

3-5 O 174/04



## **LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS**

In dem Spruchverfahren

betreffend der Angemessenheit der Abfindung der Minderheitsaktionäre der  
Carl Schenk AG

an dem hier beteiligt sind:

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main  
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter  
und nach mündlicher Verhandlung  
am 13.11.2007 beschlossen:

Der angemessene Abfindungsbetrag gem. §§ 327a ff AktG aufgrund des in der  
Hauptversammlung vom 09.07.2004 der Carl Schenck AG, Darmstadt, beschlossenen  
Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung wird auf

**EUR 173,53**

je Stückaktie der Carl Schenck AG festgesetzt.

Dieser Betrag ist ab dem 14. 10.2004 mit jährlich zwei von Hundert über dem jeweiligen  
Basiszinssatz nach § 257 BGB zu verzinsen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der  
ausstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu  
tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der  
ausstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 329.245,-- festgesetzt.

## Gründe

## I.

Die Carl Schenck AG hatte ein Grundkapital von EUR 39.700.000,-- welches eingeteilt war in 1.551.000 Stückaktien.

Die Hauptversammlung der Carl Schenck AG beschloss am 09.07.2004 die sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Antragsgegnerin, die zu diesem Zeitpunkt ca. 98,3 % der Aktien selbst oder durch Zurechnung hielt, zu übertragen und zwar gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von EUR 157,-- je Aktie. Dem lag ein von der Antragsgegnerin vorgelegter Bericht vom 06.05.2004 zugrunde, der auf einer von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebenen Gutachten von \_\_\_\_\_ über der Wert des Unternehmens beruhte. Hier wurde ein Unternehmenswert der Carl Schenck AG zum 09.07.2004 von TEUR 242.291,-- ermittelt, d.h. EUR 156,22 pro Aktie. Im Hinblick auf den durchschnittlichen Börsenkurs im Zeitraum von 3 Monaten vor dem 19.02.2004 - von EUR 111,38 pro Aktie wurde hier letztlich eine Barabfindung von EUR 157,-- für angemessen erachtet. Weiterhin lag bei der Hauptversammlung ein Bericht des gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfers \_\_\_\_\_ vom 06.05.2004— bestellt durch Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 05.03.2004 - vor, welches den ermittelten Unternehmenswert nicht beanstandete. Wegen der Einzelheiten des Berichts und der gutachterlichen Stellungnahme wird auf die zu den Akten gereichten Kopien des Berichts und der Stellungnahme des sachverständigen Prüfers Bezug genommen. Betroffen von dem Ausschluss waren nach Angaben der Antragsgegnerin 19.918 Stückaktien in den Händen von Minderheitsaktionären.

Der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 15.9.2004 in das Handelsregister eingetragen und bekannt gemacht i. S. d. § 10 Abs. 2 HGB a. F. am 14.10.2004.

Die Antragsteller wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag von EUR 157,-- je Aktie sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der jeweiligen Antragschriften sowie der ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre hat zur Sache Stellung genommen und hält ebenfalls die beschlossene Abfindungshöhe nicht für angemessen.

Die Antragsgegnerin hält die Abfindung für angemessen. Wegen der Einzelheiten wird auf die Antragsrwiderrung und die ergänzenden Schriftsätze verwiesen.

Die Kammer hat durch Beweisbeschluss vom 05.9.2007 die Einholung eines Sachverständigengutachtens zum Unternehmenswert Carl Schenck AG zum Stichtag 9.7.2004 angeordnet. Wegen des Ergebnisses wird auf das schriftliche Sachverständigengutachten des Sachverständigen vom 4.7.2007 und seinen ergänzenden schriftlichen Stellungnahmen vom und das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 13.11.2007, in der der Sachverständige ergänzend gehört wurde, verwiesen.

## II.

Die Anträge auf Erhöhung der angemessenen Barabfindung gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG sind nur mit dem sich aus dem Tenor ergebenden Inhalt begründet.

Die angemessene Barabfindung nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Stichtag ist somit der 19.11.2002.

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht (BVerfGE 14, 263/284; 100, 289/304 f.; BGH AG 2003, 627/628; BayObLG NJW-RR 1996, 1125/1126). Zu ermitteln ist der Grenzpreis, zu dem der Minderheitsaktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (BGHZ 138, 136/140).

Der als in diesem Sinne angemessen festgesetzte Wert ergibt sich vorliegend nicht aus dem durchschnittlichen Börsenkurs der Carl Schenck AG im Zeitraum von 3- Monaten vor der Hauptversammlung am 09.07.2004, der nach der unwidersprochen gebliebenen Angabe der Antragsgegnerin EUR 154,11 betrug.

Im Anschluss an die neuere Rechtsprechung des BVerfG (BVerfG v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566 m. Anm. Vetter = ZIP 1999, 1436 [1441]; v. 8.9.1999 - 1 BvR 301/89, AG 2000, 40 = ZIP 1999, 1804) und des BGH (BGH v. 12.3.2001 - II ZB 15/00, AG 2001, 417 = ZIP 2001, 734 [736]) ist bei der Bemessung der Entschädigung auf den Verkehrswert der Aktie abzustellen, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig mit dem Börsenkurs identisch ist. Untere Grenze des Unternehmenswertes ist also grundsätzlich die Summe der Börsenwerte der Aktien der betroffenen Gesellschaft. Eine Barabfindung, die niedriger als der Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich nicht als angemessen anzusehen. Vorliegend kann jedoch dahingestellt bleiben, ob der durchschnittliche Börsenkurs in einem Zeitraum von 3 Monaten vor dem Tag der Hauptversammlung (so z. B.: OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 2.11.2006 – 20 W 233/93 -) oder der Bekanntgabe der Maßnahme (so OLG Stuttgart, Beschl. v. 16.2.2007 – 20 W 6/06- ZIP 2007, 530 m. w. Nachw. zum Streitstand) zugrunde zu legen ist, da der aufgrund des Ertragswertes festgestellte Unternehmenswert für beide Zeiträume über dem durchschnittlichen Börsenkurs liegt.

Der Minderheitsaktionär nicht nur nach dem sich im Börsenkurs widerspiegelnden Verkehrswert, sondern nach dem nach § 287 Abs. 1 ZPO zu schätzenden Unternehmenswert zu entschädigen, wenn dieser Schätzwert höher ist als der Börsenwert (BGH, NZG 2001, 603 = ZIP 2001, 734 [736]). Dies ist vorliegend gegeben.

Eine Schätzung des Ertragswertes nach § 287 Abs. 1 ZPO durch die Kammer führt zu einem höheren Wert je einzelner Aktie als dem durch den Börsenkurs sich ergebenden Wert.

Aufgrund des Sachverständigengutachtens des Sachverständigen und der von der Kammer verwendeten Methode zur Abzinsung steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass der vorliegend aus dem Ertragswert der Carl Schenck AG herzuleitender Unternehmenswert von insgesamt ca. TEUR 269.150 zu einer angemessen Abfindung in Höhe von d.h. EUR 173,73 je Stückaktie führt.

Es bestand zunächst kein Anlass, den Liquidationswert der Carl Schenck AG insgesamt durch einen Sachverständigen ermitteln zu lassen. Denn der Liquidationswert stellt nicht die Untergrenze des Unternehmenswerts dar.

Eine solche Annahme widerspricht nämlich dem Grundsatz, dass sich der Wert eines Unternehmens nach der Möglichkeit, nachhaltig Erträge bei voller Substanzerhaltung zu erwirtschaften, bestimmt. Deshalb kommt der Liquidationswert für die Bestimmung eines Unternehmenswerts nur dann in Betracht, wenn eine Gesellschaft keine Erträge erwirtschaftet oder liquidiert werden soll (Bilda/Münchener Kommentar 2. Aufl. § 305 AktG R. 305 und OLG Düsseldorf DB 2002, 781). Beides liegt hier nicht vor.

Die Kammer legt zunächst zugrunde, dass die nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch erstellte und durch den gerichtlich bestellten Prüfer geprüfte Unternehmensbewertung eine ausreichende Grundlage darstellt, den Unternehmenswert nach § 287 ZPO zu schätzen. Denn die Unternehmensbewertung erfolgte im entscheidenden Punkt aufgrund der vom Bundesverfassungsgericht (ZIP 1999, 1436, 1441) gebilligten und in der Praxis weitgehend durchgesetzten Ertragswertmethode.

Ein errechneter Unternehmenswert beruht auf einer Vielzahl von Prognoseentscheidungen, die alle zu einer mehr oder weniger großen Unschärfe der Bewertung des Unternehmens führen. Insbesondere stellt auch die Ertragswertmethode lediglich ein Hilfsverfahren dar, das methodisch stets anfechtbare Schätzungen liefert, weil die Zukunft im Dunkeln bleibt und der Wert eines Unternehmens sich nicht auf „Euro und Cent“ berechnen lässt. Allerdings gibt die Ertragswertmethode einen geordneten Rahmen, innerhalb dessen die Schätzung des Unternehmenswertes stattfinden kann (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 152 ff.).

Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens. Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird.

Zu berücksichtigen ist bei der Bewertung der vorliegenden Gutachten allerdings, dass sie nach ihren zugrunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Dem Gericht kommt somit die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 ZPO zu bestimmen (BGH ZIP 2001, 734/736; OLG Stuttgart ZIP 2004, 712/714; BayObLG NZG 2006, 156)).

Deshalb ist die Unternehmensbewertung nur daraufhin zu überprüfen, ob die Ertragswertmethode korrekt angewendet, insbesondere der rechtliche Rahmen eingehalten wurde und die jeweiligen Prognosen plausibel und nachvollziehbar dargestellt wurden. Dabei ist es nicht Aufgabe des Gerichts anstelle der Prognosen im Übertragungsbericht des Hauptaktionärs eigene Prognosen aufzustellen. Deshalb ist es auch an sich unzulässig, anstelle von Prognosen eine wegen der Dauer des Spruchverfahrens im Einzelfall durchaus mögliche ex post Betrachtung der realen Geschehnisse zu setzen (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 ff.). Dabei ist zu beachten, dass die Bewertung auf den Stichtag zu treffen ist, doch kann die Entwicklung zur Plausibilitätsprüfung herangezogen werden (vgl. BayObLG AG 2002, 390; LG Dortmund AG 1998, 142, Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung 4. Aufl. S. 62).

Daraus ergibt sich, dass der „wahre Unternehmenswert“ wegen der Ungenauigkeit der Prognosemethode nur als Näherungswert mit einer Bandbreite festgelegt werden kann. Demgegenüber gibt es keinen mathematisch exakt zu bestimmenden Unternehmenswert. Vielmehr stellt jedes Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts dar, was zur Folge hat, dass die Verfahrensbeteiligten es hinnehmen müssen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als Grundlage der angemessenen Abfindung existiert (BayObLG NZG 2006, 156).

Lediglich wenn die Prognosen völlig unplausibel sind, kann hier eine andere Beurteilung durch das Gericht erfolgen.

Hiervon kann vorliegend aber nur in Bezug auf das Ergebnis in der Phase 2 - sog. ewige Rente - ausgegangen werden.

Die Prognosen der Antragsgegnerin in ihrem Bericht für die Planjahre 2004 bis 2006 in der sog.- Detailplanungsphase sind auf den Stichtag bezogen nachvollziehbar, wie dies auch der

Sachverständige in seinem Gutachten bestätigt hat. Die Einwände von Seiten der Antragsteller sind nicht geeignet, die von der Antragsgegnerin angenommene Planung und Bewertung einzelner Faktoren als taugliche Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswertes zu erschüttern.

Zu den Beanstandungen im Einzelnen ergibt sich nach den nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen denen die Antragsteller und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre nach Vorliegen des Gutachtens auch nicht substantiiert entgegengetreten sind folgendes (Bl. 25 – 31 d. Gutachtens):

„a. *Einwendungen der Antragsteller gegen die Prognose*

aa. *unzutreffende Abgrenzung der wirtschaftlichen Einheit*

*Nach Ansicht der Antragsteller enthält der Übertragungsbericht keinen Hinweis, welche der Beteiligungen konsolidiert und welche Beteiligungen als sonstiges Vermögen angesetzt wurden.*

*Der Übertragungsbericht führt hierzu aus:*

*„Die in die Bewertung einbezogenen Konzerngesellschaften werden in Anlage 3 'Übersicht Konzerngliederung der Carl Schenck AG, Darmstadt' ausgewiesen.“  
Ich habe die in der erwähnten Anlage 3 'Übersicht Konzerngliederung der Carl Schenck AG, Darmstadt' aufgeführten Konzerngesellschaften mit den mir zur Verfügung gestellten Planungsunterlagen abgeglichen. Dabei hat sich ergeben, dass die o. g. Aussage des Übertragungsberichts zutrifft.*

*Bei den in der Anlage 3 zum Übertragungsbericht mit der Ziffer 4) gekennzeichneten Unternehmen handelt es sich um assoziierte Unternehmen, die als sonstiges Vermögen angesetzt wurden.*

bb. *unzutreffende Wahl des Bewertungsstichtages*

*Nach Ansicht der Antragsteller sind die tatsächlichen Unternehmensergebnisse zwischen dem 31.12.2003 und dem 9.07.2004 nicht berücksichtigt worden.*

*Der auf den Stichtag 31.12.2003 ermittelte Unternehmenswert sei lediglich auf den Stichtag 9.07.2004 aufgezinnt worden.*

*Der Übertragungsbericht führt hierzu aus:*

*„Der maßgebliche Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Unternehmenswertes und der daraus abzuleitenden Barabfindung ist der Tag der Hauptversammlung der Carl Schenck AG, die über die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär beschließt, d.h. der 9. Juli 2004.*

Der zunächst auf den 31. Dezember 2003 ermittelte Unternehmenswert wurde daher auf den 9. Juli 2004, den Tag der Hauptversammlung, mit dem Kalkulationszinssatz der ersten Periode aufgezinnt.“

Wie aus der Anlage 1 dieses Gutachtens ersichtlich, hat die Antragsgegnerin die Ergebnisse des gesamten Jahres 2004 (also vom 1.01. bis 31.12.2004) berücksichtigt, also auch die bis zum 9.07.2004 angefallenen Ergebnisse.

Der Einwand der Antragsteller, dass die Ergebnisse zwischen dem 31.12.2003 und dem 9.07.2004 nicht berücksichtigt worden seien, trifft folglich nicht zu.

...

cc. *Planungsrechnung auf der Grundlage der IFRS*

Nach Nr. 5.a. des Beweisbeschlusses vom 5.09.2006 soll ich zu folgender Frage Stellung nehmen:

„Führt die Zugrundelegung von Bilanzierungen nach US-GAAP bzw. IFRS vorliegend zu Lasten der Minderheitenaktionäre zu einem zu niedrigen Unternehmenswert als bei einer Zugrundelegung der Bilanzierung nach HGB?“

Nach Ansicht der Antragsteller sind die den Planungen zugrunde liegenden International Financial Reporting Standards (IFRS) im Rahmen einer Unternehmensbewertung untauglich. Sie begründen dies wie folgt:

Die Höhe der Ausschüttungen sei unter Anwendung der handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften zu bestimmen. Die Rechnungslegung der Antragsgegnerin basiere aber bis 2003 auf den US-GAAP und ab 2004 auf den IFRS. Eine Überleitungsrechnung sei nicht erstellt worden.

Dies sei sachwidrig, weil es sich sowohl bei den US-GAAP als auch bei den IFRS um ausländische Regelungssysteme handelt, die andere Ziele als die handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften verfolgen.

Weil es bei einer nach den Bestimmungen des AktG zu erstellenden Unternehmensbewertung auf die künftig möglichen Ausschüttungen ankomme, müssen die hierbei verwendeten Jahresabschlüsse nach Ansicht der Antragsteller auf der Grundlage der handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften erstellt werden.

Die Antragsteller präzisieren nicht, welche konkreten Nachteile ihnen durch die Zugrundelegung der IFRS bei den Planungsrechnungen der Antragsgegnerin entstanden sein sollen.

Die Einwendungen der Antragsteller sind wie folgt zu beurteilen:

Die Rechtsprechung geht bisher von der Gleichwertigkeit von Unternehmensbewertungen auf der Grundlage von HGB-Jahresabschlüssen oder IFRS-Jahresabschlüssen aus. Das OLG Hamburg hat dies wie folgt begründet:

Weder das HGB noch die IFRS schreiben vor, wie ein Unternehmen zu bewerten sei. Dies geschehe vielmehr üblicherweise nach der Ertragswertmethode. Ein Jahresabschluss nach IFRS vermittele Informationen, um sich ein Bild über die finanzielle Situation der Gesellschaft zu machen. Daraus ergebe sich seine Eignung für die Unternehmensbewertung.

Diese Begründung des OLG Hamburg ist deshalb nicht überzeugend, weil es nicht darauf ankommt, ob HGB oder IFRS vorschreiben, wie ein Unternehmen zu bewerten ist, sondern darauf, ob die mit Hilfe der HGB-Regeln oder der IFRS für den Planungszeitraum erstellten Jahresabschlüsse eine geeignete Grundlage der Unternehmensbewertung sind.

Das Ergebnis, zu dem das OLG Hamburg kommt, ist aus den folgenden Gründen zutreffend:

Jahresabschlüsse auf der Grundlage der US-GAAP bzw. IFRS bezwecken,

- Informationen zu vermitteln, die erforderlich sind, um sich ein betriebswirtschaftlich fundiertes Bild über die finanzielle Situation des Unternehmens machen zu können.

Jahresabschlüsse auf der Grundlage des HGB bezwecken dagegen, mit Hilfe des dem Gläubigerschutz dienenden Vorsichtsprinzips

- die maximale Höhe der handelsrechtlichen Ausschüttung zu bestimmen und
- zusätzlich die fiskalischen Gewinnermittlung zu ermöglichen.

Wegen ihrer unterschiedlichen Zwecksetzungen führen Jahresabschlüsse auf der Grundlage der US-GAAP bzw. IFRS und Jahresabschlüsse auf der Grundlage des HGB zu abweichenden Ergebnissen.

Ein Beispiel hierfür ist die von der Antragsgegnerin vorgenommene gewinnerhöhende Eliminierung der nach den IFRS nicht vorzunehmenden geplanten Goodwill-Abschreibung von TDM 430 p.a.

Über die gesamte Lebensdauer des Unternehmens ist die Summe der Gewinne (der sog. Totalgewinn) unabhängig von der Art der angewandten Rechnungslegungsgrundsätze gleich. Allerdings können die in der Detailplanungsphase bei Anwendung der HGB-Grundsätze ermittelten Gewinne höher oder niedriger sein als die bei Anwendung der IFRS ausgewiesenen Gewinne.

*„Im Ergebnis lassen die Unterschiede zwischen beiden Bilanzierungsstandards bei einer Bilanzierung nach IFRS im Vergleich zum HGB tendenziell ein höheres Jahresergebnis wie auch ein höheres Eigenkapital erwarten.“*

*Die Verdreifachung der ausgewiesenen Unternehmensgewinne und als Folge davon der Aktienkurse seit 2003 geht zum großen Teil auf die Änderung der Rechnungslegungsvorschriften (vom HGB zu IFRS) zurück. Die ausgewiesene Ertragslage hat sich als Folge dieser Änderung der Rechnungslegungsvorschriften wesentlich besser entwickelt als die tatsächliche Ertragslage.*

*Eine Anpassung der Planungsrechnungen mit Hilfe einer Überleitungsrechnung an HGB-Standards würde mit großer Wahrscheinlichkeit zu verminderten ausgewiesenen Gewinnen, zu geringeren Ausschüttungen und damit zu einem geringeren resultierenden Unternehmenswertes führen.*

*Bei der Beurteilung der Planungsrechnung der Antragsgegnerin habe ich darauf geachtet, ob ihre Überleitung zwecks Anpassung an HGB-Standards zu einer wesentlichen Veränderung der ausgewiesenen Gewinne, der Ausschüttungen und damit des resultierenden Unternehmenswertes führen könnte. Hierfür haben sich keine Anhaltspunkte ergeben.*

*Deshalb gilt:*

*Die Zugrundelegung der IFRS bei den Planungsrechnungen der Antragsgegnerin führt zu keinem niedrigeren Unternehmenswert als bei der Zugrundelegung der HGB - Regeln.*

*dd. unzureichende Darstellung im Übertragungsbericht*

*Nach Ansicht der Antragsteller weist der Übertragungsbericht teilweise nur zusammengefasste Zahlen aus. Die künftige Entwicklung der Personalaufwendungen und der Investitionen seien nicht erkennbar.*

*Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft entsprechen den Anforderungen der GAAP*

*(bis 2003) bzw. der IFRS (ab 2004). Danach sind die Aufwendungen, ähnlich wie in einer nach § 275 Abs. 3 HGB (Umsatzkostenverfahren) erstellten*

*Gewinn- und Verlustrechnung, nach Funktionsbereichen (Herstellungskosten, Vertriebskosten, allgemeine Verwaltungskosten etc.) zu gliedern. Die auf diese Weise erstellten Gewinn- und Verlustrechnungen enthalten keine Angaben zu einzelnen Kostenarten, wie z.B. den Personalaufwendungen.*

Unternehmen, die das Umsatzkostenverfahren anwenden, haben nach § 285 Nr. 8 HGB im Anhang ihres Jahresabschlusses die folgenden zusätzlichen Angaben zu machen (gegliedert wie beim Gesamtkostenverfahren):

- den Materialaufwand des Geschäftsjahres und
- den Personalaufwand des Geschäftsjahres .

Auch auf der Grundlage von GAAP bzw. IFRS erstellte Jahresabschlüsse müssen diese Angaben enthalten.

Die Personalaufwendungen in den Jahren 2001 bis 2003 ergeben sich aus den Anhängen der Konzern-Jahresabschlüsse 2001 bis 2003.

Für die Jahre ab 2004 ergeben sich die geplanten Personalaufwendungen aus den zur Verfügung gestellten Planungsunterlagen.

Danach entwickeln sich die tatsächlichen Lohn- und Gehaltsaufwendungen (bis 2003) bzw. der geplanten Lohn- und Gehaltsaufwendungen (ab 2004) wie folgt:

<u>Personalaufwendungen</u>	<u>TEUR</u>	<u>Erläuterung</u>
in 2001	<u>202.408</u>	(nur fortgeführte Aktivitäten)
in 2002	<u>195.172</u>	
in 2003	<u>176.409</u>	
in 2004	<u>169.300</u>	
in 2005	<u>168.800</u>	
in 2006	<u>174.600</u>	

Die Investitionen in den Jahren 2001 bis 2003 ergeben sich ebenfalls aus den Anhängen der Konzern-Jahresabschlüsse 2001 bis 2003.

Auch für die Jahre ab 2004 ergeben sich die geplanten Investitionen aus den zur Verfügung gestellten Planungsunterlagen.

Danach entwickeln sich die Investitionen wie folgt:

<u>Investitionen</u>	<u>TEUR</u>	<u>Erläuterung</u>
in 2001	<u>15.427</u>	(nur fortgeführte Aktivitäten)
in 2002	<u>8.172</u>	
in 2003	<u>7.426</u>	
in 2004	<u>10.417</u>	
in 2005	<u>9.578</u>	
in 2006	<u>9.303</u>	

Die geplante Entwicklung der Personalaufwendungen und der Investitionen erscheint nicht unplausibel.“

und auf Seiten 34 – 38 des Gutachtens:

„ff. *Prognostizierte Abschreibungen bzw. Reinvestitionen*

*Nach Ansicht der Antragsteller sind die lt. Übertragungsbericht prognostizierten Abschreibungen bzw. Reinvestitionen nicht nachvollziehbar.*

*Wie bereits in Abschnitt V.3.a.dd. erläutert, entsprechen die Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft den GAAP bzw. den IFRS (ähnlich dem Umsatzkostenverfahren nach § 275 Abs. 3 HGB). Die Aufwendungen einer nach dem Umsatzkostenverfahren erstellten Gewinn- und Verlustrechnung sind nach Funktionsbereichen (Herstellungskosten, Vertriebskosten, allgemeine Verwaltungskosten etc.) gegliedert. Dagegen enthalten nach GAAP, IFRS oder dem Umsatzkostenverfahren erstellte Gewinn- und Verlustrechnung keine Angaben zu einzelnen Kostenarten, wie z.B. den Abschreibungen.*

*Die Höhe der Abschreibungen ergibt sich für die Jahre 2001 bis 2003 aus den Anhängen der Konzern-Jahresabschlüsse.*

*Für die Jahre ab 2004 hat die Antragsgegnerin die Höhe der Abschreibungen mitgeteilt. Daraus ergibt sich die folgende Entwicklung der tatsächlichen Abschreibungen (bis 2003) bzw. der geplanten Abschreibungen (ab 2004):*

<u>Abschreibungen</u>	<u>TEUR</u>	<u>Erläuterung</u>
in 2001	<u>11.492</u>	(nur fortgeführte Aktivitäten)
in 2002	<u>11.720</u>	(davon außerplanmäßig: TEUR 1.984)
in 2003	<u>9.298</u>	(davon außerplanmäßig: TEUR 1.266)
in 2004	<u>9.695</u>	
in 2005	<u>9.339</u>	
in 2006	<u>9.297</u>	

*Auch die Höhe der Investitionen ergibt sich für die Jahre 2001 bis 2003 aus den Anhängen der Konzern-Jahresabschlüsse.*

*Für die Jahre ab 2004 hat die Antragsgegnerin auch die Höhe der geplanten Investitionen mitgeteilt. Die mitgeteilten Beträge stimmen mit den Beträgen überein, die in den zur Verfügung gestellten Planungsunterlagen verwendet wurden.*

*Daraus ergibt sich die folgende Entwicklung der tatsächlichen Investitionen (bis 2003) bzw. der geplanten Investitionen (ab 2004):*

<u>Investitionen</u>	<u>TEUR</u>	<u>Erläuterung</u>
in 2001	<u>15.427</u>	(nur fortgeführte Aktivitäten)
in 2002	<u>8.172</u>	
in 2003	<u>7.426</u>	
in 2004	<u>10.417</u>	
in 2005	<u>9.578</u>	
in 2006	<u>9.303</u>	

*Die geplante Entwicklung der Abschreibungen und der Investitionen erscheint nicht unplausibel.*

*gg. Finanzergebnis*

*Nach Ansicht der Antragsteller sind die auf Seite 52 des Übertragungsberichts angesetzten Finanzergebnisse nicht nachvollziehbar. Während sich das Finanzergebnis lt. Seite 38 des Übertragungsberichts in den Jahren 2001 bis 2003 von EUR 5,8 Mio. auf EUR 2,1 Mio. vermindert, erhöhe es sich lt. Seite 52 des Übertragungsberichts bis 2006 auf EUR 3,5 Mio. Die fehlende Berücksichtigung von 'sprint 2' schlägt sich in einem fehlerhaften Finanzergebnis nieder, welches auf der Grundlage einer zu hohen durchschnittlichen Verschuldung in Höhe von EUR 55 Mio. und eines zu hohen Zinssatzes von 6,5% ermittelt worden sei.*

*Der Einwand, dass die auf Seite 52 des Übertragungsberichts angesetzten Finanzergebnisse nicht nachvollziehbar seien, trifft insoweit zu, als dort lediglich der gesamte Zinsaufwand des Konzerns in den Jahren 2004 bis 2006 genannt wird. Hinweise, wie sich der Zinsaufwand ermittelt und welche der Unternehmensbereiche er betrifft, fehlen.*

*Der Übertragungsbericht erläutert die geplanten Finanzergebnisse wie folgt:*

*„Vom Ergebnis vor Zinsen und Steuern ist noch das Zinsergebnis abzusetzen. Dieses wurde von den einzelnen Gesellschaften des Schenck Konzerns auf Basis von Liquiditätsplänen ... geplant. Zusätzlich wurden Anpassungen aufgrund der für die Bewertung angenommenen Vollausschüttung sowie für die Finanzierung des Verlusts des Geschäftsjahres 2003 vorgenommen.“*

*Die in diesen Ausführungen erwähnten*

'Anpassungen aufgrund der für die Bewertung angenommenen Vollausschüttung sowie für die Finanzierung des Verlusts des Geschäftsjahres 2003'

kommen zu den am Beginn dieses Abschnitts V.3. erläuterten Anpassungen der Ergebnisse vor Zinsen und Steuern (EBIT) hinzu.

Auf meine Bitte hat die Antragsgegnerin die Anpassung der Finanzergebnisse wie folgt erläutert:

„Das Zinsergebnis der Planung war für die Berechnung des Unternehmenswertes ... zu korrigieren, da die Planung keine Vollausschüttung vorsah, der Verlust in 2003 höher war als noch in der Planung vom Oktober 2003 erwartet ... und das Factoring in der Planung nicht berücksichtigt wurde

....

Der Fremdkapitalzinssatz wurde dabei mit 6% angesetzt. Dieser Zinssatz entspricht den Gesamtfinanzierungskosten für ein unterstelltes Darlehen in der Größenordnung von EUR 25 bis 30 Mio.“

Nach Auswertung der von der Antragsgegnerin erhaltenen Planungsunterlagen ergeben sich die Finanzergebnisse in den Jahren 2004 bis 2006 wie folgt:

	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
	<b>TEUR</b>	<b>TEUR</b>	<b>TEUR</b>
<b>1 Finanzergebnis lt. Planungsunterlagen (Anlage 3a)</b>	<b>-2.545</b>	<b>-2.139</b>	<b>-1.917</b>
<b>2 Umgliederung des Beteiligungsergebnisses (vgl. oben)</b>	<b>-100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>3 Finanzergebnis nach Umgliederung</b>	<b>-2.645</b>	<b>-2.139</b>	<b>-1.917</b>
<b>4 Erhöhung des Zinsaufwandes wegen</b>			
5 - Vollausschüttungsannahme in 2005 (6% von 1.790)		-107	
6 - Vollausschüttungsannahme in 2006 (6% von 9.096)			-546
7 - Verlusterhöhung in 2003 (6% von (16.255 - 3.553))	-762	-762	-762
8 - Einführung Factoring (1% von € 23.844)	-238	-238	-238
<b>9 gesamte Erhöhung des Zinsaufwandes</b>	<b>-1.000</b>	<b>-1.107</b>	<b>-1.546</b>
<b>10 Rundungsdifferenzen</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>
<b>11 Finanzergebnis lt. Übertragungsbericht (Anlage 3b)</b>	<b>-3.644</b>	<b>-3.248</b>	<b>-3.462</b>

Die Finanzergebnisse lt. den Planungsunterlagen (Zeile 1) sind mit dem in 2003 ausgewiesenen Finanzergebnis (TEUR 2.062) vergleichbar. Die Erhöhung des im Jahr 2004 ursprünglich geplanten Finanzaufwands gegenüber dem Jahr 2003 um (2.545 ./, 2.062 =) TEUR 483 erklärt sich im Wesentlichen durch den ursprünglich in 2003 geplanten Verlust von TEUR 3.553.

Die ursprünglich geplanten Verminderungen des Finanzaufwands

- in 2005 um (2.545 ./ 2.139 =) TEUR 406 und
- in 2006 um (2.139 ./ 1.917 =) TEUR 222

erklären sich größtenteils durch geplante Kreditverminderungen aufgrund der ursprünglich geplanten Gewinnthesaurierungen.

Die geänderten Finanzergebnisse lt. den Planungsunterlagen für den Zweck der Unternehmensbewertung zum 9.04.2004 (Zeile 11) erklären sich durch

- die Veränderungen aufgrund der Vollausschüttungsannahme,
- dem gegenüber der ursprünglichen Planung erhöhten Verlust in 2003 und
- nachträglich geänderte Finanzierungsformen (Factoring).

Entgegen der Ansicht der Antragsteller sind die auf Seite 52 des Übertragungsberichts angesetzten Finanzergebnisse nachvollziehbar. „

Die Kammer hat keine Veranlassung, diesen Angriffen der Antragsteller weiter nachzugehen, Der Sachverständige hat in seinem Gutachten nachvollziehbar und überzeugend zu diesen Angriffen Stellung genommen. Die Antragsteller selbst haben zu diesen Ausführungen keinerlei Stellung mehr genommen oder die Anhörung des sachverständigen Prüfers zu diesen Fragen begehrt. Es wurden in der mündlichen Verhandlung, zu der der Sachverständige aufgrund des Begehrens der Antragsgegnerin geladen und ergänzend befragt worden ist, von Seiten der Antragsteller zu diesen Punkten auch keine Nachfragen an den Sachverständigen gerichtet. Die Kammer hat von sich aus angesichts dessen auch keine Veranlassung die entsprechenden Ausführungen des Sachverständigen in Zweifel zu ziehen Stellungnahme keine Veranlassung den sachverständigen Prüfer zu weiteren Erläuterungen zu laden.

Den Antragstellern kann nicht darin gefolgt werden, dass bei der Bewertung die Vorteile des Hauptaktionärs ihren Niederschlag finden müssen, die dieser durch diesen Squeeze-out erlangt. Die Kammer ist der Ansicht, dass beim Ausschluss von Minderheitsaktionären das Unternehmen auf stand-alone Basis zu bewerten ist, da die Bewertung hier auf der Annahme beruhen muss, wie sich sein Wert entwickelt hätte, wenn es ohne die die Bewertung auslösende Maßnahme fortgeführt worden wäre. Das durch ihre Aktien verkörperte Eigentum der Aktionäre besteht nur an diesem objektiv zu bewertenden Unternehmen, ohne etwaige subjektive Synergieeffekte oder sonstige Vorteile für den Hauptaktionär durch die Bewertungsmaßnahme.

Mit dem Sachverständigen ist die Kammer weiterhin der Ansicht, dass entgegen der Annahmen im Übertragungsbericht für das Ergebnis (vor Steuern und Thesaurierung) in der Phase 2 - ewige Rente -, ab dem Jahre 2007 derselbe Betrag anzusetzen ist, wie er im Planjahr 2006 bei der detaillierten Unternehmungsplanung angenommen wurde. Zwar gilt es grundsätzlich als regelgerecht, wenn überdacht wird, ob die Annahmen der Phase I weitergeführt werden können ( Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung, 4. Aufl., Seite 95). In der Regel wird jedoch der Endwert, der sich aus der auf den Unternehmensplanungen fußenden Phase ergibt, als durchschnittlicher Ertragswert für die Phase der "ewigen Rente" anzunehmen sein ( OLG Zweibrücken WM 1995, 980, 982 = DB 1995, 866; LG Dortmund ZIP 2007, 2029). Hiervon abzuweichen, insbesondere durch eine Herabsetzung bedarf es besonderer Begründung, die hier nicht ersichtlich ist. Soweit die Antragsgegnerin diese Herabsetzung in der Weise vorgenommen hat, dass sie den Mittelwert der Jahre 2005 und 2006 angesetzt hat und dies mit der zyklischen Entwicklung des Marktes in dem die Carl Schenck AG tätig ist, begründet, stellt dies nicht die erforderliche greifbare Begründung (vgl. OLG Zweibrücken a.a.O.) dar für die Herabsetzung dar. Angesichts der enormen Unsicherheiten, mit denen derartige Schätzungen über einen so langen Zeitraum (Annahme der unendlichen Lebensdauer des Unernehmens in dieser Phase) behaftet sind, hält es die Kammer für realistischer, die Fortschreibung des Endwertes der ersten Phase anzusetzen. Eine fundierte Prognose hinsichtlich der Faktoren, die die Zyklizität in dem fraglichen Marktumfeld begründen soll, erscheint aus der Sicht des Stichtags kaum möglich und wird auch von der Antragsgegnerin nicht hinreichend dargelegt. Es erscheint vielmehr angebracht, die von der Antragsgegnerin dargelegten zeitnahen Ertragserwartungen stärker zu gewichten zumal, worauf der Sachverständigen zutreffend hinweist, die Antragsgegnerin im Übertragungsbericht bei der Begründung des Wachstumsabschlags ausführt, dass ab dem Geschäftsjahr 2006 ein nachhaltiges durchschnittliches Ergebnis als ewige Rente auf Grundlage konstanter Preise anzusetzen ist und zukünftig weiteres Ergebniswachstum zu erwarten ist, Nimmt man hinzu, dass der in der ewigen Rente ab 2007 angesetzte Konzernumsatzerlös von Mio. EUR 546 der Carl Schenck AG im Vergleich zum Konzernumsatzerlös im Jahre 2006 von ca. Mio. 540 sogar noch gestiegen ist, ist es nicht plausibel, wenn gleichwohl das auszuschüttende Ergebnis sich verringern soll. Nach der Darstellung im Bericht (Bl. 54 f) wirkt sich die Zyklizität des Marktes vielmehr auf die Umsatzentwicklung aus. Insoweit ist die Darstellung im Bericht nicht in sich geschlossen.

Die Kammer folgt daher den Ausführungen des Sachverständigen das aufgrund dessen es sachgerechter ist, für die Phase 2 das geplante Ausschüttungsergebnis der letzten konkreten Planungsjahres 2006 anzusetzen zumal unter Beachtung dass die Carl Schenck AG zum Zeitpunkt des Stichtags das Restrukturierungsprogramms sprint+ begonnen hatte. Mögen auch, wie der Sachverständigen darlegt, die Ziele dieses Programm (zu) ehrgeizig sein, so führt dies zwar nicht zu einer Erhöhung in der Phase 2, lässt es aber gleichwohl nicht für sachgerecht erscheinen, hier eine Reduzierung anzunehmen.

Die Kammer hält es trotz grundsätzlicher Bedenken aus dem Gesichtspunkt des Vertrauensschutzes es noch für angebracht jedenfalls für Stichtage die vor der Verabschiedung der Unternehmenssteuerreform am 06.07.2007 lagen, - wie es auch vorliegend die Antraggegnerin und der Sachverständige getan haben - bei Unternehmensbewertungen von einer Nachsteuerbetrachtung auszugehen, d.h. es sind Nettoausschüttungsbeträge mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen.

Entsprechend den Empfehlungen des IDW wurde hierfür in der Vergangenheit ein typisierter persönlicher Ertragsteuersatz d.h. unter Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens von effektiv 17,5 % für die Ausschüttungen zugrunde gelegt, was auch im Übertragungsbericht und im Sachverständigengutachten erfolgte. Ein höherer oder niedriger Steuersatz als 35 % ist jedoch nicht angebracht. Der pauschalierte Steuersatz von 35 %, bzw. 17,5 % der bei Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens im Rahmen von Unternehmensbewertungen bislang zugrunde gelegt wurde (vgl. IDW S 1 in der Fassung vom 18. Oktober 2005, Abschn. 4.4.2.5) und der auf früheren statistischen Erhebungen vor dem Jahr 2000 beruht, ist nach der steuerrechtlichen Entwicklung zum Stichtag noch sachgerecht.

Dieser Steuersatz ergibt sich aus der vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Durchschnittssteuerbelastung im Jahr 1989, und zwar für unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Personen mit Einkünften überwiegend aus Gewerbebetrieb in Höhe von 34,8 % (1.154.998 Steuerpflichtige) und mit Einkünften überwiegend aus Kapitalvermögen in Höhe von 38 % (297.945 Steuerpflichtige). Dabei ist zu berücksichtigen, dass in den Zahlen von 1989 der Solidaritätszuschlag nicht enthalten sein kann, da es diesen 1989 noch nicht gab. Nach der Lohn- und Einkommensteuerstatistik von 1995 beträgt die festgesetzte Einkommensteuer bei Steuerpflichtigen mit Einkünften überwiegend aus Gewerbebetrieb 31,5 % (1.371.288 Steuerpflichtige) des zu versteuernden Einkommens und bei Steuerpflichtigen mit Einkünften überwiegend aus Kapitalvermögen 36,8 % (237.751 Steuerpflichtige). In der

Statistik werden somit nur diejenigen Steuerpflichtigen erfasst, die Einkünfte überwiegend aus Gewerbebetrieb oder Kapitalvermögen haben, diese jedoch mit ihren gesamten Einkünften. Eine approximative Ermittlung der durchschnittlichen Steuerbelastung von Kapitaleinkünften aller Steuerpflichtigen führt zu einer Durchschnittsbesteuerung von Kapitaleinkünften in Höhe von 30,7 % für 2001. Dieser Steuersatz ist niedriger als derjenige auf Basis der Durchschnittssteuerbelastung der Steuerpflichtigen mit Einkünften überwiegend aus Kapitalvermögen, da Steuerpflichtige mit überproportionalen Durchschnittssteuersätzen erfasst werden, während bei der alternativen Berechnungsmethode alle Steuerpflichtigen - wenn auch mit ihrem jeweiligen prozentualen Anteil am Gesamtbetrag der Kapitaleinkünfte gewichtet - eingehen.

Mit dem Halbeinkünfteverfahren ist zwar per se keine Änderung des Steuersatzes verbunden, sondern lediglich eine Halbierung der Bemessungsgrundlage. Auf Grund des progressiven Einkommensteuertarifs ist jedoch mit einer Senkung des typisierten Steuersatzes zu rechnen. Der exakte typisierte Durchschnittssteuersatz zum Bewertungsstichtag ist jedoch nicht ermittelbar. Bei der empirischen Ermittlung besteht stets ein Zeitproblem, da die erforderlichen Daten erst mit einer Verzögerung von 4 Jahren verfügbar sind und in der erforderlichen Detaillierung nur alle 3 Jahre veröffentlicht werden. Auf Grund der 2002, 2004 und 2005 erfolgten schrittweisen Senkung des Einkommensteuersatzes erscheint jedoch zunächst ein typisierter Steuersatz von 35 % als zu hoch. Dies gilt jedoch nur, wenn man den Durchschnittssteuersatz als relevant erachtet. Aus entscheidungstheoretischer Sicht kommt es bei der Durchführung einer Investition jedoch auf den Grenzsteuersatz an. Da es sich bei dem Kauf/Verkauf von Unternehmensanteilen und den daraus resultierenden Einkünften um eine betragsmäßig eindeutig feststehende Veränderung der Bemessungsgrundlage handelt, ist vom sogenannten Differenzsteuersatz auszugehen. Auf Grund der erforderlichen Typisierung bei einer objektivierten Unternehmensbewertung ist daher der durchschnittliche Differenzsteuersatz zu Grunde zu legen. Dieser ist mit Hilfe der Einkommen- und Lohnsteuerstatistik approximativ berechenbar. Auf Basis der Einkommen- und Lohnsteuerstatistik 1998 errechnet sich ein typisierter durchschnittlicher Differenzsteuersatz von knapp 39,5 % (inkl. Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer) bzw. 37,5 % (inkl. Solidaritätszuschlag ohne Kirchensteuer) bzw. 35,5 % (ohne Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer (vgl. Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 320 m.w.Nachw.)) Für einen Bewertungsstichtag im Jahre 2004 ist daher noch die Annahme eines durchschnittlichen Steuersatzes von 35 % bzw. 17,5 % vertretbar.

Entgegen der Annahmen der Antragsgegnerin im Bericht und dem Sachverständigen legt die Kammer bei der Kapitalisierung der Ausschüttungen auf den Stichtag 09.07.2004 einen Basiszinssatz von 5,2 % einheitlich im Rahmen der Vereinfachung für die gesamte Planungsrechnung zugrunde.

Die Kammer hält die Festlegung des Basiszinses (auch für Altfälle) die entsprechend der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer – AKU – (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9 ff) anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zum Stichtag 12.5.2004 vorzunehmen ist, für sach- und interessengerecht (seit Kammerbeschluss vom 2.5.2006 - 3-05 O 153/04 -, AG 2007, 42) und seitdem in ständiger Rechtsprechung). Durch das Abstellen auf die (kostenfreien und für jedermann zugänglichen) hypothetischen Zerobond-Zinssätze der Deutschen Bundesbank wird einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen (vgl. auch Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, Finanzbetrieb 2005, 647 m. w. Nachw.).

Es wird vereinfachend Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit langen Restlaufzeiten genommen. Zur Orientierung wird die aktuelle – auf den Stichtag bezogen - Zinsstrukturkurve herangezogen. Dabei erfordert die Nutzung der aktuellen Zinsstrukturkurve die Ermittlung von Zerobond-Zinssätzen. Zerobond-Zinssätze (quasi-)sicherer Emittenten sind die laufzeitadäquaten Zinssätze ohne Ausfall- und Zinsänderungsrisiko zur Diskontierung risikoloser Zahlungsüberschüsse. Als Datenbasis zur Ermittlung der fristadäquaten Zerobond-Zinssätze ist aus Objektivierungsgründen Rückgriff auf die veröffentlichte Zinsstruktur der Deutschen Bundesbank zu nehmen. Diese Zinsstruktur wird seit 1997 von der Deutschen Bundesbank mit Hilfe der sog. Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt (vgl. Deutsche Bundesbank Monatsbericht Oktober 1997, S. 61-66). Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung von Zerobond-Zinssätzen auf Basis beobachtbarer Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit (Rest-)Laufzeiten von mindestens drei Monaten.

Dieses Schätzverfahren ermöglicht theoretisch die Ermittlung eines Zerobond-Zinssatzes für jeden endlichen Zeitraum. Die dafür notwendigen Parameter werden von der Bundesbank börsentäglich veröffentlicht und können über die Zeitreihen-Datenbank im Internet kostenfrei für historische Zeiträume bezogen und ausgewertet werden (Zeitreihen: wt3201; wt3202; wt3203; wt3204; wt3205 und wt3206).

Der Zerobond-Zinssatz errechnet sich dabei nach folgender Formel (vgl. Deutsche Bundesbank Monatsbericht Oktober 1997, S. 64):

$$z(T, \beta, \tau) = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1 - \exp(-T / \tau_1)}{(T / \tau_1)} \right) \\ + \beta_2 \left( \frac{1 - \exp(-T / \tau_1)}{(T / \tau_1)} - \exp(-T / \tau_1) \right) \\ + \beta_3 \left( \frac{1 - \exp(-T / \tau_2)}{(T / \tau_2)} - \exp(-T / \tau_2) \right)$$

Für die Unternehmensbewertung können so zu jedem beliebigen Bewertungsstichtag Zerobond-Zinssätze aus der aktuellen Zinsstrukturkurve iterativ geschätzt und angewendet werden. Mit der Empfehlung des AKU hält die Kammer, um eine Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie Schätzfehlern insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu erreichen, es für sachgerecht eine Durchschnittsbildung aus historischen Zerobond-Zinssätzen der letzten drei Monate vor dem Bewertungsstichtag periodenspezifisch vorzunehmen, wobei dies jedoch entgegen der Empfehlung der AKU jeweils im Einzelfall auf einen bestimmten Stichtag vorzunehmen ist und sich die generalisierende Annahme eines Basiszinssatzes für einen bestimmten Zeitraum verbietet.

Der konkret anzusetzende Zinssatz errechnet sich dann, indem man den Barwert einer konstant wachsenden Zahlungsüberschussreihe mit den periodenspezifischen Zerobond-Zinssätzen und den Barwert derselben Überschussreihe mit einem (gesuchten) konstanten Basiszins gleichsetzt und iterativ den gesuchten konstanten Basiszins ermittelt. Dabei muss der Wert einer konstant wachsende Zahlungsüberschussreihe dem Wert der nachhaltigen Wachstumsrate, vorliegend 1,7 % - zu dessen Angemessenheit unten - entsprechen.

Für die Ermittlung eines barwertäquivalenten konstanten Basiszinses bedeutet dies, dass zunächst die periodischen Zerobond-Zinssätze auf Basis der Bundesbank-Parameter der letzten drei Monate vor dem jeweiligen Bewertungsstichtag zu ermitteln sind, anschließend ist, unter Anwendung einer zur tatsächlichen Zahlungsüberschussentwicklung des Bewertungsobjektes adäquate Wachstumsannahme, der barwertäquivalente konstante Basiszins iterativ zu errechnen.

Hierbei wird die gebotene marktzinsorientierte Ableitung des Basiszinssatzes auf den Stichtag vorgenommen und nicht wie bislang ein vergangenheitsorientierter Ansatz, der für zukünftige Betrachtungen – insbesondere bei der Ermittlung der Abfindung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären - wenig geeignet ist. Die marktzinsorientierte Ableitung auf Basis einer Zinsstrukturkurve mit transparenten Marktdaten und Zukunftsorientierung – bezogen auf den Stichtag – entspricht dem gesetzlichen Grundsatz mehr, wonach die Minderheitsaktionäre bezogen auf den Tag der Hauptversammlung die dem Wert ihrer Beteiligung entsprechende Abfindung erhalten sollen, die dem zukunftsorientierten Verbleiben als Anteilseigner der Gesellschaft entsprechen würde.

Allerdings kommt die vom Arbeitskreis vorgeschlagene Rundung auf 0,25 Prozentpunkte – deren Notwendigkeit in diesem Umfang zudem nicht ersichtlich ist (vgl. Kniest in Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9, 12) und aus Vereinfachungsgründen nur auf eine Stelle hinter dem Komma sachgerecht erscheint - aus verfassungsrechtlichen Gründen nur zugunsten der Minderheitsaktionäre in Betracht, d.h. es kommt nur eine Abrundung auf die nächste Stelle hinter dem Komma in Frage. Bei einer Aufrundung würde im Ergebnis der Wert der gesellschaftsrechtlichen Beteiligung des Minderheitsaktionärs zu seinen Lasten abgeändert, wodurch der verfassungsrechtlich geforderte volle Ausgleich bei einem Ausschluss von Minderheitsaktionären nicht mehr gegeben wäre

Die vom Sachverständigen in seinem Gutachten (Bl. 45 Fn. 63) angesetzten Parameter zur Berechnung der Zinsstrukturkurve finden sich aber weder in den Datenreihen der Bundesbank für den Stichtag noch an einem Tag 90 Tage zuvor. Die Kammer hat daher selbst den Basiszins für 90 Tage vor dem Stichtag -soweit Daten der Bundesbank vorhanden waren, da diese nicht für Samstage, Sonntage und Feiertage bereitgestellt werden – ermittelt und gelangt bei einer Wachstumsrate von 1,7 %, der aus Äquivalenzgründen auch hier anzusetzen ist, zu einem auf die erste Stelle abgerundeten Zinssatz von 5,2 %.

Der sich hieraus ergebende Zinssatz ist um den Wert der pauschalisierten durchschnittlichen persönlichen ertragssteuerlichen Belastung des Investors von 35 % zu reduzieren. Da auch

bei der Alternativenanlage auf den landesüblichen Zins noch Ertragssteuern zu zahlen sind, muss man den Zins nach Abzug der typisierten Ertragssteuern bestimmen.

Zu diesem ist jedoch ein Risikozuschlag hinzuzurechnen.

In der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung soll durch den Risikozuschlag der Umstand berücksichtigt werden, dass eine Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen risikoreicher ist als eine Anlage in einer quasi-risikolosen öffentlichen Anleihe.

Die Höhe des Risikozuschlags soll sich nach dem nunmehr zumeist angewendeten CAPM-Modell (vgl. IDW S1 2005 Tz. 100 und Anhang; Großfeld, a.a.O. S. 134; Schultze, Methoden der Unternehmensbewertung 2. Aufl. S. 473 ff) aus dem Produkt aus den Faktoren Markttrisikoprämie und Betafaktor ergeben, wonach zur Ermittlung der Markttrisikoprämie auf die Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt werden kann, abgestellt wird. Dabei soll ein Zeitraum von mehr als 10 Jahren zugrunde gelegt werden (vgl. Großfeld, DB 2004, 2799, 2801). Wenn man von der Marktrendite den Basiszins abzieht, erhält man den Betrag, den der Markt über den Basiszins hinaus verlangt, wenn eine Anlage anstelle einer quasi-risikolosen Anleihe in einem Unternehmen erfolgt (Markttrisikoprämie).

Mit Hilfe des Betafaktors wird dann aus der Markttrisikoprämie das konkrete Risiko einer Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen ermittelt, indem der Betafaktor mit der Markttrisikoprämie multipliziert wird. Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1 (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung a.a.O. S. 136). Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen, dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem Index, so liegt der Betafaktor über 1 (Großfeld, DB 2004, 2799, 2802).

Dies bedeutet, es kommt auf die Anlagemöglichkeiten des die Aktien nunmehr Übernehmenden an. Dessen Risikoübernahme gegenüber der alternativen Anlage in sichere festverzinsliche Anleihe soll hier einen Ausgleich erfahren und nur dies kann überhaupt die Legitimation für die die hierdurch erhöhte Abzinsung darstellen.

Die Antragsgegnerin hat diesen Risikozuschlag in dieser Weise hier mit 5 % (nach CAPM) ermittelt.

Es kann hier dahingestellt bleiben, ob dieses Modell (zur Kritik vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157; Erdmann in Bewertungspraktiker 2/2006 S. 8; Gleißner in Newsletter 1/06 Private Equity S. 4 zur 6. Handelsblatt Jahrestagung 2006; Großfeld DB 2004, 2799, 2809 m. w. Nachw.; Böcking/Nowack DB 1998, 685) überhaupt grundsätzlich zu objektivierten Zuschlägen führen kann. Bei der Feststellung der Marktrisikoprämie hängt das Ergebnis ab vom subjektiv gewählten Marktindex und vom Beobachtungszeitraum, wobei – soweit für die Kammer ersichtlich – in die Ableitungen noch nicht die Änderung der Besteuerung von Dividenden durch das Halbeinkünfteverfahren systemgerecht eingeflossen ist, da dies erst seit 2001 greift, mithin noch nicht seinen Niederschlag in den Studien hinreichend gefunden haben kann. Durch die steuerliche Begünstigung von Dividenden aus Aktien gegenüber der vollen Besteuerung der Zinserträge aus festverzinslichen Anlagen wächst grundsätzlich jedoch seitdem die Ertragschance des Anlegers bei Anlagen in Aktien gegenüber der Anlage in festverzinsliche Anlagen, da bei theoretisch gleich hohen künftigen Erträgen aus beiden Anlagenformen der tatsächliche Erlös aus der Aktienanlage und die Hälfte des persönlichen Steuersatzes höher ausfällt als der Ertrag aus einer festverzinslichen Anlage. Dem dargestellten höheren Risiko einer Investition in Aktien steht daher allein schon durch die steuerliche Begünstigung eine höhere Ertragschance gegenüber. Daher führt das in der Neufassung des IDW S1 Tz. 100 wegen der unterschiedlichen einkommensteuerlichen Behandlung von Dividenden und Erträgen aus festverzinslichen Anlagen vorgeschlagene sog. TAX-CAPM zu einer rechnerischen Erhöhung der Marktrisikoprämie von durchschnittlich 1 %, wie sich dies aus dem Anhang zu IDW S1 ergibt.

Jedenfalls beim Ausschluss von Minderheitsaktionären ist nach Ansicht der Kammer ein Risikozuschlag jedoch nicht nach einem CAPM-Modell zu ermitteln. Abgesehen von den vorstehend dargelegten Gründen, könnte es schon bedenklich sein, dass der Hauptaktionär, der von der ihm gesetzlich eingeräumten Möglichkeit Gebrauch macht, die Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft gegen Barabfindung auszuschließen, sein künftiges Unternehmerrisiko zum Teil auf die Abfindung der Ausscheidenden abwälzen können soll (vgl. hierzu schon Geßler, GEBARA-Schriften, Bd. 1, 1977, S. 121, 134 f).  
Gegen die Verwendung der CAPM-Modelle insbesondere beim zwangsweisen Ausschluss der Minderheitsaktionäre spricht zunächst neben den grundsätzlichen Bedenken der Anwendung

dieses Modells bei der Unternehmensbewertung (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157; OLG München ZIP 2007, 375; LD Dortmund ZIP 2007, 2027; Erdmann in *Bewertungspraktiker* 2/2006 S. 8; Gleißner in *Newsletter 1/06 Private Equity* S. 4 zur 6. Handelsblatt Jahrestagung 2006; Großfeld DB 2004, 2799, 2809 m. w. Nachw.; Böcking/Nowack DB 1998, 68; Fama, E.; French, K. (1992): *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, in: *Journal of Finance*, 47, S. 427–465.; Fama, E., French, K., (1993): *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56; Fama, E.F.; French, K.R. (2002): *The Equity Premium*, in: *The Journal of Finance*, Vol. 57, S. 637-659; a. A. OLG Celle ZIP 2007, 2025; OLG Stuttgart 2007, 530) das einem sog. Squeeze-out in der Regel ein Delisting – wie vorliegend auch geschehen - an der Börse folgt. Das in dem CAPM-Modell durch die Marktrisikoprämie erfasste höheres Risiko der Anlage in Aktien beruht aber aufgrund einer höheren Rendite aufgrund von Dividenden und Kursgewinnen (vgl. Drukarzyk, 3. Aufl. Unternehmensbewertung S. 246 ff). Kursgewinne können jedoch nach einem Delisting nicht mehr erfolgen. Zudem sind der Ermittlung des Betafaktors abweichend von dem individuellen Betafaktor anhand einer sog. peer-group durch die gesetzliche Bestimmung des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG Grenzen gesetzt. Der Gesetzgeber hat hier ausdrücklich für die Bemessung der Abfindung hauptsächlich auf die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung abgestellt. Auf historische Betas oder solchen anderer Gesellschaften kann es daher hier nicht entscheidend ankommen. Ein eigenes Beta der Gesellschaft lässt sich aber in Bezug zum gesetzlich vorgegebenen Stichtag (durch einen bestimmter Zeitraum bis zum Hauptversammlungstermin) nicht mit der durch das CAPM-Modell vorgegebenen Prämissen ermitteln. Jedenfalls zum Zeitpunkt der Hauptversammlung der Gesellschaft und in einem nicht unerheblichen Zeitraum zuvor muss der Hauptaktionär aufgrund der Bestimmung des §§ 327a ff AktG bereits mindestens 95 % der Aktienanteile gehalten haben. Daraus folgt aber, dass die zur Ermittlung des Betafaktors nach der CAPM-Methode erforderliche Volatilität der Aktie in Nähe des Stichtags keine Aussagekraft haben kann. Zudem ist auch der Betafaktor zukunftsbezogen, da auch auf die zukünftige Markttrendite und das künftige Verhältnis der Volatilität abgestellt wird. Die ist aber bei einem Aktienbesitz von 100 % und Delisting nach erfolgtem Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht darstellbar.

Tatsächlich ist dieses Verfahren – welches grundsätzlich zur Bewertung einer Aktienanlage entwickelt wurde und nicht zur Bewertung eines Unternehmens - jedoch nur unter der Annahme „vollkommener Kapitalmärkte“ sinnvoll, wenn sich alle Informationen korrekt in den Kursen widerspiegeln und unternehmensspezifische Risiken durch Diversifikation keine

Relevanz für den Unternehmenswert haben. Die Realität spricht jedoch gegen vollkommene Kapitalmärkte. Gründe für diese Unvollkommenheiten sind durch Transaktionskosten, Konkurskosten, Informationsdefizite der Aktionäre, schlecht diversifizierte Portfolios sowie Verfahren zur Bewertung der unsicheren Zahlungen psychologisch bedingte Bewertungsfehler der Investoren am Aktienmarkt. So führt ein hoher Vermögensanteil in einem einzelnen Unternehmen, zu einer Bedeutung unternehmensspezifischer Risiken, die im Betafaktor des CAPM nicht erfasst werden - wohl aber im Rating.

Das CAPM im Rahmen der Unternehmensbewertung wird aber schon seit langem, selbst von den Vertretern der Theorie effizienter Märkte als unbrauchbar eingeschätzt, was z.B. die empirischen Veröffentlichungen der Professoren Fama und French (z.B. Fama, E.; French, K. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, 47, S. 427–465.; Fama, E., French, K., (1993): Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3–56; Fama, E.F.; French, K.R. (2002): The Equity Premium, in: The Journal of Finance, Vol. 57, S. 637-659; vgl. hierzu auch Wiese Finanzbetrieb 2006, 242) zeigen.

Der Kapitalmarkt bietet aufgrund solcher Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens und damit den Kapitalkostensatz (Diskontierungszins).

Zudem ergibt sich bei Anwendung des (TAX-)CAPM eine Verletzung des Äquivalenzgrundsatzes. Durch die Berücksichtigung von steuerfreien Kursgewinnen bei der Alternativenanlage wird nämlich eine zeitlich begrenzte Haltedauer unterstellt, da sich ansonsten der Kursgewinn nicht realisieren würde und ein Kursgewinn ohne Realisierung sich wertmäßig nicht auswirken kann, während bei dem Bewertungsobjekt eine unbegrenzte Haltedauer angenommen wird.

Allerdings ist die Kammer nicht der Ansicht, dass hier überhaupt kein Risikoschlag anzusetzen ist, da ansonsten nicht dem Umstand Rechnung getragen wäre, dass eine Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als bei einer Anlage in öffentlichen Anleihen (vgl. OLG Stuttgart OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 329 m. w. Nachw.) und der übernehmende Hauptaktionär das zukünftige Risiko nunmehr alleine trägt, während die Minderheitsaktionäre mit dem Wert ihres Anteils zum Stichtag bei Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens abgefunden werden. Zudem gebietet dies das Äquivalenzprinzip des Zwecks der Abfindung. Der Ausscheidende soll

hierdurch auch die Chance erhalten eine andere gleichwertige Anlage (gleiche Risikostufe) zu erwerben. Bei der Preisbildung für diese Anlage fließt aber auch das Risiko zu einer vergleichsweise sicheren festverzinslichen Anlage ein (vgl. Großfeld Unternehmens- und Anteilsbewertung a.a.O. S. 127).

Der Kammer ist bewusst, dass eine Festlegung hier daher in gewisser Weise pauschal erfolgen muss (vgl. BayObLG NZG 2006, 156; OLG München a.a.O.; LG Dortmund a.a.O.; Kammerbeschlüsse vom 2.5.2006 – 3-05 O 153/04 – AG 2007, 42; v. 13.6.2006 - 3-05 O 110/04 – und 4.7.2007 - 3-05 O 52/05 -) und im Regelfall Risikozuschläge wesentlich über 2 % der besonderen Begründung bedürfen. Diese besondere Begründung ist nach Ansicht der Kammer dann gegeben, wenn der Hauptaktionär als investierender Eigenkapitalgeber eine entsprechende Renditeerwartung bei der Entscheidung zu seiner Investition ansetzt, d.h. aufgrund der geplanten Dividendenrendite ein Risikozuschlag von über 2 % gerechtfertigt erscheint. Hierbei wird aufgrund der Renditeforderung des Hauptaktionärs das von diesem der konkreten Anlage zugemessene spezifische Risiko besser abgebildet. Da die Unternehmensbewertung in die Zukunft gerichtet ist und man sich mit künftigen Cash-flows, Gewinnen oder Ausschüttungen beschäftigt, sollte auch der Risikozuschlag im Kalkulationszinsfuß die von Investor erwartete Zukunft des konkreten Unternehmens widerspiegeln.

Zur Prüfung, ob dieser Umstand gegeben ist, erscheint es der Kammer angebracht, hier für die Ermittlung des Risikozuschlags auf den Berechnungsweg des dividend discount models in einer modifizierten Form abzustellen. Beim dividend discount model wird der Risikozuschlag durch die Überrendite durch Dividendenzahlung eines breit diversifizierten Aktienportfolios gegenüber der zu erlangenden Verzinsung der Alternativanlage eines festverzinslichen Wertpapiers mit der Formel (Gordon Modell)

$$r_{EK} = (D_{t+1} / V_t) + g$$

ermittelt, wobei  $r_{EK}$  die Dividendenrendite,  $V_t$  der Wert der Aktie in  $t$ ,  $D_{t+1}$  die Dividende, die in  $t+1$  ausgeschüttet wird und  $g$  die Wachstumsrate der Dividende darstellt. Um den Risikozuschlag zu erhalten wird anschließend der risikolose Zins einer Anlage in sicheren Wertpapieren subtrahiert.

Da der Hauptaktionär durch seine Entscheidung die Minderheitsaktionäre auszuschließen, eine Investition in diese konkrete Aktienanlage vornimmt, erscheint es bei der Bestimmung des Risikozuschlags beim Ausschluss von Minderheitsaktionären angebracht im Gegensatz

zum allgemeinen dividend discount model keine durchschnittliche Dividendenrendite ins Verhältnis zu einem festverzinslichen Wertpapier anzunehmen.

Im Hinblick auf die beim Ausschluss von Minderheitsaktionären vom Hauptaktionär einseitig getroffene (das Ergebnis der Hauptversammlungsbeschlusses ist bei der vorausgesetzten Mindestbeteiligung von 95 % nahezu sicher) Entscheidung, diese Investition durch die Übernahme der Aktien der Minderheitsaktionäre vorzunehmen, ist es auch sachgerecht die Erwartungshaltungen des Hauptaktionärs für die von ihm angesichts seiner Annahmen im Übertragungsbericht hier zugrunde zu legen. Der Hauptaktionär investiert nämlich nicht in eine Mehrzahl von Aktien am Kapitalmarkt, sondern er trifft mit der Entscheidung zur Übernahme der Aktien der Minderheitsaktionäre eine konkrete Entscheidung für die Investition in diesem bestimmten Unternehmen. Durch die von ihm erwartete Eigenkapitalrendite dieser Investition spezifiziert er daher das von ihm eingeschätzte Risiko dieser Anlage im Verhältnis zu einer Anlage zu einem sicheren Zinssatz. Es ist daher auch sachgerecht, dieses Risiko für die Abzinsung bei künftigen finanziellen Überschüsse auf den Stichtag für die Abfindung der Minderheitsaktionäre zu Grunde zu legen. Da der Hauptaktionäre die Entscheidung aufgrund der ihm vorliegenden Werte trifft, sind diese aus dem von ihm herrührenden Übertragungsbericht für die Risikoeinschätzung maßgeblich und nicht ggf. andere Parameter, die im Rahmen des gerichtlichen Spruchverfahrens ermittelt werden. Bei der Ermittlung dieses spezifischen Risikos ist daher die konkrete Dividendenprognose sowie die angesetzte Dividendenwachstumsrate und der sichere Basiszins für unendlich laufende sichere festverzinsliche Bundeswertpapieren, wie sie sich aus der Planungsrechnung und der Abzinsung, die der Hauptaktionär in seinem Übertragungsbericht darstellt, zugrunde zu legen. Weiter ist für die Frage des Anteilswertes, d.h. der Eigenkapitaleinsatz je Anteil auf den Aktienkurs des Zeitpunktes abzustellen, in dem der Hauptaktionär seinen Entschluss die Minderheitsaktionäre auszuschließen bekannt macht, da nur dieser Kurs Grundlage seiner EntschlieÙung sein kann und nicht der Kurs wie er sich dann ggf. bis zur Hauptversammlung entwickelt hat.

Dieser Wert pro Aktie (hier EUR 111,38) ist dann ins Verhältnis zu der beabsichtigten Dividende nach der Planungsrechnung des Hauptaktionärs im Übertragungsbericht sowie ihrem dort angenommenen Wachstum – hier 1 % - zu setzen, wobei aus Vereinfachungsgründen nur auf die beabsichtigte Dividendenausschüttung der letzten Phase, d.h. hier der ewigen Rente (hier EUR 9,88 je Stückaktie) abgestellt wird. Diese ermittelt sich aus dem im Übertragungsbericht angenommenen Gewinn nach betrieblichen Steuern in der Phase 2 von TEUR 15339. Entgegen der bisher von der Kammer vertretenen Ansicht (z. B.

Beschluss vom 4.7.2007 - 3-05 O 52/05) ist hier insgesamt eine Vorsteuerbetrachtung anzunehmen, da sich die (zu unterstellende) Besteuerung der Einkünfte des investierenden Hauptaktionärs als Kapitalgesellschaften hier nach der im Jahre 2004 geltenden Fassung des § 8b KStG zu richten hat. Hier ist aber zur Vermeidung von Doppelversteuerung gegenüber einkommensteuerpflichtigen natürlichen Personen eine steuerliche Begünstigung gegeben. Da dem Hauptaktionär wegen der Bestimmung des § 17 EStG ein Wertzuwachs des Unternehmens durch Thesaurierung bei einer Veräußerung nicht steuerfrei verbleibt, sondern diesen versteuern muss, im Gegensatz zum Kleinaktionär, der diesen ggf. durch einen gestiegenen Börsenkurs außerhalb der Spekulationsfrist des § 23 EStG (in der zum Stichtag 9.7.2004 gültigen Fassung) steuerfrei realisieren kann, wurde vereinfachend zur Ermittlung des Risikozuschlags entgegen der Planungsrechnung hier von einer Vollausschüttung der geplanten Dividendenausschüttung in der ewigen Rente ausgegangen, d.h. die hier im Übertragungsbericht geplanten Dividendenausschüttung von TEUR 15.339 (EUR 9,88 je Aktie) wurde in das Verhältnis zu dem Kurs von EUR 111,38 gesetzt, was zu einer Dividendenrendite von 8,87 % führt. Zuzüglich der vom Hauptaktionär angesetzten Wachstumsrate von 1% und abzüglich dem von Hauptaktionär angesetzten Basiszins von 5,5 % ergibt dies den hier zuzugrunde zu legenden Risikozuschlag von 4,38 %.

Entgegen der an dieser Methodik der Kammer geäußerten Kritik (vgl. z. B. Kuhner WPg 2007, 825, 832 f) liegt hierin auch nicht eine Verletzung des Grundsatzes, dass es bei der Wertermittlung bei dem Bewertungsanlass des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre um die Findung des sog. objektiven Wertes geht. Abgesehen davon, dass dieser sog. objektive Wert ohnehin auf subjektiven Prämissen aufbaut, wie Schätzung künftiger Erträge und auch die Frage inwieweit ein zukünftiges Wachstum möglich ist (vgl. Jonas WPg 2007, 835, 840), bzw. bei Anwendung des CAPM, welche Unternehmen der „peer-group“ aufgenommen werden sollen (vgl. Hüttemann WPg 2007, 812, 820) erscheint es jedenfalls zur Festlegung des für das konkreten Unternehmens anzusetzenden Risikozuschlags beim Ausschluss von Minderheitsaktionären angebracht, auf die nur dem Hauptaktionär bekannten Informationen – vgl. § 327b Abs. 1 Satz 2 AktG - und seinen hieraus sich ergebenden Renditevorstellungen abzustellen. Ihm ist es möglich, durch die hierdurch erlangten (objektiven) Insiderinformationen die Eigenschaften des Bewertungsobjekts mit den Eigenschaften eines Vergleichsobjekts (d.h. mit der Rendite der Alternativanlage = dem Kapitalisierungszinssatz) zu vergleichen. Verzichtet man auf Verwertung dieser Insiderinformation wird wirklichkeitsfremd auf Kapitalmarktdaten eines vollkommenen Kapitalmarktes

zurückgegriffen, wobei modelllogisch auf Kapitalkosten anderer Unternehmen, die vergleichbar sein sollen, zurückgegriffen wird. Dabei ist vorliegend aufgrund der fragmentarischen Darstellung im Übertragungsbericht ohnehin nicht möglich, die Vergleichbarkeit und Plausibilität dieser sog. peer-group festzustellen. Zwar enthält wenigstens die Antragserwiderung die Zusammensetzung dieser peer-group, doch weitere Informationen zu diesen Unternehmen, insbesondere zu deren sog. Beta-Faktoren und deren Quellen fehlen völlig.

Mit der Berücksichtigung der vom Hauptaktionär zur Erstellung des Übertragungsberichts erlangten Kenntnisse lässt sich jedoch die an sich gebotene Simulation der Verhandlung bei gleichen Erkenntnissen auf beiden Seiten bei einem freiwilligen Verkauf der Aktie an den Hauptaktionär, bei dem der Minderheitsaktionär wie dargelegt den vollen Wert seines Anteils erhalten soll entsprechend realisieren. Das Risiko und damit die Kapitalkosten des konkreten Unternehmens werden somit marktbezogen ermittelt und damit dem geforderten objektiven Realitätsbezug entsprochen.

Dies führt dazu, dass abweichend vom Übertragungsbericht und von den Ausführungen des Sachverständigen in seinem Gutachten für die Abzinsung der künftigen Erträge dem Basiszinssatz entsprechend der Zinsstrukturkurve von 5,2 % ein Risikozuschlag von (vereinfachend für alle beiden Phasen) 3,38 % hinzuzurechnen ist.

Der Wachstumsabschlag für den Zeitraum ab 2007 wird den Ausführungen des Sachverständigen folgend mit 1,7 % angesetzt.

Der Wachstumsabschlag berücksichtigt den Umstand, dass bei der ewigen Rente Ertragsüberschüsse eingesetzt werden, ohne weitere Steigerungsraten in der Zukunft zu beachten. Dies ist aber eine verkürzte Sichtweise. Denn es darf angenommen werden, dass die Überschüsse eines Unternehmens auch in der Zukunft nominal steigen. Deshalb ist es gerechtfertigt, einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz nach Steuern bei der ewigen Rente vorzunehmen, wenn die Gewinne des zu bewertenden Unternehmens in der Zukunft voraussichtlich nominal wachsen werden (Großfeld Unternehmens- und Anteilsbewertung S. 144). Ein Anhaltspunkt für die Höhe des Wachstumsabschlags liefern die Inflationsraten in der Vergangenheit. Allerdings führen nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Entwicklung neuer Produkte, Eintritt von Wettbewerbern, Kosteneinsparungen) zu Änderungen der nominalen Überschüsse.

Unter Berücksichtigung der Ausführungen des Sachverständigen in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 12.11.2007, die er bei seiner Anhörung noch näher erläutert hat, lag das Gewinnwachstum der deutschen Maschinebauunternehmen in den Jahren 1995 bis 2004 durchschnittlich 13,2 % p. a. und lag damit wesentlich über dem Gewinnwachstum von 5,3% p. a. der gesamten deutschen Unternehmen. Selbst wenn man der Antragsgegnerin zugesteht, dass sich aus der vom Sachverständigen mit diesem Schreiben vorgelegten Anlage 1 ergibt, dass dieses hohe Gewinnwachstum sich vor allem durch Wachstumsraten von 42,5 % im Jahre 1996 und 96,7 % im Jahre 1997 ergibt, darf jedoch nicht übersehen werden, dass es trotz der Jahre 1995, 1999, 2000, 2001 und 2003 in denen sich eine negative Veränderung zum Vorjahr ergibt, in den Jahren 2002 und 2004 ebenfalls ein Wachstum von 11,8 und 11,7 vorliegt. Angesichts diesen Zahlen ist es jedenfalls sachgerecht, insgesamt für die gesamte künftige Zeit wie vom Sachverständigen vorgenommen ein moderates stetiges Wachstum von 1,7 % anzusetzen (vgl. hierzu grundsätzlich Schüler(Niklas Bewertungspraxis auf dem Prüfstand. Wachstumsannahmen, Bewertungspraktiker 3/2007 S. 2 ff), da hiermit auch den extremen Ausreißern nach oben hinreichend Rechnung getragen wird.

Unter Berücksichtigung dieser Parameter und der vorzunehmen Abzinsung auf den Stichtag ergibt sich daher folgende Berechnung:

<u>Herleitung des Unternehmenswertes:</u>		<u>Erläuterungen</u>	2004 <u>TEUR</u>	2005 <u>TEUR</u>	2006 <u>TEUR</u>	ab 2007 <u>TEUR</u>
1	Ergebnis vor Steuern ohne Thesaurierung	gemäß Prognose	9.533	21.260	27.978	27.978
2	<u>Verzinsung der Thesaurierung (vor Steuern)</u>	ab 2007: 10,3%	0	184	937	1.878
3	<u>Ergebnis vor Steuern inkl. Thesaurierung</u>		9.533	21.444	28.915	29.856
4	betriebliche Ertragsteuern	38%	-3.623	-8.149	-10.988	-11.345
5	<u>auf Anteile im Fremdbesitz entf. Ergebnis</u>		117	47	-88	-88
6	<u>Ergebnis nach Steuern</u>		6.027	13.342	17.839	18.423
7	Thesaurierung lfd. Jahr	ab 2007: 45%	-1.790	-7.306	-9.136	-8.290
8	<u>Summe Thesaurierungen</u>	<u>Thesaurierungen kumuliert</u>	-1.790	-9.096	-18.232	-26.522
9	<u>Ausschüttung vor ESt</u>		4.237	6.036	8.703	10.133
10	<u>persönliche Einkommensteuer</u>	½ von 35% = 17,5%	-741	-1.056	-1.523	-1.773
11	<u>Ausschüttung nach ESt in 2007</u>					8.360
12	<u>Wertbeitrag aus der Thesaurierung</u>					8.290
13	<u>zu kapitalisierendes Ergebnis</u>		<u>3.496</u>	<u>4.980</u>	<u>7.180</u>	<u>16.650</u>
14	Kapitalisierungszinssatz		7,760%	7,760%	7,760%	6,060%
15	<u>Barwertfaktor</u>		<u>0,9280</u>	<u>0,8612</u>	<u>0,7992</u>	<u>13,1881</u>
16	<u>Barwerte zum 31.12.2003</u>		<u>3.244</u>	<u>4.289</u>	<u>5.738</u>	<u>219.581</u>
17	<u>Ertragswert zum 31.12.2003</u>		232.852			
18	<u>steuerliche Sonderwerte zum 31.12.2003</u>		14.790			
19	<u>Werte zum 31.12.2003</u>		247.642			
20	<u>Aufzinsung zum 9.07.2004 (191 Tage; 6%)</u>		7.754			
21	<u>aufgezinsten Wert zum 9.07.2004</u>		255.396			
22	<u>Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens</u>		13.754			
23	<u>Unternehmenswert zum 9.07.2004</u>		<u>269.150</u>			
24	<u>Anzahl der Aktien</u>		1.551.000			
25	<u>Unternehmenswert je Aktie )</u>		<u>EUR 173,53</u>			

Der angemessene Abfindungsbetrag war daher auf EUR 173,53 je Stückaktie festzusetzen.

Die Zinsentscheidung beruht auf § 327b Abs. 2 AktG.

Die von einigen Antragstellern gegen die Zinsregelung (§ 327 b Abs. 2 AktG) vorgebrachten verfassungsrechtlichen Bedenken sind nicht stichhaltig. Der Anspruch auf Zahlung der Barabfindung selbst wird frühestens mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister fällig, weil erst zu diesem Zeitpunkt alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär übergehen (§ 327e Abs. 3 AktG). Bis zu diesem Zeitpunkt stehen dem Minderheitsaktionär die Rechte als Anteilsinhaber, also insbesondere der Anspruch auf Zahlung einer Dividende, voll zu. Verzögert sich die Eintragung, weil der Vorstand die Anmeldung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses rechtswidrig verschleppt, ist zu berücksichtigen, dass nach § 327 b Abs. 2 letzter Halbsatz AktG die Geltendmachung eines weiteren Schadens durch den Minderheitsaktionär nicht ausgeschlossen ist. Beruht die Verzögerung der Eintragung auf der gerichtlichen Anfechtung des Übertragungsbeschlusses ist zu unterscheiden: Erweist sich die Klage als begründet, stellt sich das Problem der Verzinsung der Barabfindung ohnehin nicht. Erweist sich die Klage letztlich als unbegründet oder wird wie hier zurückgenommen, geht die Verzögerung der Eintragung auf die Veranlassung durch Minderheitsaktionäre zurück und es ist nicht unbillig, dass ihnen für die Verzögerung keine zinsmäßige Kompensation zufließt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Im Hinblick auf die vorgenommene Erhöhung entsprach es nicht der Billigkeit die Antragsteller mit Gerichtskosten des Verfahrens zu belasten.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Roskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Dies ist hier nicht der Fall. Im Hinblick darauf, dass das Verfahren zu einer Festsetzung der angemessenen Entschädigung geführt hat, die nur

knapp über 10 % über dem von der Hauptaktionärin angebotenen und der Hauptversammlung beschlossenen Betrag liegt, mithin nur wenig über der Geringfügigkeitsgrenze liegt, bei der es nach der h. M. in der Literatur (Vgl. Simon SpruchG § 15 Rz. 93 m.w.Nachw.) zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommen sollte, sind keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnte.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG). Nach der Angabe der Antragsgegnerin waren von dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre 19918 Stückaktien betroffen, wodurch sich der festgesetzte Geschäftswert von EUR 329.245,-- (19918 x 16,53) für die Gerichtskosten und die Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt.

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind.