

I-26 W 2/10 (AKtE)
20 O 20/05 (AKtE)
LG Dortmund

Verkündet am 29.02.2012



OBERLANDESGERICHT DÜSSELDORF

BESCHLUSS

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung von Minderheitsaktionären der Anneliese Zementwerke AG aus Anlass der am 8. Dezember 2004 beschlossenen Übertragung der Aktien auf

an dem beteiligt sind:

gegen

hat der 26. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Düsseldorf auf die mündliche Verhandlung vom 25.01.2012 durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht
die Richterin am Oberlandesgericht und die Richterin am
Oberlandesgericht

b e s c h l o s s e n :

Die sofortige Beschwerde des Antragstellers zu 12) und Beschwerdeführers
und die – unselbständige –
Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin werden zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Beschwerdeverfahrens sowie die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters der Minderheitsaktionäre im Beschwerdeverfahren trägt die Antragsgegnerin. Die dem Antragsteller zu 12) als Beschwerdeführer im Beschwerdeverfahren entstandenen außergerichtlichen Kosten tragen er selbst und die Antragsgegnerin jeweils zur Hälfte. Die Antragsgegnerin trägt die den weiteren Antragstellern im Beschwerdeverfahren entstandenen außergerichtlichen Kosten.

Der Geschäftswert wird für die Beschwerdeinstanz auf 200.000,00 Euro festgesetzt.

G r ü n d e :

I.

Die Antragsteller sind frühere Aktionäre der Anneliese Zementwerke AG, deren Aktien durch Beschluss der Hauptversammlung vom 8. Dezember 2004 gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von 27,50 € je Stammaktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin übertragen wurden (sog. Squeeze out).

Die Anneliese Zementwerke AG wurde 1909 als Anneliese Portland-Cement & Wasserkalkwerke AG gegründet. Im Oktober 1910 wurde das Zementwerk im Norden

Ennigerlohs in Betrieb genommen. Durch kontinuierliche Weiterentwicklung und Integration zahlreicher anderer Werke wuchs sie in den folgenden Jahrzehnten zu einem der größten Zementhersteller Nordwestdeutschlands heran.

1935 wurde das heutige Werk Ennigerloh Nord und 1936 das heutige Werk Paderborn übernommen, 1972 erfolgte der Zusammenschluss mit der Elsa Zement- und Kalkwerke AG, Neubeckum, und der Germania Zementwerke AG, Ennigerloh; die Gesellschaft wurde in Anneliese Zementwerke AG umfirmiert. 1988 wurde im Zuge einer Kapitalerhöhung die Zementwerk Ilse GmbH & Co., Paderborn, übernommen. Dabei brachte die Antragsgegnerin ihre 50 %-Beteiligung an „Ilse“ als Sacheinlage ein, wodurch ihr Anteil an der Anneliese Zementwerke AG auf 32 % stieg. Im Jahr 1993 erwarb die Anneliese Zementwerke AG die Firma Gröne KG, Giesecke. 1996 wurden die Berg- und Tiefbauprodukte aus ihr ausgegliedert und in die neugegründete Tochtergesellschaft Anneliese Baustoffe für Umwelt und Tiefbau GmbH & Co. KG eingebracht. Mit dem Erwerb der Hermann Milke KG GmbH & Co. im Jahre 1997 kam das Zementwerk Milke in Geseke hinzu. Durch die Einbringung ihrer Anteile an Milke erhöhten die Dyckerhoff AG und die Antragsgegnerin ihre Anteile an der Anneliese Zementwerke AG auf 48,8 % bzw. 41,4 %. Im Jahr 2003 übernahm die Antragsgegnerin die Anteile der Dyckerhoff AG in Höhe von 48,8 % und die Anteile der Südbayrisches Portland Zementwerk GbR Wiesböck & Co. KG in Höhe von 5,9 % und stockte ihre Beteiligung an der Anneliese Zementwerke AG auf 97,4 % des Grundkapitals auf.

Unternehmensgegenstand der Anneliese Zementwerke AG ist die Gewinnung, Verarbeitung und der Vertrieb von mineralischen Rohstoffen, die Herstellung und der Vertrieb von Baustoffen jeder Art sowie sonstige Erzeugnisse der Stein und Erde In-

dustrie und verwandter Industriezweige. Das Unternehmen vertrat seine Produkte im Wesentlichen in den Märkten Nordwestdeutschlands und Hollands. In Nordrhein-Westfalen ist das Unternehmen in Bezug auf den Zementversand Marktführer.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 27,3 Mio. € und ist eingeteilt in 5.357.200 Stammaktien als Stückaktien und 3.742.800 Vorzugsaktien als Stückaktien ohne Stimmrecht, insgesamt somit 9,1 Mio. Stückaktien.

Zum 31. März 2003 übernahm die Antragsgegnerin von der Dyckerhoff AG 48,8 % der Anteile an der Anneliese Zementwerke AG und per 01.09.2003 weitere 5,9 % von der Südbayrisches Portland Zementwerk GbR Wiesbrück & Co. KG GmbH.

Durch weitere Zukäufe hielt die Antragsgegnerin zum 20.10.2004 99,48 % der Stammaktien sowie 100 % der Vorzugsaktien. Die restlichen 28.096 Stammaktien befanden sich im Streubesitz. Auf der Hauptversammlung vom 8. Dezember 2004 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung von 27,50 € je Stammaktie beschlossen. Der Übertragungsbeschluss wurde am 18. Februar 2005 in das Handelsregister eingetragen und zuletzt am 22. März 2005 veröffentlicht.

Die von der _____ zum Stichtag der Hauptversammlung durchgeführte Unternehmensbewertung hatte einen Unternehmenswert von 248 Mio. € ergeben, was dem Wert einer Stückaktie von 27,26 € entspricht.

Die zur Prüferin bestellte _____ hat die auf dieser Basis vorgeschlagene Barabfindung für angemessen erachtet.

Die Antragsteller haben den angebotenen Abfindungsbetrag von 27,50 € für zu niedrig gehalten. Sie haben geltend gemacht, der für die Ertragswertermittlung in Ansatz gebrachte Kapitalisierungszinssatz sei zu hoch. Dies gelte für den im Übertragungsbericht angesetzten Basiszinssatz von 5,5 % ebenso wie für den Risikozuschlag von 2,7 %. Ein Wachstumsabschlag in der Phase 2 von 0,5 % sei ebenfalls nicht gerechtfertigt.

Die Antragsgegnerin ist den Anträgen entgegengetreten und hat die angebotene Barabfindung verteidigt.

Das Landgericht hat Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens des

Auf der Grundlage seines Gutachtens hat das Landgericht einen Unternehmenswert von 337.989.000,- € ermittelt, so dass sich eine angemessene Barabfindung von 37,14 € je Aktie ergab, die es durch den angegriffenen Beschluss festgesetzt hat. Die Abweichung von der von der Antragsgegnerin festgelegten Barabfindung beruht allein auf einer Änderung der einzelnen Parameter des Kapitalisierungszinses. Mit dem Sachverständigen hat die Kammer gegenüber dem Übertragungsbericht Korrekturen bei den Parametern Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag für erforderlich gehalten. Es sei sach- und interessengerecht, die Ermittlung des Basiszinses entsprechend der im IDW S 1 2005 empfohlenen Methode anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank vorzunehmen und danach einen Basiszinssatz von 4,748 % zugrunde zu legen. Zwar habe zum Bewertungsstichtag noch nicht die Neufassung des Standards IDW S 1 vom 18.10.2005 gegolten, wonach der Basiszinssatz aus aktuellen Zinsstrukturkurven abgeleitet werden könne.

Dies stelle keine unzulässige Auswahl einzelner Bewertungsparameter dar, vielmehr werde auch vom IDW S 1 (2000) im Grundsatz eine zukunftsgerichtete Schätzung der Zinsentwicklung gefordert und lediglich zur Vereinfachung der Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit der festen Restlaufzeit von 10 oder mehr Jahren unter Orientierung an der Zinsentwicklung der Vergangenheit vorgeschlagen. Auch der Entscheidung des Senats vom 7. Mai 2008 – 26 W 16/06 (AktE) – lasse sich nicht entnehmen, dass die Zinsstrukturkurve nicht für Altfälle herangezogen werden könne. Der Senat habe dort lediglich die Heranziehung des IDW S 1 (2005) abgelehnt, weil die Anwendung des IDW S 1 (2000) ebenfalls zu vertretbaren Ergebnissen führe und daher keine sachliche Notwendigkeit bestanden habe, selektiv auf den neuen Standard zurückzugreifen. Hinzu komme, dass der im Übertragungsbericht angenommene Basiszinssatz von 5,5 % angesichts der zum Bewertungsstichtag stark rückläufigen Zinsen nicht unproblematisch erscheine, zumal auch nach der IDW-Empfehlung ab dem 1. Januar 2005 ein Zinssatz von 5 % und ab dem 1. Juli 2005 von lediglich 4,25 % anzunehmen war.

Den Risikozuschlag hat die Kammer unter Anwendung des sog. CAPM-Modells mit 2 % vor Steuern zugrunde gelegt, und dabei eine Marktrisikoprämie von 4 % vor Steuern angenommen. Da für die Anneliese Zementwerke AG kein eigener Betafaktor gegeben sei, hat sie diesen mit dem Sachverständigen aus einer sog. Peer-Group abgeleitet, so dass sich ein unverschuldeter Betafaktor von 0,5, mithin als Produkt aus Marktrisikoprämie und Betafaktor ein Risikozuschlag von 2 % ergeben habe.

Den Wachstumsabschlag hat sie mit dem Sachverständigen in Höhe von 1 % als sachgerecht angesehen. Dabei hat sie insbesondere berücksichtigt, dass das Unternehmen trotz der stagnierenden oder rückläufigen Baukonjunktur sowohl von einem

steigenden Absatzvolumen als auch davon ausgegangen ist, Preissteigerungen durch Preiserhöhungen weitergeben zu können. Eine höhere Wachstumsrate als 1 % sei aufgrund des zu erwartenden Konkurrenzdrucks nicht angemessen.

Hiergegen richten sich die Beschwerde des Antragstellers zu 12. und die unselbständige Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin.

Der Antragsteller zu 12. rügt, dass sich die Entscheidung des Landgerichts in vollem Umfang an dem Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen orientiere, obwohl dies Korrekturen hinsichtlich der Auswahl der Parameter der Kapitalisierung bedürfe.

Maßgeblich sei der **Basiszinssatz** zum Bewertungsstichtag. Dem werde der Ansatz des gerichtlichen Sachverständigen nicht gerecht, denn er übernehme „zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen“ den 3-Monats-Durchschnitt für seine Berechnungen. Die Frage einer Alternativentscheidung, in Renten zu investieren, stelle sich indessen nicht drei Monate zuvor, sondern nur zum konkreten Stichtag. Daher könne IDW S 1 nur so ausgelegt werden, dass ähnlich wie ansonsten bei der gesetzlichen Vorgabe des Bewertungsstichtages auf diesen Stichtag selbst abzustellen sei. Die diesseits zur Verprobung herangezogene Zeitreihe WT 3439 der Bundesbank zeige, dass der Basiszinssatz für diese Zeitreihe von 4,438 als Durchschnittswert der letzten drei Monate vor dem 8. Dezember 2004 betrage, gegenüber einem Wert von 4,19 zum Stichtag 07.12.2004. Welche Zeitreihe der Sachverständige herangezogen habe, ergebe sich nicht. Dies sei auch unbeachtlich, da andere Zeitreihen den gleichen Verlauf nähmen. Insoweit sei festzuhalten, dass bei stichtagsgemäßer Anwendung der Basiszinssatz um 6 % unter dem vom Gutachter gewählten Zins liege. Für

Schätzungen nach § 287 Abs. 2 ZPO bestehe dort kein Raum, wo konkrete Zahlen ermittelbar seien.

Des weiteren habe der gerichtliche Sachverständige eine **Marktrisikoprämie** von 4 % festgesetzt, und zwar „bei gleichwertiger Behandlung von arithmetischen und geometrischen Mitteln“. Die Untersuchung auf Seite 103 des Sachverständigengutachtens basiere „auf von Stehle veröffentlichten Daten“. Leider enthalte die angekündigte Fußnote 1 zur Bezugnahme keine Quelle unter dem Text. Insoweit müsse die Richtigkeit der Daten mangels Nachprüfbarkeit mit Nichtwissen bestritten werden.

Auch sei kein „Mix“ aus geometrischem und arithmetischem Mittel heranzuziehen; vielmehr sei das geometrische Mittel maßgeblich. Das arithmetische Rechenmodell gehe zu Unrecht von einer steuerlichen Privilegierung von Aktienanlagen (Steuerfreiheit der Kursgewinne) aus, die gerade nicht gegeben sei, wenn man die angebliche Mehrrendite von Aktienanlagen im Wege der arithmetischen Mittelwertbildung berechne, da diese Mittelwertbildung einen nur jährlichen Anlagehorizont voraussetze, bei dem die steuerliche Privilegierung gerade nicht zum Zuge komme. Es ergebe sich also, dass die arithmetische Mittelwertbildung zur Bestimmung einer (angeblichen) Mehrrendite von Aktienanlagen gegenüber Kapitalanlagen in quasi risikolosen Staatsanleihen aus dreifachem Grunde fehlerhaft sei: Sie führe, finanzmathematisch bedingt, zu einer Verzerrung (nämlich Überhöhung) der jahresdurchschnittlichen Mehrrenditen; sie entspreche nicht dem empirisch feststellbaren Anlageverhalten des typisierten privaten Kapitalanlegers, auf den abzustellen sei, wenn zum Zwecke der Bestimmung einer angemessenen Barabfindung von zwangsenteigneten Minderheitsaktionären der Unternehmenswert zu ermitteln sei. Schließlich widerspreche sie der gleichzeitigen Annahme einer steuerlichen Privilegierung von Kapitalanlagen in

Aktien, wie sie dem IDW-Standard zum Tax CAPM zugrunde liege. Wenn man fälschlicher Weise den Risikozuschlag nach dem Tax CAPM bestimme, und wenn man fälschlicherweise die angebliche Mehrrendite durch eine arithmetische Mittelwertbildung errechne, so sei der gefundene Wert ein Vorsteuerwert. Bedauerlicherweise sei dieser im zur Entscheidung anstehenden Fall von niemandem ermittelt worden. Er müsse daher von einem gerichtlichen Sachverständigen ermittelt werden, der daraus für die Ertragsdiskontierung einen Nachsteuerwert abzuleiten hätte, ausgehend von der Steuerpflicht der Dividenden- und Kurserträge einer Aktienanlage.

In der konkreten Prognosephase vor Beginn der ewigen Rente könne ein Risikozuschlag zum Basiszins nicht erhoben werden. Dies gelte sowohl für den Fall, dass das bei Abfindungsfällen der vorliegenden Art nicht sachgerechte CAPM-Modell angeblicher Überrenditen einer Aktienanlage gegenüber einer Rentenpapieranlage Anwendung finde, als auch für den Fall, dass der Risikozuschlag besondere Unternehmensrisiken abdecken solle. Zudem sei folgendes zu berücksichtigen: Es seien für die konkreten Planjahre die konkreten Basiszinssätze aus der Zinsstrukturkurve heranzuziehen. Hier seien jedoch die Basiszinssätze auch im zeitnahen Planungszeiträumen aus einer ewigen Zinsstrukturkurve abgeleitet worden.

Auch die Ermittlung des **Betafaktors** begegne Bedenken: Der Gutachter habe die unverschuldeten Betafaktoren auf Basis von 60 Monaten gegen den jeweiligen lokalen Marktindex berechnet. Er habe die verschuldeten Betafaktoren der peer-group auf Seite 107 des Gutachtens überprüft und zwar auf Basis 60 Monate und auf Basis 24 Monate vor dem 30.11.2004. Sie lägen in der Zweijahresbetrachtung um 0,05 Punkte unter dem 60 Monatsschnitt – 0,77 zu 0,719 –. Auch hier ergebe sich also ein Effekt von 8 % zugunsten einer höheren Abfindung. Zwar seien beide Messungen

praxisüblich. Jedoch könne bei Gleichwertigkeit zweier Messungen bereits aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht die Methode herangezogen werden, die zu einer niedrigeren Abfindung führe. Zu denken wäre hier an einen Durchschnitt aus beiden praxisüblichen Ermittlungsmethoden.

Der **Wachstumsabschlag** sei immer noch zu niedrig angesetzt. Der gewählte Wachstumsabschlag von 1,0 liege noch unterhalb des Mittelwerts zwischen 0,5 % und 2 %, den das IDW als angeblich von der Rechtsprechung ermittelte Spanne anführe. Wichtig sei folgende Erwägung: Richtigerweise sei auf einen Abschlag abzustellen, der der Inflationsrate zum Bewertungsstichtag entspreche, hier also 2,26 %. Wachstumsabschläge unterhalb der Inflationsrate fingierten, dass das Unternehmen bis zum Sankt-Nimmerleins-Tag auf 0 schrumpfe. Dies sei bereits denkgesetzlich absurd und entspreche auch nicht dem empirischen Befund. Dass Zementunternehmen in besonderem Maße geeignet seien, Preiserhöhungen auf die Abnehmer abzuwälzen, dürfe als „Hausfrauenwissen“ gelten. Zement sei nicht substituierbar, insoweit könne es keine Fiktion geben, dass ein Zementhersteller langfristig stets weniger als die Inflation in den Preisen weitergeben könne.

Er beantragt,

unter Aufhebung des Beschlusses des Landgerichts Dortmund vom 17. Februar 2010 - Aktenzeichen 20 O 20/05 (AktE) – die Höhe der angemessenen Barabfindung anderweitig (höher) festzusetzen, und die Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt die angegriffene Entscheidung und führt ergänzend aus, sie habe bewusst Anschlussbeschwerde erhoben und damit zu erkennen gege-

ben, dass sie den Inhalt des Beschlusses des Landgerichts akzeptiere, sich aber gegen jedwede weitergehende Erhöhung der Barabfindung wehre.

Sie beantragt,

unter Zurückweisung der sofortigen Beschwerde des Antragstellers zu 12. auf ihre Beschwerde hin, den Beschluss des Landgerichts Dortmund vom 17. Februar 2010 abzuändern und die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre beantragen,

die Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen.

Sie meinen, die Anschlussbeschwerde sei mangels Rechtsschutzbedürfnisses unzulässig, wenn sie nicht schon konkludent zurückgenommen sei. Die Antragsgegnerin selbst führe aus, dass sie die Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes in dem Gutachten ausdrücklich hinnehme.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstands wird auf die Schriftsätze der Parteien mit Anlagen, die angefochtene Entscheidung sowie das Sitzungsprotokoll Bezug genommen.

II.

Die sofortige Beschwerde des Antragstellers zu 12) und die Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin sind zulässig, aber unbegründet. Das Landgericht hat die Höhe

der angemessenen Barabfindung mit 37,14 € je Aktie zutreffend ermittelt und rechtlich einwandfrei festgestellt. Wegen der Begründung nimmt der Senat Bezug auf die Ausführungen des Landgerichts und macht sie sich zu eigen. Die mit der Beschwerde vorgebrachte Kritik an dem Gutachten des Sachverständigen zum Basiszinssatz, zum Risikozuschlag und zum Wachstumsabschlag ist unbegründet.

Zu den einzelnen Rügen:

1. Basiszins:

Ohne Erfolg rügt der Antragsteller zu 12) die Höhe des vom gerichtlichen Sachverständigen mit 4,748 % ermittelten Basiszinses. Der gem. § 327 c AktG bestellte Prüfer hatte den Basiszinssatz unter Berücksichtigung der seinerzeitig niedrigen Inflationsraten in der Eurozone, des erwarteten Ertragswachstums und des in der Vergangenheit beobachteten Durchschnittszinsniveaus auf 5,5 % geschätzt (Bl. 67 des PB). Demgegenüber hat der gerichtlich bestellte Sachverständige einen Basiszins von 4,748 % ermittelt, der zu einer um 2,37 € höheren Abfindung je Stammaktie führt. Dabei hat er die Zinsstrukturkurven verwandt, welche nach der Svensson-Methode geschätzt werden. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen hat er eine Durchschnittsbetrachtung über den Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung vorgenommen, der am 7. Dezember 2004 endete.

Diese Vorgehensweise ist nicht zu beanstanden.

a) Der IDW empfiehlt in seinem Standard S 1 2008, den Basiszinssatz aus den aktuellen Zinsstrukturkurven für Staatsanleihen abzuleiten, die sich international durchgesetzt haben (Tz. 117). Dabei wird auf die Datenbasis der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen, die auch die nach der Svensson-Methode ermittelten Zinssätze in

ihren Monatsberichten ausweist (s.a. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Rn. 576). Auch in der Rechtsprechung ist die Ausrichtung an der aktuellen Zinsstrukturkurve anerkannt (OLG Stuttgart AG 2008, 510; NZG 2007, 112, 116; LG Frankfurt NZG 2006, 868, 870; OLG München AG 2007, 287, 290; AG 2007, 42, 44).

Auch wenn der Standard IDW S 1 zum Zeitpunkt der Hauptversammlung noch nicht allgemein gültiger Standard war, ist die Bestimmung des Basiszinses anhand der Zinsstrukturkurve sachgerecht. Der Senat hat zu der Anwendung der Zinsstrukturkurve auf in der Vergangenheit liegende Sachverhalte in dem Beschluss vom 21.12.2011 I-26 W 2/11 (AktE) Brauholding ausgeführt:

„Es ist umstritten inwieweit ein IDW-Standard rückwirkend angewendet werden kann (vgl. die Übersicht bei Großfeld, Unternehmensbewertung 6. Auflage, Rdnr. 182 ff.).

Anerkannt ist, dass steuerliche Änderungen zu berücksichtigen sind, um so etwa ungerechtfertigte Vorteile der Gesellschaft oder Obergesellschaft zu vermeiden (BGH, Beschluss vom 21.07.2003, II ZB 17/01, AG 2003, 627). Der Bundesgerichtshof hatte in der genannten Entscheidung eine Verletzung des Stichtagsprinzips verneint, weil der Bruttogewinnanteil als feste Größe aus dem objektiven Wert des Unternehmens am Stichtag abgeleitet werde.

Im Übrigen wird teilweise die Auffassung vertreten, dass der jeweils neueste Standard anzuwenden sei (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, Az. 20 W 3/09, AG 2011, 205, im Unternehmenswertgutachten war aber bereits der neuere Tax-CAPM angewendet worden; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, Az. 20 W 2/07, AG 2011, 420, im Unternehmenswertgutachten war IDW S1 2000, in der Entscheidung war IDW S1 2005 angewendet worden, nachdem das Unternehmen erstinstanzlich eine IDW S1 2005-Bewertung vorlegt und daher in der Beschwerdeinstanz keine Verzögerung eingetreten war; OLG Celle, Beschluss vom 19.04.2007, Az. 9 W 53/06, AG 2007, 865; Veil in Spindler/Stilz, AktG, 2. Auflage, § 305, Rdnr. 80; vgl. zur Anwendung des neuen Standards, selbst wenn dieser nur im Entwurf vorliegt: Wasmann/Gayk, BB 2005, 955).

Andere stellen auf den alten, am Bewertungsstichtag geltenden Standard ab und halten dies im Hinblick auf das Stichtagsprinzip und die Rechtssicherheit für geboten (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.05.2009, Az. I-26 W 5/07 AktE, WM 2009, 2220; OLG München, Beschluss vom 30.11.2006, 31 Wx 59/06, Az. 32 Wx 059/06, AG 2007, 411; OLG Frankfurt, 5 W 52/09, Beschluss vom 15.02.2010, AG 2010, 798). So hat das Oberlandesgericht München die Anwendung des IDW S1 2005 auf einen

Bewertungsstichtag aus dem Jahr 1995 als fragwürdig und für die außenstehenden Aktionäre als nicht hinnehmbar erachtet, weil die Änderung des Bewertungssystems nicht absehbar gewesen sei (OLG München, Beschluss vom 30.11.2006, Az. 31 Wx 59/06, Az. 32 Wx 059/06, AG 2007, 411). Sofern mit der Heranziehung des neuen Standards kein nennenswerter Erkenntnisgewinn verbunden sei und sofern die Anwendung des alten Standards nicht zu einer Verfahrensverzögerung führe, soll es bei der Anwendung des alten Standards bleiben (OLG Frankfurt, Az. 5 W 52/09, Beschluss vom 15.02.2010, AG 2010, 798). Auch im Hinblick auf die Verfahrensdauer kann eine Begutachtung anhand der zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags geltenden Bewertungsgrundsätze geboten sein (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20.09.2006, Az. I-26 W 8/06 AktE, zit. nach juris; Paulsen in Münchener Kommentar, 3. Auflage, § 305 AktG, Rdnr. 94). Ferner wird zwischen Methodenadjustierungen durch normative Änderungen, die zu berücksichtigen seien, und bloßen Methodenverbesserungen, etwa die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand von Zinsstrukturkurven, die keine rückwirkende Anpassung erfordern, aber ermöglichen, unterschieden (Paulsen in Münchener Kommentar, 3. Auflage, § 305 AktG, Rdnr. 94).

Eine eindeutige Linie hat sich bislang noch nicht herausgebildet. Es ist erkennbar, dass die Entscheidungen der Gerichte, welcher Standard angewendet wird, sich oft an den Gegebenheiten des Einzelfalls ausrichten. Ist eine gutachterliche Unternehmensbewertung nach einem alten Bewertungsstandard erfolgt, besteht die Neigung, - schon aus prozessökonomischen Gründen und angesichts der Verfahrensdauer - diese Bewertung zu halten. Tritt durch die Bewertung nach neuem Standard keine oder nur eine geringe Verzögerung ein, wird zum Teil auf den aktuellen Bewertungsstandard abgestellt.

Der Senat hält es wie das Landgericht für geboten, im Regelfall den Bewertungsstandard anzuwenden, der am zu prüfenden Stichtag gegolten hat. Hierfür sprechen das Stichtagsprinzip und Vertrauensschutzgesichtspunkte. Bessere Erkenntnisse oder neuere (Sachverhaltsermittlungs)-Methoden nach dem Stichtag können ggfs. ergänzend und behutsam zur Unternehmensbewertung herangezogen werden.

Der vorliegende Fall zeigt exemplarisch, welche Auswirkungen unterschiedliche Bewertungsstandards haben können. So hat der gerichtlich bestellte Sachverständige nach dem am Stichtag geltenden IDW S1 2000 einen rund 20% höheren Unternehmenswert ermittelt, als die Bewertung nach IDW S1 2005 ergeben hat. Dies ist keineswegs ungewöhnlich, sondern typische Folge des geänderten Bewertungsstandards (vgl. zu den Differenzen des Unternehmenswerts von bis zu 30%: Paulsen in Münchener Kommentar, 3. Auflage, § 305, Rdnr. 92; Großfeld, Unternehmensbewertung 6. Auflage, Rdnr. 678; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20.09.2006, Az. I-26 W 8/06 AktE; OLG Frankfurt, Az. 21 W 3/11, Beschluss vom 02.05.2011, zit. nach juris; OLG Frankfurt, Az. 5 W 52/09, Beschluss vom 15.02.2010, AG 2010, 798).

Eine Änderung des Bewertungsstandards für die Zukunft ist unbedenklich. Es ist aber ggfs. zu prüfen, ob der geänderte Standard, etwa auch die weiterhin mit Unsicherheiten und mit subjektiven Wertungen verbundene (Tax)-CAPM-Berechnungsmethode, insgesamt noch zu sachgerechten Ergebnissen führt (vgl. zu den Unsicherheiten des CAPM-Modells: OLG Frankfurt, 5 W 52/09, Beschluss vom 15.02.2010, AG 2010, 798, m. w. Nachw.; Großfeld, Unternehmensbewertung, 6. Auflage, Rdnr. 640, 772, 902 ff., 916 ff, 920, 947).

Allerdings ist die rückwirkende Geltung neuerer Bewertungsstandards bedenklich. Alle an der Unternehmensmaßnahme Beteiligten waren zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags von einem bestimmten Bewertungsstandard ausgegangen und hatten auf dieser Basis ihre unternehmerische und wirtschaftliche Entscheidung getroffen. Dies gilt für die Gesellschaft und Mehrheitsgesellschafter, die für die am Bewertungszeitpunkt geplante Unternehmensmaßnahme einen bestimmten Unternehmenswert angenommen hatten. Aber auch die Minderheits- oder außenstehenden Aktionäre hatten zum Bewertungsstichtag die Angemessenheit der Abfindung einzuschätzen und abzuwägen, ob sie ein Spruchverfahren einleiten sollten. Eine rückwirkende Anwendung eines erst nach dem Bewertungsstichtag geltenden Bewertungsstandards kann diese getroffenen Entscheidungen in Frage stellen, jedenfalls dann, wenn sich die Unternehmenswerte allein aufgrund geänderter Bewertungsstandards deutlich verändern.

So kann eine rückwirkende Anwendung der Bewertungsstandards die Durchführung eines Spruchverfahrens provozieren, etwa um im Hinblick auf nach dem Stichtag zu erwartende oder bereits geänderte Standards eine höhere Abfindung zu erstreiten. Ferner kann es für einen außenstehenden Aktionär erstrebenswert sein, ein Spruchverfahren bewusst in die Länge zu ziehen, um auf die Änderung eines für ihn günstigen neuen Bewertungsstandards zu warten. So sind in der Vergangenheit, mit zunehmender Geschwindigkeit, die IDW-Bewertungsstandards oft nur im Abstand weniger Jahre geändert worden (vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 6. Auflage, Rdnr. 170). Bei einer nicht ungewöhnlichen Dauer von Spruchverfahren von 5, 8, 10 und mehr Jahren liegen dann solche taktischen Überlegungen nicht fern. Welcher Standard anzuwenden ist, erscheint dann zufällig und willkürlich. Hier war der Entwurf des neueren IDW-Standards am 30.12.2004, rund sechs Wochen nach der Hauptversammlung am 19.11.2004, veröffentlicht worden und dann knapp ein Jahr später in Kraft getreten.

Es ist auch wenig plausibel, wenn durch die rückwirkende Anwendung eines Standards, gewissermaßen „über Nacht“ und flächendeckend 20% oder 30% der Unternehmenswerte rückwirkend „vernichtet“ werden, obwohl zuvor noch alle am Markt Beteiligten von den weit höheren Werten ausgegangen waren. Es fragt sich auch, was etwa eine generell rückwirkende Anwendung neuerer Bewertungsstandards und die ggfs. damit verbundene rückwirkende drastische Verringerung des Unternehmenswertes für die Bonität eines Unternehmens für die Zukunft, etwaiger zu stellen-

der (Kredit)-Sicherheiten, oder die Beurteilung durch Ratingagenturen bedeuten kann.

Darüber hinaus ist zu sehen, dass es sich bei dem IDW-Standard nicht um eine gesetzliche Regelung, sondern um bloße, im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung eines Unternehmenswertes nicht verbindliche Empfehlungen des IDW handelt. Es ist daher auch ohne Belang, dass etwa der IDW S1 2005 eine rückwirkende Geltung vorsieht. Eine rückwirkende Anwendung der Empfehlungen vergrößert diese Unsicherheit weiter.

Die grundsätzliche Beachtung der am Stichtag geltenden Bewertungsstandards schließt aber nicht aus, dass gefestigte „bessere Erkenntnisse“ ggfs. berücksichtigt und zur Plausibilisierung des Ergebnisses herangezogen werden können (vgl. zum Streitstand: OLG Stuttgart, Beschluss vom 26.10.2006, 20 W 14/05, AG 2007, 128 m. w. Nachw.; Paulsen in Münchener Kommentar, 3. Auflage, § 305 AktG, Rdnr. 94).

So war auch der gerichtlich bestellte Gutachter davon ausgegangen, dass der Basiszins nach dem IDW S1 2000 anhand der Zinsstrukturkurve berechnet werden könne (vgl. zur vorzugswürdigen Berechnung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve: OLG Frankfurt, 21 W 3/11, Beschluss vom 02.05.2011, zit. nach juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 15.02.2010, 5 W 52/09, AG 2010, 798; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, AG 2011, 205; Großfeld, Unternehmensbewertung 6. Auflage, Rdnr. 585 ff.). Das Bundesverfassungsgericht überlässt die Frage, welche Zinsberechnung anzuwenden ist, der Ebene des einfachen Rechts, und beanstandet jedenfalls nicht, wenn eine zum Zeitpunkt der Unternehmensbewertung anerkannte Berechnungsmethode angewandt wird (BVerfG, Beschluss vom 30.05.2007, Az. 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06, AG 2007, 697; vgl. auch Großfeld, Unternehmensbewertung 6. Auflage, Rdnr. 196).

Es ist hier sachgerecht, den Basiszins anhand der Zinsstrukturkurve zu plausibilisieren. Wenn auch die Berechnungsmethode erst mit dem IDW S1 2005 als Empfehlung genannt wird (vgl. Paulsen in Münchener Kommentar, 3. Auflage, § 305 AktG, Rdnr. 109), handelt es sich insoweit aber nicht um einen neuen Bewertungsstandard insgesamt, sondern es wird aufgrund neuerer Erkenntnisse – im Wege der Sachaufklärung - versucht, sich einem realistischen Basiszins zum Stichtag zu nähern (zur Nutzung der Zinsstrukturkurve im Sinne einer Kontrollüberlegung: OLG Stuttgart, Beschluss vom 26.10.2006, Az. 20 W 14/05, AG 2007, 128). Anders ist es etwa, wenn im Rahmen der Unternehmensbewertung das Bewertungssystem an sich und die rechtlichen Vorgaben geändert werden, etwa persönliche Ertragsteuern berücksichtigt, von der Vorsteuerbetrachtung zu einer Nachsteuerbetrachtung, übergegangen wird (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.05.2009, Az. I-26 W 5/07 AktE, WM 2009, 2220; vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 6. Auflage, Rdnr. 460 ff.).“

Diese Erwägungen sind auch auf den vorliegenden Fall anzuwenden.

b) Bei der Anwendung der Zinsstrukturkurve ist auch umstritten, ob der Stichtagskurs oder ein Durchschnittskurs maßgeblich ist (vgl. Großfeld, 6. Aufl., Rn. 592). Da es um die Prognose einer Zinsentwicklung geht, ist es sachgerecht, nicht auf den Stichtag, sondern auf die Zinsentwicklung der Vergangenheit in einem repräsentativen Zeitraum abzustellen und damit eine Durchschnittsbetrachtung vorzunehmen. Insoweit entspricht es einer Empfehlung des IDW, sich bei der Zugrundelegung eines Durchschnittskurses an dem Dreimonatszeitraum bei Börsenwerten zu orientieren, also den Zeitraum von drei vollen Monaten vor dem Bewertungsstichtag zugrunde zu legen (IDW –FN 2005, 555; OLG München AG 2007, 287, 290; LG Frankfurt NZG 2008, 868, 871; Großfeld, Rn. 583, 585).

2. Risikozuschlag:

Der gemäß § 327 c AktG bestellte Prüfer hatte den Risikozuschlag mit Hilfe des CAPM-Modells ermittelt, dabei hat er eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5 % und einen Betafaktor von 0,54 angesetzt und ist so zu einem Risikozuschlag von 2,7% gelangt. Abweichend dazu hat der gerichtliche Sachverständige eine Marktrisikoprämie von nur 4 % und einen Betafaktor von lediglich 0,5 % zugrundegelegt, so dass sich für ihn ein Risikozuschlag von nur 2% ergab.

Hinsichtlich der Marktrisikoprämie ist der gerichtlich bestellte Prüfer zu einer um einen Prozentpunkt niedrigeren Marktrisikoprämie in Höhe von 4% gelangt, die für sich betrachtet einen Ausgleich von 1,65 € je Stammaktie ergibt. Dabei ist er von den von ihm als belastbar angesehenen veröffentlichten Daten von Stehle ausgegangen, der in dem Zeitraum von 1955 bis 2003 das arithmetische Mittel auf 5,46% und das ge-

ometrische Mittel auf 2,66% beziffert (Bl. 104 SVG, 95 SVG). Das arithmetische Mittel ist der gleichgewichtete Mittelwert über die Renditen der verschiedenen Jahre des Betrachtungszeitraums. Das geometrische Mittel stellt demgegenüber die durchschnittliche Verzinsung einschließlich Zinseszinses dar, die erforderlich ist, um über einen gegebenen Zeitraum vom Anfangswert zum Endwert zu gelangen. Die Diskussion darüber, welches Mittel für die Unternehmensbewertung angewendet werden sollte, ist nicht abgeschlossen. Die Literatur tendiert eher zum arithmetischen Mittel, wenn Marktrisikoprämien für die Zwecke der Unternehmensbewertung, also zur Diskontierung von künftig zu erwartenden Zahlungsüberschüssen (Erwartungswerte) verwendet werden (vgl. Dörschell/Franken/Schulte: "Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung", 2009, S. 107f.). Gegen die Anwendung des arithmetischen Mittels auf Basis von 1-Jahres Renditen spricht, dass der Anlagehorizont des Investors regelmäßig länger als ein Jahr ist, und daher das arithmetische Mittel nicht über 1-Jahresrenditen zu ermitteln ist, sondern vielmehr über einen längeren Zeitraum. Das klassische CAPM ist zwar ein 1-Perioden-Modell, jedoch hat diese Periode keine bestimmte Länge. Unter der Annahme, dass der Anlagehorizont länger als 3 Jahre ist, ergibt sich eine deutliche Annäherung des arithmetischen Mittels an das geometrische Mittel (vgl. Damodaran: „Investment Valuation“, 2002, S. 161 f., Pratt/Grabowski: "Cost of Capital, applications and examples", 2008, S. 97; Koller/Goedhard/Wessels: „Valuation“, 2010, S. 239 f.).

Der Sachverständige ist angesichts der anhaltenden Diskussion zutreffend von einer Gleichwertigkeit der Methoden ausgegangen und hat bei gleichwertiger Behandlung von arithmetischem und geometrischem Mittel sowie der Berücksichtigung des Effekts aus einem künftig eventuell besser diversifizierten Marktportfolio die Marktrisikoprämie vor Steuern auf 4,0% festgesetzt. Diese liegt sowohl am unteren Rand der

seinerzeit vom IDW empfohlenen Bandbreite von 4% bis 6% als auch der neueren Empfehlung seit Einführung des IDW S 1 2005 von 4% bis 5%.

Den operativen Betafaktor hat der gerichtlich bestellte Sachverständige aus einer europäischen peer-group abgeleitet, bestehend aus 11 europäischen Unternehmen der Baustoffbranche, insbesondere Zementherstellern. Der Mittelwert der Branche lag bei 0,5, der Medianwert bei 0,46, so dass der Sachverständige einen unverschuldeten operativen Betafaktor von 0,5 als sachgerecht angesehen hat. Als nicht sachgerecht erschien ihm die Adjustierung des ermittelten Betafaktors, d. h. die Annäherung an das durchschnittliche Marktrisiko. Diese Vorgehensweise sei lediglich bei der Ermittlung des eigenen Betafaktors sachgerecht. Da aber für die Anneliese Zement kein eigener Betafaktor gegeben sei und er eine peer-group gebildet habe, werde in dieser peer-group bereits die Branche repräsentiert. Die abweichende Festsetzung des Risikozuschlag ergebe im Vergleich zum rechnerischen Wertverhältnis der Gutachter einen Ausgleich von 0,58 € je Stammaktie (Bl. 107 ff. SVG).

3. Wachstumsabschlag:

Der gem. § 327 c AktG bestellte Prüfer hat für die ewige Rente einen Wachstumsabschlag von 0,5 % vorgenommen. Aus den historisch erzielten Wachstumsraten der Jahresgewinne deutscher Industrieunternehmen verschiedener Größenklassen und Rechtsformen in den Jahren 1971 bis 1994 ergebe sich, dass die Jahresüberschüsse der deutscher Industrieunternehmen um durchschnittlich rund 1,7% p.a. gewachsen seien und damit rund 50% unter der langjährigen Inflationsrate der Konsumentenpreise gelegen hätten, die in diesem Zeitraum um durchschnittlich 3,7% p.a. gestiegen sei. Der Jahresüberschuss der deutschen Bauindustrie sei nach diesen Statistiken in den Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank zur wirtschaftlichen

Entwicklung nicht gewachsen, sondern um durchschnittlich 1,2 % p.a. zurückgegangen. Ausgehend davon unterstelle er, dass die Gesellschaft aufgrund ihrer relativ dominanten Stellung in Nordrhein-Westfalen und trotz der anhaltend widrigen Umstände in der Bauindustrie in der Lage sei, Kostensteigerungen auszugleichen und trotz bestehender Überkapazitäten und Wachstumsperspektiven für die Bauindustrie somit eine partielle Verbesserung der Nominalergebnisse erreichen zu können (Bl. 69 PB).

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat den Prüfungsbericht der Anneliese Zementwerke AG Ennigerloh und den der vom 31.12.2004 eingehend analysiert, um anhand der eigenen Wachstumsvorstellungen des Unternehmens Kenntnisse über zukünftige Veränderungen der Absatzmenge, der Umsatzerlöse pro Stück sowie der Aufwendungen je Stück zu erhalten und Annahmen hinsichtlich etwaiger Rückkopplungsprozesse zwischen den Mengen- und Preiseffekten treffen zu können (Bl. 109 SVG). Ausgehend davon hat er ein nachhaltiges Wachstum von 1 % als sachgerecht angesehen, ein höheres Wachstum indessen aufgrund des zu erwartenden Konkurrenzdrucks nicht als angemessen angesehen. Diese Erhöhung des Wachstumsabschlags um 0,5 % führt zu einem zusätzlichen Ausgleich in Höhe von 2,43 € je Stammaktie. Der Sachverständige hat diese Vorgehensweise bei seiner mündlichen Anhörung überzeugend erläutert und darauf hingewiesen, dass der Zementpreis als ein Marktpreis Preisschwankungen unterliegt. Dieser Marktpreis bildet sich in einem Wettbewerbsumfeld. Wie der Sachverständige in seinem Gutachten auf Seite 109 f. dargestellt hat, waren die Zementpreise 2003 auf einen Tiefstand gesunken. Die seitens der Anneliese Zement in 2004 durchgeführten Preisanhebungen hätten zu rückläufigen Absatzmengen geführt. Anneliese Zement plante, weitere erforderliche Preiserhöhungen umsetzen zu können. Diese neuerlichen Preiserhö-

hungen basierten auf branchenweit wirksamen Kostensteigerungen für Energie und Transport (LKW-Maut). Das Unternehmen erwartete seinerzeit, dass auch der Wettbewerb entsprechende Preiserhöhungen umsetzen werde. Wie der Sachverständige zutreffend ausführte, wird durch diese Darstellung im Lagebericht zum 31.12.2004 deutlich, dass die Bestrebungen darauf abzielten, Kostensteigerungen an die Kunden weiter zu geben. Von Gewinnsteigerungen ist in diesem Zusammenhang nicht die Rede. Der Wettbewerb auf dem Zementmarkt verhindere offensichtlich weitere Preiserhöhungen. Dies werde zum Beispiel durch den Absatzrückgang nach erfolgter Preiserhöhung in 2004 belegt.

Ergebnis: Ein Wachstumsabschlag in Höhe der Inflationsrate ist nicht angemessen. Der von dem Sachverständigen ermittelte Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0% ist sachgerecht.

III.

Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt gem. § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG die Antragsgegnerin. Billigkeitsgründe, die es rechtfertigen, die Kosten einem anderen Beteiligten aufzuerlegen, liegen nicht vor.

Die außergerichtlichen Kosten des Antragstellers zu 12) als Beschwerdeführer und Anschlussbeschwerdegegner sind gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG entsprechend dem Ausgang des Verfahrens - die Beschwerde und die Anschlussbeschwerde sind erfolglos - zu 4/10 von dem Beschwerdeführer und zu 6/10 von der Antragsgegnerin zu tragen. Da die Anschlussbeschwerde erfolglos war, und die weiteren Antragsteller - außer dem Beschwerdeführer - allein durch die Anschlussbeschwerde am Be-

schwerdeverfahren beteiligt sind, sind die außergerichtlichen Kosten dieser Antragsteller als Anschlussbeschwerdegegner gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG vollständig der Antragsgegnerin aufzuerlegen.

Den Geschäftswert für die Beschwerde setzt der Senat gemäß § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG auf den Mindestwert von 200.000 Euro fest. Als Geschäftswert ist grundsätzlich der Betrag anzunehmen, der von allen Antragsberechtigten auf Grund der Entscheidung des Gerichts zusätzlich gefordert werden kann (vgl. nur: Emmerich in: Emmerich/Habersack, SpruchG, § 15, Rdnr. 7 m. w. Nachw.). Kommt es nicht zu einer gerichtlichen Entscheidung oder werden die Anträge als unzulässig oder – wie hier – als unbegründet zurückgewiesen, ist daher der Mindestgeschäftswert von 200.000 Euro maßgeblich (Roskopf in Kölner Kommentar, § 15 SpruchG, Rdnr. 16).

Der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre kann gemäß § 6 Abs. 2 SpruchG von der Antragsgegnerin in entsprechender Anwendung des Rechtsanwaltsvergütungsgesetzes den Ersatz seiner Auslagen und eine Vergütung für seine Tätigkeit verlangen. Der Geschäftswert gilt nach § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Bemessung der Vergütung des Vertreters der Minderheitsaktionäre.