisse der außenstehenden Aktionäre nicht oder zumindest nicht vollständig bekannt sind, ist eine Typisierung der Steuerbelas-

tung notwendig. Ein hier angenommener typisierter Steuersatz von 35 % ist nach Überzeugung der Kammer in Ordnung.

Insgesamt errechnet sich damit ein Kapitalisierungszinssatz für die Phase I in Höhe von 6,39 % und in der ewigen Rente (Phase II) in Höhe von 5,39 % (risikoloser Basiszins vor persönlicher Ertragssteuer: 4,75 %, abzüglich 35 % persönliche Ertragssteuer, ergibt einen risikolosen Basiszins nach persönlicher Ertragssteuer von 3,09%. Hinzukommt ein Risikozuschlag nach persönlicher Ertragssteuer in Höhe von 3,3 % ausgehend von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % multipliziert mit einem Betafaktor von 0,6, abzüglich eines Wachstumsabschlages von 1 %, ergibt dies 5,39 % als Kalkulationszinssatz.

Der gerichtliche Sachverständige ermittelte auf dieser Basis einen Unternehmenswert in Höhe von 258.368.000,00 Euro. Pro Stückaktie ergibt dies einen Wert von 128,15 Euro, mithin weiterhin unterhalb des Wertes von 147,50 Euro gemäß Übertragungsbeschluss. Gleiches gilt bei Zugrundelegung eines abgerundeten Basiszinssatzes von 4,5%: Unternehmenswert: 266.720.000,00 €, Wert pro Aktie: 133,15 €.

Der Börsenkurs der APCOA Parking AG gebietet keinen darüber hinausgehenden Wertansatz pro Aktie. Unabhängig von der Frage, welcher Referenzzeitraum anzusetzen ist, zeigt der durchschnittlich gewichtete Börsenkurs auch im Referenzzeitraum drei Monate vor der Hauptversammlung lediglich einen Wert von 147,09 Euro (der gewichtete Börsenkurs im Zeitraum drei Monate vor Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme am 7.4.2004 weist einen gewichteten Börsenkurs von 139,70 Euro je Aktie aus).

Nach alledem ist den Anträgen der Erfolg zu versagen.

Die Kostenentscheidung folgt aus §§ 6 Abs. 2 Satz 1, 15 Abs. 2 Satz 1, Abs. 4 Spruchverfahrensgesetz, denn eine Auferlegung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller auf die Antragsgegnerin entsprach nicht der Billigkeit. Da in erster Instanz die Anträge erfolglos blieben, wurde der Geschäftswert mit 200.000,00 Euro gem. § 15 Abs. 1 Satz 2 Spruchverfahrensgesetz festgesetzt.