



LANDGERICHT BREMEN

Geschäfts-Nr.: 11- O- 141/07

BESCHLUSS

in Sachen

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung werden zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten und die außergerichtlichen Kosten des Vertreters der außergerichtlichen Aktionäre trägt die Antragsgegnerin, die Antragsteller und die Antragsgegnerin tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

Der Geschäftswert des Verfahrens beträgt 200.000,00 €.

Gründe

I.

Die Parteien streiten um die Angemessenheit einer Abfindung nach § 327 b AktG.

Die Bremer Woll-Kämmerei AG (im Folgenden: BWK) wurde 1883 als Aktiengesellschaft in Bremen gegründet. Das Grundkapital der BWK betrug zum 15.08.2006 26.181.253,00 € und war in eine entsprechende Anzahl auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem anteiligen Betrag von 1,00 € pro Stückaktie aufgeteilt. Die börsenzugelassenen Aktien der BWK sind im geregelten Markt an der Wertpapierbörse Berlin-Bremen zum Handel zugelassen und werden im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen in Frankfurt und München gehandelt. Ihr größter Aktionär war ist seit dem Jahr 2000 die Antragsgegnerin, die per 15.08.2006 an dem Grundkapital der BWK insgesamt 24.909.346 Aktien und damit unmittelbar einen Anteil des Grundkapitals von 95,14% hält. 91,14% der Aktien hält die Antragsgegnerin unmittelbar, weitere 4% des Grundkapitals (1.047.250 Aktien) werden von der

in Bremen gehalten, die eine 100%ige Tochter der Antragsgegnerin ist. Die übrigen 4,86% des Grundkapitals der BWK (1.271.907 Aktien) befinden sich im Streubesitz. Die Geschäftstätigkeit der BWK besteht in der Veredelung und Vermarktung von Wolle und Chemiefasern. Hierzu verfügt die BWK über eine Vielzahl von Beteiligungen (vgl. Überblick über die Konzernstruktur im Unternehmensbericht S. 16).

Die Antragsgegnerin stellte am 2.03.2006 an den Vorstand der BWK das Verlangen auf Anberaumung einer Hauptversammlung zur Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gem. §§ 327 b ff. AktG. Hierüber erging am 7.03.2006 eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung. Die Hauptversammlung der BWK beschloss am 15.08.2006 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gem. § 327 a AktG. Dem war ein Unternehmensbericht der Antragsgegnerin vom 13.06.2006 vorausgegangen, in dem diese - unterstützt durch die gem. § 327 b AktG zu gewährende Barabfindung unter Berücksichtigung einer Unternehmensbewertung festgelegt hatte (vgl. Teil 1 der „Unterlagen zur

ordentlichen Hauptversammlung am 15. und ggf. 16.08.2006 in Bremen“ - im Folgenden: UB). Die dort durchgeführte Unternehmensbewertung ergab einen Unternehmenswert von 36.776 T€ bzw. einen Wert je Stückaktie von 1,41 €. Gleichwohl legte die Antragsgegnerin die angemessene Barabfindung auf 2,55 €/Aktie fest, weil einerseits der gewichtete Durchschnittsbörsenkurs der Aktie der BWK in den letzten drei Monaten vor Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung 2,48 € betragen hatte und der höchste in den letzten Jahren bei den Erwerben der Antragsgegnerin und der gezahlte Kaufpreis 2,55 € betragen hatte.

In dem auf Antrag der Antragsgegnerin eingeleiteten Prüfungsverfahren der Abfindung gem. § 327 c Abs. 2 S. 2 AktG (11-OH-4/2006) wurde am 15.06.2006 die Angemessenheit der Abfindung durch den als Sachverständigen Prüfer eingesetzten bestätigt (vgl. Teil 2 der „Unterlagen zur ordentlichen Hauptversammlung am 15. und ggf. 16.08.2006 in Bremen“).

Insgesamt 10 der Aktionäre erhoben gegen den Beschluss der Hauptversammlung vom 15.08.2006 Anfechtungsklage. Jener Rechtsstreit endete durch einen Vergleich vom 14.12.2006, in dem das Angebot für die zu zahlende Barabfindung auf 2,58 €/Aktie festgelegt wurde (LG Bremen 12 - O - 334/06). Dieses Angebot beruhte auf dem Umstand, dass der durchschnittliche gewichtete Börsenkurs der BWK in den letzten drei Monaten vor der Hauptversammlung bei 2,58 € gelegen hatte. Der Übertragungsbeschluss wurde sodann am 16.03.2007 beim Handelsregister Bremen eingetragen.

Mit Beschluss vom 30.06.2010 wurde durch die Hauptversammlung die Auflösung der Gesellschaft beschlossen.

Die Antragsteller halten die angebotene Abfindung für zu niedrig. Sie machen insbesondere geltend, dass die Berechnung des Abfindungsbetrages fehlerhaft sei. So sei der für die Berechnung gewählte Kapitalisierungszinssatz nach Steuern von 7,88 (Phase I) bzw. 6,38 (Phase II) schlichtweg überhöht. Der Basiszinssatz von 4,25% sei zu hoch angesetzt, er könne mit max. 3,86% (bzw. 4%) angenommen werden; für die im Unternehmensbericht zitierte Rendite langlaufender Anleihen von 3,86% fehle die Angabe des zugrunde liegenden Wertpapiers. Das TAX-CAPM-Modell sei für die Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes ungeeignet. Die Marktrisikoprämie sei mit 5,5% realitätsfern, die im Übertragungsbericht genannten „Kapitalmarktuntersuchungen“ seien nicht näher benannt und daher nicht

nachprüfbar. Untersuchungen von Prof. Dr. Stehle ergäben Risikoprämien von max. 2,6%, nach aktuellen Studien sei von weniger als 1% auszugehen. In ständiger Rspr. würden 0,5 - 2% angesetzt. Überhaupt stünden dem unternehmerischen Risiko gleichwertige Chancen gegenüber, so dass es überhaupt keines Abschlags bedürfe. Der Betafaktor von 0,93% sei zu hoch und unangemessen; es fehle eine methodische Herleitung. Die Unternehmen der für die Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Peergroup seien nicht konkret dargestellt. Nicht die Peergroup sei maßgeblich, sondern nur eine Ermittlung für die BWK. Die Abfindung sei zu verzinsen. Der Wachstumsabschlag von 1,5% sei bezogen auf ein einer Wachstumsindustrie angehöriges Unternehmen zu gering angesetzt; angemessen sei ein Abschlag von mindestens 2% (bzw. 2,2 bis 2,6% bzw. 3%). Es sei nicht der letzte Aktienkurs der BWK berücksichtigt worden, der über dem Abfindungskurs liege; jedenfalls sei entweder der Kurs im Zeitpunkt der Hauptversammlung jedenfalls aber nach der (früheren) Rechtsprechung des BGH der Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor dem Tag der Hauptversammlung (Stichtag) zugrunde zu legen. Außerdem müssten die von der Antragsgegnerin beim Erwerb der Aktien gezahlten Kurse zzgl. eines Aufschlags herangezogen werden. Planungsrechnung des Unternehmens sei fehlerhaft, weil trotz ansteigender Produktionsmengen in der Sparte Chemiefasern nur gleich bleibende Umsatzerlöse zugrunde gelegt würden; im Übrigen seien sie deutlich zu pessimistisch. Der Übertragungsbericht leide unter eine „Reihe von formalen Mängeln“. Es fehle die Ermittlung von Substanz- und Liquidationswert. Der im Übertragungsbericht mit einem Wert von 480.000,00 € angesetzte Grundbesitz der BWK sei nicht näher benannt, ein qm-Preis von 48 €/qm erscheine zu niedrig. Tatsächlich sei von einem Unternehmenswert von 2,80/3,00 €/Aktie (bzw. 3,40 €) auszugehen.

Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre hält es nicht für ausgeschlossen, dass die angebotene Abfindung zu niedrig ist. Der verwendete Basiszinssatz von 4,25% sei überhöht; den vorliegenden Gutachten sei nicht zu entnehmen, wie dieser ermittelt worden sei. Es sei daher eher von einem Zins von 4% auszugehen. Der Risikozuschlag von 5.12% erscheine im Hinblick auf die Restrukturierungserfolge und das veränderte Marktumfeld als zu hoch; richtigerweise sei von einem Satz von 2% auszugehen. Die Ermittlung über die Wahl einer „Peer-Group“ sei angesichts der fehlenden vergleichbaren börsennotierten Unternehmen willkürlich. Schließlich sei auch der sog.

Wachstumsabschlag mit 1,5% nicht haltbar, weil Marktumfeld und steigende Inflation im Einklang mit der Rechtsprechung einen Solchen von mindestens 2% rechtfertigen würden. Die Bewertung des Grundvermögens erscheine wenig plausibel.

Die Antragsgegnerin tritt dem entgegen. Angesichts der geänderten Rechtsprechung zum Referenzzeitraum des Börsenkurses, der für die Untergrenze der Abfindung heranzuziehen sei (BGH DB 2010, 1693) sei, wie geschehen, auf den gewichteten Börsenkurs in den letzten drei Monaten vor Veröffentlichung der beabsichtigten Unternehmensmaßnahme abzustellen. Dieser habe mit 2,48 €/Aktie 76% über dem sachverständigerseits festgestellten anteiligen Unternehmenswert (1,41 €/Aktie) gelegen. Die von der Antragsgegnerin angebotene Abfindungsbetrag pro Aktie liege mit 2,55 € sogar 81% über diesem Wert. Greifbare Anhaltspunkte dafür, dass der von den Wirtschaftsprüfern im Unternehmensbericht und von den sachverständigen Prüfern festgestellte Unternehmenswert um mehr als 81% zu niedrig berechnet sei, seien nicht dargetan. Nach der Rechtsprechung des BVerfG sei es auch nicht geboten, auf die von der Antragsgegnerin gezahlten Erwerbspreise abzustellen, denn dessen Erwägungen im Vorfeld einer Strukturmaßnahme seien von der – allein maßgeblichen - Markteinschätzung unabhängig (BVerfG ZIP 1999, 1436, 1441). Eine Notwendigkeit, den Liquidations- bzw. Substanzwert zu ermitteln bestehe nicht, weil jedenfalls im maßgeblichen Zeitpunkt des Stichtages keine Absicht zur Liquidierung des Unternehmens bestanden habe, wie im Unternehmensbericht (S 39) dargelegt worden sei. Der Kapitalisierungszinssatz bzw. seine Bestandteile Basiszinssatz, Risikoaufschlag und Wachstumsabschlag seien zutreffend ermittelt, was die Antragsgegnerin konkret näher ausführt. Unbegründet seien auch die Angriffe gegen die Planungsrechnung des Unternehmens. So hätten die Antragsteller verkannt, dass der angenommene Rückgang des Konzernergebnisses ab 2013 Folge der ab diesem Zeitraum erhöhten Ertragssteuern sei. Diese erhöhten Steuern seien mit dem Verbrauch der Verlustvorträge bis 2012 zu erklären. Die Ertragspotenziale der Sanierung aus den Jahren 2004/2005 seien in der Planungsrechnung vollständig berücksichtigt, wie das im Übertragungsbericht (S. 44 und 50) aufgezeigt sei. Die Rohertragsmarge sei gegenüber den Jahren 2003 und 2004 niedriger angesetzt, weil sich die Gesellschaft in einem umkämpften Markt mit höherwertigen Produkten durchsetzen müsse, was zu aufwändigerer Produktion und damit höhern Kosten führe. Tatsächlich habe sich das

Konzernergebnis ab 2006 entgegen den - optimistischen – Annahmen in der Planungsrechnung schlechter entwickelt. Synergieeffekte seien in diesen Berechnungen nicht zu berücksichtigen, weil die Unternehmensbewertung nach allgemeiner Ansicht auf sog. „stand-alone-Basis“ zu erfolgen habe (BGH NJW 1998, 1866, 1867). Das Vorbringen der Antragsteller zur Ausschüttung sei von Beliebigkeit geprägt, weil einerseits die Annahme einer „Nullausschüttung“ und andererseits die einer Vollausschüttung verlangt werde. Tatsächlich sei die in der Berechnung zugrunde gelegte Ausschüttungsquote von 40% dem Branchendurchschnitt entnommen. Die Kritik der Antragsteller an der Höhe der prognostizierten Umsatzerlöse sei unbegründet, denn sie gingen von fehlerhaften Grundlagen bzw. unrichtigen Preisen aus, welche sich tatsächlich rückläufig entwickelt hätten. Der Rückgang der Abschreibungen in der Unternehmensprognose sei damit zu erklären, dass anstelle der Investitionsmaßnahmen der jüngeren Vergangenheit in nächster Zukunft nur Ersatzinvestitionen treten würden, was den Abschreibungsaufwand zwangsläufig vermindere. Das Grundvermögen sei zutreffend als betriebsnotwendig bewertet worden, weil nicht nur die aktuelle Nutzung, sondern auch die künftige Verwendung für Unternehmensaufgaben die Betriebsnotwendigkeit rechtfertigen könnten. Der in Ansatz gebrachte Preis von 48 €/qm beruhe auf eigenen Erfahrungen mit dem Verkauf anderer Teile des Grundbesitzes. Ein Anspruch auf Verzinsung der Abfindung zwischen Stichtag und Fälligkeit der Abfindung bestehe nicht, wie sich schon aus dem Gesetz ergebe.

Das Gericht hat die sachverständigen Prüfer gem. § 8 Abs. 2 SpruchG im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 16.02.2011 zum Ergebnis ihrer Prüfung angehört. Wegen des Ergebnisses der Anhörung wird auf das Protokoll vom 16.02.2011 (Bl. 391 ff. d.A.) Bezug genommen.

II.

Der Antrag bleibt im Ergebnis ohne Erfolg.

Der Anspruch der Antragsteller beruht auf §§ 327 f S. 2 i.V.m. § 327 b Abs. 1 S. 1 AktG.

Danach legt das Gericht unter Berücksichtigung des sich zum Stichtag (hier: 16.08.2006) ergebenden Unternehmenswertes die an die Antragsteller zu zahlende angemessene Barabfindung fest.

Nach den verfassungsrechtlichen Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) ist den vom Squeeze-Out betroffenen Minderheitsaktionären der BWK eine Entschädigung für den Verlust ihrer aus der Aktionärsstellung herrührenden Rechtsposition zu gewähren. Diese Rechtsposition wird sowohl durch die aus der mitgliedschaftlichen Stellung erwachsenden Leitungsbefugnisse als auch die vermögensrechtlichen Ansprüche geprägt, die sich im Anspruch auf den anteiligen Bilanzgewinn, das Recht zum Bezug neuer Aktien bei Kapitalerhöhungen und dem Recht auf Teilnahme am Liquidationserlös materialisieren (vgl. BVerfG JZ 1999 S. 942, 943). Da die Leitungsbefugnisse der Minderheitsaktionäre jedenfalls nach dem Erwerb einer Beteiligung von 90% der Aktien der BWK durch die Antragsgegnerin keine entscheidende Rolle mehr spielen konnten, wird die zu ermittelnde „volle Entschädigung“ der Antragsteller durch die Kompensation des Vermögensverlustes bestimmt. Der Verlust des durch die Aktie vermittelten Vermögens stellt sich als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Letzterer wird insbesondere durch die Verkehrsfähigkeit des Papiers geprägt, die es dem Aktionär unter Berücksichtigung der herrschenden Marktbedingungen von Angebot und Nachfrage ermöglicht, sein Kapital nach freiem Belieben zu investieren oder zu deinvestieren. Hieraus hat das BVerfG (a.a.O.) das Gebot einer Abfindung abgeleitet, die jedenfalls nicht geringer ausfallen kann, als bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Ausscheidens aus der Aktiengesellschaft (vgl. ZIP 2007, 175 ff.). Aus der Identität des Verkehrswertes der Aktie mit ihrem Börsenkurs schlussfolgert das BVerfG, dass es mit der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG regelmäßig nicht vereinbar ist, eine Abfindung festzusetzen, die unterhalb des Börsenkurses liegt.

Offen ist dabei zunächst, welcher Börsenkurs für die Ermittlung des Verkehrswertes heranzuziehen ist. Da die Kurse einer Aktiengesellschaft tagtäglich neu festgesetzt werden, können sich je nach gewähltem Stichtag unterschiedliche Ansätze für den Verkehrswert der Aktie ergeben. Wie der

Stichtag festzusetzen ist, gibt die Verfassung nicht vor (BVerfG a.a.O.). Vielmehr sollen die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses einem *Missbrauch* beider Seiten begegnen. Dieser wird vor allem dort vermutet, wo nach Bekanntwerden einer Strukturmaßnahme eine plötzlich einsetzende Aktiennachfrage Kurssteigerungen generiert, zu denen es ohne jene Entscheidung nicht gekommen wäre (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2008 S. 883 ff. sub D I 3 a aa). Sinkende Kurse, die nach der Logik des Marktes nur durch ein erhöhtes Angebot von Aktien, also durch Aktienverkäufe, erreicht werden könnten, wird man nach der Lebenserwartung wohl nicht befürchten müssen, denn diese könnten nur durch den Großaktionär initiiert werden, der sich dadurch interessenkonträr verhalten würde. Die Wahl eines „geeigneten“ Referenzzeitraumes ist indes solange von sekundärer Bedeutung, wie der ermittelte Referenzkurs nur die Untergrenze der zu ermittelnden Abfindung bildet und die Wertbestimmung durch ein weiteres Verfahren, nämlich die Ermittlung des Schätzwertes, erfolgt. Liegt dieser über dem Börsenpreis, so ist der Aktionär auf dieser Grundlage abzufinden (BGH ZIP 2001, 734, 736), denn eine Überschreitung des Börsenpreises ist verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG a.a.O.).

Nach der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (DB 2010 S. 1693 ff.) ist für die Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses der nach Umsatz gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln. Das ist im vorliegenden Fall der Dreimonatszeitraum vor der sog. „Ad-hoc-Mitteilung“ der Antragsgegnerin vom 7.03.2006, mit der diese das beabsichtigte Squeeze-Out erstmals öffentlich machte. Nach der insoweit unwidersprochen gebliebenen Darstellung der Antragsgegnerin belief sich dieser Durchschnittskurs auf **2,48 €/Aktie**. Einer Anpassung dieses Wertes im Hinblick auf den zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung verstrichenen Zeitraum bedarf es vorliegend nicht, denn dies hat nur in den Fällen zu erfolgen, in denen die Maßnahme nicht innerhalb eines normalen oder üblichen Fahrplans durchgeführt wurde. Als normal oder üblich wird man angesichts des Aufwands für Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung jedenfalls noch einen Zeitraum bis zu sechs Monaten ansehen müssen (OLG Stuttgart BB 2011, S. 1522). Dieser ist vorliegend nicht überschritten.

Für die Ermittlung des Unternehmenswertes zur Beantwortung der Frage, ob dieser oberhalb des soeben festgestellten Börsenkurses liegt, ist der

Zukunftserfolgswert des Unternehmens heranzuziehen. Dieser wird aufgrund einer Prognose der erzielbaren zukünftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens ermittelt. Grundlage dieser Prognose ist einerseits die - dokumentierte - Unternehmensplanung. Dass diese mit der in der Zukunft liegenden Wirklichkeit übereinstimmen kann, aber nicht muss, liegt auf der Hand. Überraschende wirtschaftliche Entwicklungen (z.B. die kürzliche globale Krise der Finanzmärkte), politische Verwerfungen (Innere und äußere Konflikte) oder Naturereignisse müssen, weil nicht vorhersehbar, außer Betracht bleiben. Vorliegend hat die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft gezeigt, dass die im Unternehmensbericht getroffenen Annahmen deutlich zu optimistisch waren, weil sie von einer positiven Unternehmensentwicklung ausgingen, während die Gesellschaft sich aufgrund schlechter Erträge nunmehr in der Liquidation befindet. Allerdings ist nach dem geltenden Stichtagsprinzip insoweit auf die im August 2006 vorhersehbaren Verhältnisse abzustellen. Die hierzu in der mündlichen Verhandlung angehörten sachverständigen Prüfer haben zum Ausdruck gebracht, dass die damalige Planungsrechnung der BWK auf eine deutliche Verbesserung der Ertragslage gerichtet gewesen sei. Anlass, die Daten der Unternehmensplanung aufgrund der von den Antragstellern geäußerten Kritik zu modifizieren, haben die sachverständigen Prüfer nicht gesehen. Die Antragsteller sind dem in der Anhörung auch nicht mehr entgegengetreten.

Die BWK und ihr folgend die sachverständigen Prüfer haben den Unternehmenswert auf der Grundlage des Ertragswertes ermittelt. Die Beanstandung der Antragsteller, es hätten auch der Liquidationswert und der Substanzwert des Unternehmens ermittelt werden müssen, ist nicht erheblich. Nach neuerer, im Vordringen befindlicher Auffassung soll die Berücksichtigung des Liquidationswertes unterbleiben, soweit die Ertragsaussichten des Unternehmens nicht auf Dauer negativ sind und dessen Liquidation nicht abzusehen ist, weil die Unternehmensführung ihrer Planung zufolge keine Abwicklung der Gesellschaft beabsichtigt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.02.2004 – 19 W 3/00 -, Juris Rdn. 58; KK/Rieger, Anh § 11 Rdn. 47; MünchKommAktG/Bilda, 2. Aufl., § 305 Rdn.85). Als Argument für diese geänderte Sichtweise wird zu Recht angeführt, dass bei einem solchen Unternehmen der Aktionär auch dann keine Aussicht auf den Liquidationswert hätte, wenn die Strukturmaßnahme nicht vorgenommen worden wäre. Vorliegend haben die sachverständigen Prüfer ermittelt, dass die Planungsrechnung des Unternehmens auf eine deutlich verbesserte Ertragslage

gerichtet war. Dass sich diese Erwartung nicht realisiert hat, spielt nach dem für die Bewertung maßgeblichen Stichtagsprinzip keine Rolle. Der Substanzwert ist jedenfalls vorliegend deswegen nicht geeignet, weil er die Zukunftserwartungen des Unternehmens nicht wiederzuspiegeln vermag. Überdies ist zu bedenken, dass es die eine richtige Methode zur Bewertung des Unternehmens nicht gibt und mit dem Börsenkurs und der Ertragswertmethode jedenfalls zwei zuverlässige Parameter zur Schätzung zur Verfügung stehen.

Zur Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage der Ertragswertmethode werden die nach der Unternehmensplanung prognostizierten Nettoausschüttungen mit einem Zinssatz – dem sog. *Kapitalisierungszins* – auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Hierzu greift die Betriebswirtschaftslehre, deren Erkenntnisse vom Institut der Deutschen Wirtschaftsprüfer [DIW] in sog. Berechnungsstandards (hier: dem IDW S 1 Stand 2005) niedergelegt worden sind, auf den als Diskontierungsmaßstab verwendeten Kapitalisierungszinssatz zurück, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren soll (vgl. IDW S 1 Abschnitt 7.2.4.1.). Dabei sollen fristadäquate Kapitalmarktrenditen in Form von (vergleichbaren) Unternehmensbeteiligungen (Aktienportfolios) herangezogen werden. Diese lassen sich theoretisch in einen sog. *Basiszins* und eine *Risikoprämie* zerlegen.

Für den *Basiszinssatz* wird dabei auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt. Da es sich hierbei um eine risikofreie Alternativenanlage handelt, muss mit der Risikoprämie dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die sich die zum Vergleich herangezogene - risikofreie - Alternativenanlage von der vorhandenen - risikobehafteten - Aktienanlage unterscheidet. Die Ermittlung des Basiszinssatzes orientiert sich an der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Das entspricht nicht nur dem Standard der Wirtschaftsprüfer (vgl. IDW S1 2005 Rn. 127), sondern auch der überwiegenden Auffassung in der Rechtsprechung (vgl. OLG Stuttgart Beschluss v. 08.07.2011 20 W 14/08; OLG Frankfurt Beschluss vom 29.04.2011 21 W 2/11; OLG München OLGR 2008, 450 ff.; OLG Karlsruhe AG 2009, 47 ff.). Die als Grundlage hierfür herangezogenen Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank reichten im Zeitpunkt des Unternehmensberichts der BWK (Juni 2006) nur bis in die damalige Gegenwart, vermochten also keine sichere Aussage über die Zukunft zu erbringen. Für die Diskontierung zukünftiger Zuflüsse musste also auf Schätzungen zurückgegriffen werden. Vorliegend hatten die BWK und ihr folgend die sachverständigen Prüfer den Basiszinssatz

anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum März bis Mai 2006 prognostisch auf 4,25% geschätzt. Das ist keineswegs nachteilig für die Antragsteller, denn der Zinssatz per Stichtag belief sich - wie die spätere Entwicklung gezeigt hat - nach der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank (WT3439) auf 4,21%. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die dortige Zahlenreihe auf der Grundlage einer 15-jährigen Staatsanleihe ermittelt worden ist, während beider Unternehmensbewertung von einem unendlichen Anlagezeitraum auszugehen ist. Der sich nach den Schätzungen der Gutachter ergebende Zuschlag von 0,04% erscheint im Hinblick auf die Einpreisung zukünftig steigender Renditen daher als angemessen. Greifbar Anhaltspunkte, die einen niedrigeren Basiszinssatz rechtfertigen könnten, haben die Antragsteller nach der Anhörung nicht dargetan.

Der von der BWK vorgenommene Abzug für die typisierte Einkommenssteuerbelastung in Höhe von 35% (1,4875) vom Basiszinssatz ist nicht beanstandet worden und entspricht ebenfalls obergerichtlicher Rechtsprechung (vgl. OLG Stuttgart Beschluss v. 19.01.2011 20 W 3/09 Juris Nr. 194), so dass sich eine rechnerische Größe von 2,7625% ergibt.

Die *Risikoprämie* als zweitem Bestandteil des Kapitalisierungszinses trägt dem Umstand Rechnung, dass bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind (OLG Stuttgart a.a.O.). Während die Antragsteller eines Spruchverfahrens an einem möglichst niedrigen Risikozuschlag (und damit einem niedrigen Kapitalisierungszins) interessiert sind, verfißt die Antragsgegnerseite naturgemäß einen möglichst hohen Zuschlag, weil dieser zu niedrigeren Unternehmenswerten und somit zu geringeren Abfindungen führt. Die Betriebswirtschaftslehre (IDW S 1 2005) und ihr folgend die Rechtsprechung ermitteln den Risikoschlag auf der Grundlage der sog. Risikoschlagsmethode im Wege der Multiplikation einer allgemeinen *Marktrisikoprämie* mit einem auf das konkrete Risiko der begutachteten Unternehmung bezogenen „*Beta-Faktor*“ (sog. Capital Asset Pricing Model – CAPM). Dieses Modell ist im Hinblick auf die niedrigere steuerliche Belastung von Unternehmensgewinnen im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren (und einer daraus folgenden höheren Nachsteuerrendite des Aktionärs) durch das sog. Tax-CAPM modifiziert worden. Dafür lässt sich nämlich anführen, dass es die empirisch beobachtbaren Aktienrenditen bei Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens realitätsnaher zu erklären vermag, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet (OLG

Stuttgart ZIP 2010 S. 274 f. m.w.N.). Es hat daher in der Rechtsprechung allgemein Anerkennung erfahren (vgl. OLG Frankfurt Beschluss v. 29.04.2011 21 W 13/11 Juris Nr. 69). Bei Anwendung des Tax-CAPM wird der Basiszinssatz um die typisierte Steuerbelastung reduziert und darauf der Nachsteuerrisikozuschlag (aus Nachsteuerrisikoprämie und Betafaktor) aufgeschlagen. Damit soll sowohl der Nettoenditevorteil als auch der Besteuerungsvorteil der Aktienanlage (gegenüber dem festverzinslichen Wertpapier) berücksichtigt werden.

Die *Marktrisikoprämie* wird anhand eines Vergleichs zwischen der langfristigen Rendite von Bundeswertpapieren und Aktienanlagen ermittelt, was auf der Prämisse beruht, dass sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in Bundeswertpapieren durch höhere Rendite vergüten lassen. Nach dem Unternehmensbericht der Antragsgegnerin sollen Kapitalmarktuntersuchungen gezeigt haben, dass sich die Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5% - 6% bewegen, was dem hier angesetzten Mittelwert von 5,5% entspräche. Auch das OLG Stuttgart geht inzwischen unter Anwendung des IDW S1 2005 von einem Wert von 5,5% aus (vgl. die o.g. Beschlüsse vom 8.01.2011 juris Nr. 247 u. 19.01.2011 juris Nr. 194). Demgegenüber geht das OLG Düsseldorf von einer Renditedifferenz zwischen 3% und 6% aus (OLG Düsseldorf BB 2008, 693), was zu einem Mittelwert von 4,5% führt. Ähnlich urteilt das OLG Frankfurt (a.a.O.). Trotz dieser unterschiedlichen Judizierung bedarf es im vorliegenden Fall der Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Höhe der Marktrisikoprämie nicht. Es herrscht nämlich Einigkeit darüber, dass es die mit Eindeutigkeit festzustellende Marktrisikoprämie nicht gibt, weil eine empirisch genaue Festlegung nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich ist (vgl. KG Beschl. v. 19.05.2011 2 W 154/08 Juris Nr. 28; OLG Stuttgart Beschluss v. 19.01.2011 Juris Nr. 195). Solange sich die nach der Einschätzung des Unternehmens und der sachverständigen Prüfer für zutreffend geschätzte Marktrisikoprämie innerhalb des sich danach ergebenden Korridors zwischen 3% und 6% bewegt kann jedenfalls von einem groben Bewertungsfehler, der die Grenzen des billigen Ermessens übersteigt, nicht gesprochen werden. Soweit die Antragsteller 26) -28) unter Vorlage der Kurzstudie von Stehle eine Marktrisikoprämie von 2,91% für angemessen halten, rechtfertigt das keine andere Beurteilung. Diese Studie beschäftigt sich mit der Frage einer „optimalen Kapitalanlage bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren“ und ist im Auftrag eines börsennotierten Unternehmens erstellt worden, dass sich nach seinem Internetauftritt als

„Beteiligungsgesellschaft mit einem starken Investmentfokus auf Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen an europäischen Dienstleistungsunternehmen“ versteht. Damit handelt es sich um eine – weitere – der zahlreichen bereits vorliegenden Kapitalmarktuntersuchungen zur Marktrisikoprämie, die schon aus Gründen fehlender systematischer Herleitung keine Alleingeltung beanspruchen kann.

Die Ermittlung des *Beta-Faktors* dient dazu die Abweichung des individuellen Risikozuschlags vom Marktrisikozuschlag darzustellen, also die Entwicklung des betroffenen Unternehmens im Vergleich zur Marktentwicklung zu berücksichtigen. Nach Meinung der Antragsgegnerin sind die durch Marktbeobachtung ermittelbaren Betafaktoren der BWK (Zeitraum zwischen 1.01.2003 und 31.12.2005: -0,15 bis 0,65; Schnitt: **0,36**) wegen der geringen Handelsvolumina der Aktie und der starken Kursausschläge nicht hinreichend valide. Das ist nicht zu beanstanden. Da eine geringe Liquidität der gehandelten Aktien die Aussagekraft historisch ermittelter Betafaktoren beeinträchtigt, können die Renditen der betroffenen Aktie keine taugliche Grundlage für die Schätzung des künftigen Betafaktors sein (vgl. OLG Stuttgart Beschluss v. 19.01.2011 juris Nr. 211). Der sachverständige Prüfer hat hierzu in seiner Anhörung ausgeführt, dass das sog. Bestimmtheitsmaß bei den Aktien der BWK nicht erreicht wird. Unter Berücksichtigung einer wöchentlichen Betrachtung über einen Zeitraum von zwei Jahren ergäbe sich ein Maß von 0,001, bei monatlicher Betrachtung über einen Fünfjahreszeitraum ein solcher von 0,006. Einem derartigen, gegen Null gehenden Bestimmtheitsmaß fehlt jegliche statistische Relevanz (OLG Stuttgart Beschluss v. 19.01.2011 Juris Nr. 212; OLG Frankfurt a.a.O. Juris Nr. 79).

Daher ist die Antragsgegnerin in der Weise verfahren, dass sie eine sog. „Peergroup“ vergleichbarer Unternehmen herangezogen und auf diese Weise einen Betafaktor von **0,93** ermittelt hat. Die Zusammensetzung der Peergroup ist nach Meinung der Antragsgegnerin nicht zu beanstanden, weil es in Europa kein der BWK vergleichbares Unternehmen gibt und außer den neun herangezogenen Unternehmen weltweit keine anderen vergleichbaren Unternehmen zur Verfügung stehen. Tatsächlich ist es den Antragstellern nicht gelungen, andere, vergleichbare Unternehmen aufzuzeigen. Allerdings hat die Beweisaufnahme dem Gericht bislang keine hinreichende Überzeugung vermitteln können, dass und aus welchem Grunde die von der Antragsgegnerin zur Bildung der Peergroup herangezogenen Unternehmen zur Bildung eines Betafaktors von 0,93 führen. Dies gilt insbesondere für die Tatsache, dass die

herangezogenen Textilunternehmen ausweislich der Tabelle (S. 56 des Unternehmensberichts) in den Jahren 2004 und 2003 nur unvollständige Daten liefern konnten. Hinzu kommt, dass sich nach den Erklärungen der sachverständigen Prüfer im Termin zur mündlichen Verhandlung nicht alle beobachteten Unternehmen auf derselben Wertschöpfungsstufe wie die BWK bewegen.

Dies zwingt indes nicht zur Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens. Geht man mit dem sachverständigen Prüfer davon aus, dass die durchschnittliche Marktentwicklung einem Betafaktor von „1“ entspricht (vgl. auch <http://de.wikipedia.org/wiki/Betafaktor>), so kennzeichnet ein darunter liegender Betafaktor ein unterdurchschnittliches Marktrisiko der Anlage. Dass dieses Risiko, wie von den Antragstellern angenommen, mit 0,36 ganz erheblich unter dem Durchschnitt liegt, lässt sich unter Berücksichtigung des Stichtagsprinzips mit der durchaus optimistischen Unternehmensplanung nicht in Einklang bringen. Auch zeigt die tatsächliche Unternehmensentwicklung, dass die BWK schon vor der hier in Rede stehenden Beschlussfassung ein wirtschaftlich angeschlagenes Unternehmen war. Die Annahme, eine Anlage in Papieren der BWK beinhalte ein ganz erheblich unter dem Durchschnitt liegendes Risiko erscheint daher abwegig. Vielmehr dürfte – wie die weitere Entwicklung der BWK gezeigt hat - das Gegenteil der Fall sein, was einen über „1“ liegenden Betafaktor hätte rechtfertigen können. Vor dem Hintergrund der zum – maßgeblichen - Stichtag geltenden optimistischen Erwartungen ist das indes nicht umsetzbar, so dass die Antragsgegnerin zutreffend einen knapp unter „1“ liegenden Betafaktor angenommen hat. Angesichts der Tatsache, dass es auch hier *den richtigen Betafaktor* nicht gibt, sondern auch dieser Parameter das Ergebnis einer Schätzung darstellt, hält es die Kammer für angemessen, den Wert im Wege der Schätzung durch Bildung des Mittelwerts aus beiden Positionen (also dem für die BWK ermittelten Wert von 0,36 und dem Wert der Peergroup von 0,93) zu ermitteln, was zu einem Betafaktor von **0,645** führt. Dieser bringt ein immer noch deutlich unter dem Durchschnitt liegendes Anlagerisiko zum Ausdruck.

Dies ergibt einen Kapitalisierungszins von **6,31%** (Basiszins 2,7625 + Risikozuschlag 3,5475 (= Risikoprämie 5,5 x Betafaktor 0,645)). Für die Berechnung der Zeit der sog. „ewigen Rente“, d.h., den Zeitabschnitt nach Ablauf der Grobplanung, ist dieser Zins um den sog. Wachstumsabschlag zu vermindern. Der Wachstumsabschlag dient der Berücksichtigung der nachhaltig erwarteten Gewinnsteigerungen des Unternehmens; vereinfacht formuliert

handelt es sich um einen hinsichtlich der Konjunkturzyklen geglätteten Wachstumstrend (vgl. OLG Stuttgart Beschl. v. 08.07.2011 Juris Nr. 272.). Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase abgeleitet worden sind. Er umfasst vornehmlich eine inflationsbedingte sowie daneben gegebenenfalls eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergibt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 -, Juris Nr. 84). Aufgrund des preisbedingten Bestandteils ist daher zu seiner Ermittlung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt. Denn der Abschlag vom Kapitalisierungszins hängt maßgeblich davon ab, 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. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 -, Juris Nr. 189). Entsprechend handelt es sich beim Wachstumsabschlag stets um eine unternehmensspezifische, in die Zukunft reichende und mithin zu prognostizierende Größe (OLG Frankfurt Beschluss v. 20.12.2010 5 W 51/09 Juris Nr. 76). Vorliegend hat die Antragsgegnerin den Wachstumsabschlag mit 1,5% angenommen; dies ist von den sachverständigen Prüfern akzeptiert worden. Substantiell ist dagegen von Antragstellerseite nichts erinnert worden. Tatsächlich erscheint der Wachstumsabschlag im Hinblick auf die seit Jahren niedrige Inflationsrate als eher am oberen Rand des Angemessenen liegend.

Das führt zu nachfolgender Berechnung des Unternehmenswertes, wobei das Gericht, der Berechnung der Antragsgegnerin folgend, den Unternehmenswert von der Phase der ewigen Rente ausgehend zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses rückwärtsrechnerisch ermittelt hat. Das ist konsequent, weil die in den ersten Jahren der sog. Phase I prognostizierten Verluste keine verlässliche Grundlage für die Ertragswertberechnung liefern können, sondern dies nur auf der Grundlage der für die Phase der Grobplanung in den Jahren 2011 und 2012 prognostizierten Gewinne möglich ist. Für die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes hat sich die Kammer der allgemein verwandten Rechenformeln $[1/(1+K1/100)$ für die Phase I und $1/((K2/100)*(1+(K1/100)^7))$ für die Phase II] bedient, wobei K 1 den Kapitalisierungszins und K 2 den um den Wachstumsabschlag verminderten Kapitalisierungszins darstellt:

Jahr	2013 ff	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Gewinn	3067	3896	1058	0	0	0	0	0
1								
Basiszins	2,7625	2,7625	2,7625	2,7625	2,7625	2,7625	2,7625	2,7625
Risikoprämie	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Betafaktor	0,645	0,645	0,645	0,645	0,645	0,645	0,645	0,645
Risikozuschlag	3,5475	3,5475	3,5475	3,5475	3,5475	3,5475	3,5475	3,5475
Wachstumsrate	1,5	0	0	0	0	0	0	0
Kapzins	4,81	6,31	6,31	6,31	6,31	6,31	6,31	6,31
Barwertfaktor	20,7900	0,9406	0,9406	0,9406	0,9406	0,9406	0,9406	0,9406
Barwert 1.1.	63763	63.643 €	60.861 €	57.248 €	53.850 €	50.654 €	47.648 €	44.820 €
Barwert 31.12.		67659	64701	60861	57248	53850	50654	47648
Ertragswert	44.820 €		Aufzinsung					
Sonderwerte			per 16.08.06					
Grund	530		104,9214	51.018,56 €				
Steuerl. Verlustvor	2622							
Steuerl. Einlagenk	654		Anzahl Aktien	26181253				
Unternehmenswert	48.626 €		Wert pA	1,94866759				

Der sich danach ergebende Ertragswert von 44.820 T€ ist um die Sonderwerte aus Grundvermögen, steuerlichen Verlustvorträgen und dem steuerlichen Einlagenkonto zu erhöhen. Soweit die Antragsteller der Antragsgegnerin in diesem Zusammenhang eine zu geringe Bewertung des Grundvermögens vorgeworfen haben, hat sich die Antragsgegnerin damit ausführlich in ihrem Schriftsatz vom 29.11.2007 S. 29 ff. (Bl. 70 ff. ; 98 ff) auseinandergesetzt und die Berechnungsgrundlagen plausibel dargelegt. Dem sind die Antragsteller nicht mehr substantiiert entgegengetreten. Die schlichte Behauptung, der angesetzte Grundstückswert von 48,00 €/qm sei zu niedrig stellt jedenfalls keine konkrete Einwendung i.S.v. § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG dar.

Der Unternehmenswert ist auch nicht um eine angebliche Schadensersatzforderung der BWK gegen die Antragsgegnerin zu erhöhen. Der Vortrag der Antragsteller 18) – 22) ist unsubstantiiert, da er sich einerseits auf nicht näher begründete Annahmen stützt und andererseits im Dunklen bleibt, welcher Schaden der BWK entstanden sein soll. Für eine Ausforschung in die Richtung, ein möglicher Schaden möge durch ein Sachverständigengutachten festgestellt werden, ist im Spruchverfahren kein Raum.

Unter Berücksichtigung des Vorstehenden ergibt sich damit ein Wert pro Aktie von **1,95 €**. Dieser liegt nicht oberhalb des nach dem Vorgesagten maßgeblichen Referenzkurses der Aktie an der Börse von 2,48 €, so dass für eine Erhöhung der von der Antragsgegnerin angebotenen Barabfindung von 2,55 € pro Aktie kein Raum ist.

Als Geschäftswert ist gem. § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG der Mindestwert von 200.000,00 € festzusetzen, da das Verfahren nicht zu einer Erhöhung der Kompensation geführt hat (OLG Stuttgart AG 2004 S. 109).

Die Kostenentscheidung beruht auf der Anwendung des § 15 Abs. 2 und 4 SpruchG; Anhaltspunkte für eine Billigkeitsentscheidung zugunsten der Antragsteller in Bezug auf ihre außergerichtlichen Kosten bestehen vor dem Hintergrund der erheblichen Unterschreitung des Aktienwertes gegenüber der angebotenen Barabfindung nicht.

Bremen, den 26. August 2011
Landgericht • 1. Kammer für Handelssachen