

3-5 O 52/05

verkündet am 4.7.2006



**LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN
BESCHLUSS**

In den Spruchverfahren

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter und
aufgrund der mündlichen Verhandlung vom 2.5.2006 beschlossen:

Der angemessene Abfindungsbetrag gem. §§ 327a ff AktG aufgrund des in der Hauptversammlung vom 12.05.2004 der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG, Frankfurt am Main, beschlossenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung in der Fassung des gerichtlichen Vergleichs vor dem Oberlandesgericht Frankfurt am Main vom 3.2.2005 wird auf

EUR 88,58

je Stückaktie der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG festgesetzt.

Dieser Betrag ist ab dem 26.02.2005 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 hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der ausstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 4.785.140,30 festgesetzt.

Gründe:

Die DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG hatte ein Grundkapital von EUR 108.000.000, welches eingeteilt war in 36.000.000 Stückaktien.

Die Hauptversammlung der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG beschloss am 12.5.2004 die sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Antragsgegnerin zu übertragen und zwar gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von EUR 71,61 je Aktie. Dem lag ein von der Antragsgegnerin vorgelegter Bericht vom 29.3.2004 zugrunde, der auf einer von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebenen gutachterlichen Stellungnahme der
beruhte. Hier wurde ein Ertragswert der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG zum 12.5.2004 von Mio. EUR 2.396 ermittelt, d.h. EUR 66,55 pro Aktie. Im Hinblick auf den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs im Zeitraum von 3 Monaten vor dem 29.2.2004 - dem Tag der Bekanntgabe des vorgesehenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre – von EUR 82,61 und der vorgesehenen Beschlussfassung in der Hauptversammlung über eine Dividende von EUR 11,-- wurde hier eine Barabfindung von EUR 71,61 für angemessen erachtet.

Weiterhin lag bei der Hauptversammlung ein Bericht des gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfers

– bestellt durch Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main zu Az. 3-5 O 21/04 - vom 29.3.2004 vor, welches den ermittelten Unternehmenswert nicht beanstandete. Wegen der Einzelheiten des Berichts und der gutachterlichen Stellungnahme wird auf die zu den Akten gereichten Kopien (Anlage AG 1) Bezug genommen. Betroffen von dem Ausschluss waren nach Angaben der Antragsgegnerin 631.285 Stückaktien in den Händen von Minderheitsaktionären.

Auf Anfechtungsklage erklärte die Kammer mit Urteil vom 12.10.2004 – 3-05 O 71/04 – (DB 2004, 2742) die Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre für nichtig..

Im Berufungsrechtszug kam es zu einem Vergleich am 3.2.2005 u. a. dahingehend, dass die Barabfindung auf EUR 81,-- je Aktie angehoben wurde und soweit Minderheitsaktionäre auf ein Spruchverfahren verzichteten, ihnen eine zusätzliche Vergütung von EUR 9,30 je Aktie angeboten wurde. Die Anfechtungsklagen wurden zurückgenommen.

Der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 7.2.2005 in das Handelsregister eingetragen und bekannt gemacht i. S. d. § 10 Abs. 2 HGB am 26.2.2005.

Die Antragsteller und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Auch bei dem durch den Vergleich erhöhten Betrag auf EUR 81,- je Aktie sei eine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG nicht gegeben. Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der jeweiligen Antragschriften sowie der ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin hält die Abfindungen, jedenfalls nach der Erhöhung durch den Vergleich, für angemessen. Wegen der Einzelheiten wird auf die Antragsrwiderrung und die ergänzenden Schriftsätze verwiesen.

Die Kammer hat durch Beschluss vom 11.1.2006 (Bd. II Bl. 409 ff d.A.) eine schriftliche Stellungnahme der bestellten sachverständigen Prüferin angeordnet und diese ergänzend in der mündlichen Verhandlung angehört. Wegen des Ergebnisses wird auf die schriftliche Stellungnahme vom 4.4.2006 (Bd. II Bl. 439-444) sowie auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 2.05.2006 (Bd. II Bl. 475-477 d.A.) verwiesen.

Nachdem die Beteiligten zu 8) den gerichtlichen Vergleichsvorschlag vollständig abgelehnt hat, die Beteiligten zu 1) bis 4) dem Vergleich nur zustimmen wollen, wenn die Antragsgegnerin abweichend vom Vorschlag des Gerichts die vollständigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller übernimmt und die Beteiligten zu 9) bis 13) sich innerhalb der Frist nicht zum gerichtlichen Vergleichsvorschlag geäußert haben, war über die Höhe der angemessenen Abfindung zu entscheiden.

Die Anträge sind zulässig. Nach der Rechtsprechung des zuständigen Beschwerdegerichts (Oberlandesgericht Frankfurt am Main NZG 2006, 154) ist die Darlegung der Antragsberechtigung durch Vorlage der Depotbanken über die Ausbuchung der Aktien ausreichend erbracht.

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 12.5.2004.

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 aus dem gewichteten Börsenkurs der DEPPFA Deutsche Pfandbriefbank AG im Zeitraum von 3-Monaten vor der Hauptversammlung am 12.5.2004.

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. Eine Unterschreitung des Börsenkurses ist nur gerechtfertigt, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (BVerfG v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566 m. Anm. Vetter = ZIP 1999, 1436; v. 8.9.1999 - 1 BvR 301/89, AG 2000, 40 = ZIP 1999, 1804). Das kommt nach der zitierten Rechtsprechung grundsätzlich nur in Betracht, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, auf Grund einer Marktengpass der Minderheitsaktionär nicht in der Lage gewesen wäre, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

Nicht jeder geringe Börsenhandel oder jedes marktenge Papier rechtfertigen aber die Schlussfolgerung, dass der auf Grund derartiger Marktumstände gebildete Börsenkurs nicht dem Verkehrswert der Aktie entspricht; denn auch ein auf der Basis geringer Aktienumsätze gebildeter Kurs kann für den Wert der Aktie durchaus repräsentativ sein. Dies würde nämlich dazu führen, dass in allen Fällen des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff AktG der Börsenkurs außer Betracht zu bleiben hätte. Eine derartige Strukturmaßnahme setzt gesetzlich voraus, dass der Hauptaktionär mindestens 95 % des Grundkapitals selbst oder ihm zurechenbar hält, d.h. eine gewisse Marktenge oder ein geringer Börsenhandel hier immer gegeben ist.

Zudem ist zu beachten, dass es bei einer derartigen Übertragung von Aktien an den Hauptaktionär gegen eine festgelegte Abfindung es einer zwingenden Geldabfindung der Minderheitsaktionäre kommt, d.h. im Ergebnis einen Zwangsverkauf, im Gegensatz zu sonstigen Strukturmaßnahmen, für die ein Spruchverfahren zur Verfügung steht, bei den der Aktionäre zumindest die Möglichkeit hat, z. B. Anteile der durch die Verschmelzung entstanden Gesellschaft zu erhalten, bzw. weiter Aktionär der beherrschten Gesellschaft bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu bleiben oder bei Eingliederung Aktionär der Hauptgesellschaft zu werden. In allen diesen Fällen kann der Minderheitsaktionär als Anteilsinhaber investiert bleiben. Bei einem Ausschluss nach § 327a AktG ist jedoch zwangsläufig eine Deinvestitionsentscheidung gegeben.

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

grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren bei einem Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff AktG eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs. Eine Barabfindung, die niedriger als der Börsenkurs liegt, ist in der Regel nicht geeignet, den Aktionär voll zu entschädigen.

Maßgebend ist daher, ob es für einen ausgeschiedenen Aktionär mutmaßlich unmöglich gewesen wäre, seine Aktien auf Basis der Börsenkurse zu veräußern. Bei der Beurteilung dieser Frage ist die vom BVerfG nur beispielhaft erwähnte Marktengelage nach Ansicht der Kammer nicht mehr als ein Indiz für die Möglichkeit einer nicht nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage zustande gekommenen Kursbildung und nicht etwa schon für sich genommen ein Grund, um den Börsenkurs bei der Bemessung der Abfindung außer Betracht zu lassen.

Gleichwohl ist der Börsenkurs jedenfalls dann auch mit dem Verkehrswert der Aktien gleichzusetzen, wenn sich die Kurse über längere Zeiträume in einer etwa gleichen Größenordnung gebildet haben und ein Börsenhandel mit den Aktien stattgefunden hat. Die Antragsgegnerin trägt selbst nicht vor, dass diese Voraussetzungen nicht vorlägen. Im Bericht zur Hauptversammlung geht sie selbst für die Bemessung der Höhe der Abfindung vom Börsenkurs – wenn auch für einen anderen Referenzzeitraum – aus. Dem Börsenkurs ist daher bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung hier Relevanz beizulegen.

Im Gegensatz zur Auffassung der Antragsgegnerin ist jedoch der für den Börsenkurs maßgebliche Referenzzeitraum nicht der vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 29.2.2004 sondern der der Hauptversammlung am 12.4.2004.

Trotz der in der Literatur geäußerten Kritik (vgl. Koppenssteiner KölnKomm AktG 3. Aufl. § 305 Rz. 104 f m. w. Nachw. zum Streitstand) folgt die Kammer der neueren überwiegenden Rechtsprechung (im Anschluss an BGHZ 147, 108, 118 = AG 2001, 417, 419; OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, OLG Hamburg AG 2003, 583; OLG Frankfurt am Main AG 2003, 581; OLG Stuttgart AG 2004, 43 = BeckRS 2003 09692; so auch bereits Kammerbeschlüsse vom 17.1.2006 – 3-05 O 74/03 und 2.5.2006 – 3-05 O 160/04-) wonach der Stichtagskurs bestimmt wird nach dem Wert des Börsenkurses des Tages, an dem die Hauptversammlung der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an den Hauptaktionär gegen Barabfindung zustimmt. Beim stichtagbezogenen Durchschnittskurs bestimmt sich der Wert nach den zeitlich vor dem Stichtag liegenden Börsenkursen. Der BGH

– dem sich die Kammer anschließt - hält einen Zeitraum von 3 Monaten für erforderlich, aber auch ausreichend (BGHZ 147, 108 und a.a.O.).

Die von der Antragsgegnerin angewandte und für zutreffend gehaltene Methode den 3-monatigen-Durchschnittskurs vor dem Tag der Bekanntgabe der vorgesehenen Strukturänderung zugrunde zu legen, hätte zwar den Vorteil, dass ein Aktienkurs frei von Spekulationen über die Höhe der Abfindung ermittelt werden könnte. Jedoch wäre ein solches Vorgehen zum einen kaum mit dem Wortlaut des § 327b Abs. 1 AktG vereinbar, wonach die Höhe der Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen muss und nicht den Zeitpunkt, in dem der Hauptaktionär die beabsichtigte Strukturmaßnahme öffentlich bekannt macht. Das Abstellen auf den Tag der Bekanntgabe würde auch dem Hauptaktionär ermöglichen, durch die Wahl des Tages den zugrunde zu legenden Referenzzeitraum in seinem Sinne ggf. zu beeinflussen. Diese Methodik steht auch in Widerspruch zur Rechtsprechung des BVerfG, das einen auf den Stichtag bezogenen Durchschnittskurs für maßgeblich hält und verlangt, dass der Aktionär nicht weniger erhalten darf, als er bei einer ihm möglichen Veräußerung zum Zeitpunkt der Übertragung erlangen kann (BVerfG a.a.O.). Diesen Vorgaben wird nur ein Referenzzeitraum gerecht, der mit der Beschlussfassung der Hauptversammlung des beherrschten Unternehmens endet, hier also am 12.5.2004

Demnach ist zunächst festzustellen, zu welchem Börsenkurs die Aktien der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG in diesem Zeitraum gehandelt wurden. Dem vom BGH angenommenen dreimonatigen Referenzzeitraum entsprechen die Regelungen im Zusammenhang mit der Bestimmung der angemessenen Gegenleistung bei Übernahmeangeboten nach Maßgabe des § 31 WpÜG und des § 5 der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27.12.2001 (BGBl. I 2001, 4263). Nach Ansicht der Kammer ist es sachgerecht, im Verfahren nach § 305 AktG a.F. i. V. m. § 327a AktG auch die Vorgaben zur Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses zu übernehmen und der Abfindung den gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs i.S.d. § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-Angebotsverordnung zugrunde zulegen (so auch OLG Frankfurt am Main AG 2003, 581; Kammerbeschlüsse a.a.O.), zumal nach Art. 15 umzusetzenden EU –Übernehmerichtlinie 04/25 unter bestimmten Voraussetzungen sich die Abfindung bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre an einen nach den Bestimmungen des WpÜG zu ermittelnden vorangegangenen Abfindungsangebot zu orientieren hat (§ 39a WpÜG). Der Auffassung des

OLG Düsseldorf (Beschluss vom 8.11.2004 19 W 9/03 AG 2005, 581 = NZG 2005, 1012) wonach ein ungewichteter Durchschnittskurs zugrunde zu legen ist, kann hier nicht gefolgt werden.

In dem Zeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung am 12.5.2004 betrug der gewichtete Durchschnittskurs nach den eigenen Angaben der Antragsgegnerinnen, welche unwidersprochen geblieben ist und auf einer entsprechenden Mitteilung der BAFIN vom 2.8.2005 (Anlage Ag2 Bl. 345 d.A.) beruht, EUR 88,58. Es sind keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich und wird von der Antragsgegnerin auch nicht vorgetragen, dass der Kursverlauf bewertungsrelevanten Sondereinflüssen unterlegen habe. Selbst wenn es nach der Bekanntgabe am 29.2.2004 zu Kurserhöhungen gegenüber dem vorangegangenen Zeitraum gekommen ist, ist dies hier unschädlich. Es ist nicht zu beanstanden, dass eine Erhöhung des Kurses, die nicht Folge einer höheren Bewertung des Unternehmens durch den Markt, sondern der Erwartung eines höheren Abfindungsangebotes für die Minderheitsaktionäre ist, stattfindet. Auch eine dadurch verursachte, im Referenzzeitraum entstandene Kurserhöhung kann den Minderheitsaktionären bei der Bemessung der Abfindung zu Gute kommen (vgl. OLG Düsseldorf AG 2005, 538) . Denn nach der Vorgabe durch das BVerfG (a.a.O.), der der BGH (a.a.O.) gefolgt ist, dürfen die Minderheitsaktionäre nicht weniger erhalten, als sie bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ erlangt hätten; dann aber hätten sie die Aktien zum erhöhten Kurs veräußern können. Eine Erhöhung des Kurses durch „Abfindungsspekulationen“ ist zu Lasten der Aktionäre nur zu eliminieren, falls sie auf Börsenkursmanipulationen beruht. Von diesem Ausnahme abgesehen kann der Aktionär das verlangen, was sich unter den Gesetzen von Angebot und Nachfrage als Preis herausgestellt hat. Für eine Manipulation des Börsenkurses gibt es hier keinen Anhaltspunkt. Dem (ggf. durchschnittlichen) Kurs am Tag der Bekanntmachung der Ladung zur Hauptversammlung (hier am 11.4.2004) kommt im Rahmen der gerichtlichen Festsetzung keine Bedeutung zu. Zwar ist zutreffend, dass zu diesem Zeitpunkt der vorgesehene Abfindungsbetrag bekannt zu machen ist, § 124 AktG und ggf. der Hauptaktionär bei steigenden Kursen bis zur Hauptversammlung sein Angebot entsprechend nachbessern sollte, doch kann dies nicht dazu führen, dass in den Fällen, in denen sich der Kurs zwischen Bekanntmachung und Hauptversammlung durchschnittlich verschlechtert, der Referenzzeitraum auf einen Zeitraum vor der Bekanntgabe vorzuverlegen wäre. Dies widerspräche dem oben dargestellten Stichtagsprinzip, das auf den Tag der Hauptversammlung abstellt.

Auf diesen gewichteten 3-monatigen-Durchschnittskurs von EUR 88,58 zu dem Tag der Hauptversammlung am 12.5.2004 Betrag war die angemessene Abfindung nach § 327a AktG festzusetzen.

Dieser Betrag ist nicht um die auf der gleichen Hauptversammlung beschlossene Dividende von EUR 11,-- zu kürzen.

Die Kürzung der Ausgleichszahlung ist zunächst mit dem in § 327b I AktG verankerten Stichtagsprinzip nicht vereinbar. Danach muss die Höhe der Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Zwar wurde der Ausschluss der Minderheitsaktionäre zeitlich nach dem Beschluss über die Ausschüttung der Dividende gefasst (vgl. Kammerurteil vom 12.10.2004 – 3-05 O 71/04 – DB 2004, 2742), doch ist nach der oben genannten obergerichtlichen Rechtsprechung zur Ermittlung der Abfindung wesentlich der Börsenkurs im maßgeblichen Zeitraum. Dessen Höhe ist aber maßgeblich ohne Rücksicht darauf, ob später Dividenden zu zahlen sein werden. Abzustellen ist vielmehr darauf, dass der Aktionär im Referenzzeitraum bis zur Hauptversammlung diesen Gegenwert für seine Aktien hätte erhalten können (vgl. OLG Hamburg NZG 2003, 541). Zwar ist zutreffend, dass zu beobachten ist, dass der Aktienkurs nach Hauptversammlungen sinkt, wenn dort eine Dividende beschlossen wurde. Allerdings ist auch zu beobachten, dass der Kurs nicht immer um den Betrag der beschlossenen Dividende sinkt. Diese Entwicklung nach der Hauptversammlung muss hier jedoch unberücksichtigt bleiben, da wie dargelegt ist auf den Börsenkurs in Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung ankommt.

Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die beschlossene Dividende die aus dem Unternehmenswert abgeleitete Höhe der Barabfindung beeinflussen kann. Denn Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft. Dies hat jedoch nur Auswirkungen auf den Ertragswert, der hier wie im Folgenden dargelegt werden wird, in einer Schätzung nach § 287 Abs. 1 ZPO unter dem Börsenkurs bleibt.

Es ist hier kein Grund gegeben, für die angemessene Barabfindung nicht den Durchschnittskurs, sondern einen höheren Wert zu Grunde zu legen. Allerdings ist 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]).

Aufgrund der Anhörung des sachverständigen Prüfers steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass die sich am Börsenkurs orientierende eine Barabfindung von EUR 88,58 je Stückaktie der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG angemessen ist.

Es bestand zunächst kein Anlass, den Liquidationswert der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank 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.

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

Ausgehend von der Unternehmensbewertung durch

deren Angemessenheit nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch

geprüft wurde, ist

festzustellen, dass unter Zugrundelegung der von der Kammer für angemessen erachteten Parameter bei der Ermittlung des Ertragswertes der Unternehmenswert der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG zum Stichtag 12.05.2004 unter unterstellten günstigen Annahmen zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen insgesamt Mio. EUR 2.755 beträgt. Dieser Unternehmenswert würde zu einer Barabfindung je Stückaktie von EUR 76,52 führen

Die Kammer folgt der einschlägigen Rechtsprechung (BGH WM 2001, 856, 859; BayObLG ZIP 2000, 885 f.; LG Frankfurt am Main AG 2005, 930; Kammerbeschluss vom 2.5.2006

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, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird. 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 nicht ausgegangen werden.

Die Prognosen der Antragsgegnerin in ihrem Bericht sind auf den Stichtag bezogen nachvollziehbar, wirken vielmehr in Hinblick auf die Steigerung der Erträge – jedenfalls im Bereich der Phase II – ambitioniert. Die Einwände von Seiten der Antragsteller sind nicht geeignet, die von der Antragsgegnerin aufgrund der Bewertung von

erstelle Planung und Bewertung einzelner Faktoren als taugliche Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswertes zu erschüttern. Der Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens bedurfte es hier daher nicht. Die Kammer hatte keine hinreichend substantiierten Anhaltspunkte, dass die in der gutachterlichen Stellungnahme (Bl. 64) für die Planphase 2004 – 2008 und die Phase ab 2009 (ewige Rente) angenommen Werte der Nettoausschüttung nach persönlicher Einkommensteuer unplausibel sind.

Zu den Beanstandungen im Einzelnen:

Zutreffend wurde auch bei den zu erwartenden Nettoausschüttungen ein typisierter persönlicher Steuersatz von 17,5 % (Halbeinkünfteverfahren) berücksichtigt. Zwar ist zutreffend, dass bei manchen Aktionären dieser typisierte Steuersatz, der sich grundsätzlich an einem Anteilseigner orientiert, der die Unternehmensanteile im Privatvermögen hält, orientiert, nicht zutrifft, doch im Interesse einer einheitlichen Festlegung des Abfindungsbetrags ist hier eine typisierende Betrachtung geboten. Der Wert von 35 % als typisiertem Betrag der persönlichen Ertragssteuern ist jedenfalls bei dem derzeitigen Erkenntnisstand - nicht zu beanstanden. Angesichts der Vielzahl von steuerlich unterschiedlichen Gestaltungen ist auch nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens dem Grundsatz der Nettoausschüttung Rechnung zu tragen, indem man den hälftigen typisierten Steuersatz ansetzt. Zudem verkennen die Antragsteller, die sich gegen die (typisierte) Berücksichtigung der Ertragssteuern wenden, dass dies dann auch nach dem Homogenitätsprinzip (vgl. BFH BStBl. II 1980, 405, 408) bei dem Kapitalisierungszinssatz und bei der Ermittlung des Risikozuschlags (dazu unten) außer Acht zu bleiben hätte. Im Ergebnis würde dies ggf. zu niedrigeren Unternehmenswerten führen.

Soweit Antragsteller rügen, dass die Marke (Goodwill) der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG nicht erkennbar berücksichtigt worden sei, so übersehen sie, dass eine eigenständige Bewertung einer Marke nur im Rahmen des Liquidationswertes sich auswirken kann. Im Rahmen des Ertragswertes führt der Markenwert zu keinen Änderungen der Ergebnisbeiträgen. Die Marke als solches findet vielmehr ihren Niederschlag in den Planungen über die zukünftige Geschäftsentwicklung und der damit einhergehenden Ausschüttung. Es ist jedoch nicht ersichtlich, dass dies nicht ausreichend angesichts der Planungen der Phase eins bis 2008 und insbesondere der Planung ab dem Jahr 2009, die im Hinblick der vorliegenden Zahlen für vorangegangene Geschäftsjahre nur als ambitioniert angesehen werden kann, nicht ausreichend berücksichtigt worden wäre.

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 bewertbaren Unternehmen, ohne etwaige subjektive Synergieeffekte oder sonstige Vorteile für den Hauptaktionär durch die Bewertungsmaßnahme.

Es lag auch keine fehlerhafte Bestellung des sachverständigen Prüfers oder Durchführung seiner Prüfung vor, die es gebieten würde eine vollständige Neubewertung durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen durchführen zu lassen. Der Vorsitzende der erkennenden Kammer, der den Bestellungsbeschluss im Verfahren 3-05 O 21/04 gefasst hat, hat sich nicht durch den Vorschlag der dort Beteiligten gebunden gefühlt. Die Antragsteller tragen auch selbst nicht vor, dass ein Ausschlussgrund nach § 319 HGB gegeben gewesen wäre.

Ebensowenig berührt die durch die vom Prüfer vorgenommene sog. Parallelprüfung die Rechtmäßigkeit des Bestätigungsbeschlusses. Durch die Verweisung in § 293d AktG auf § 320 Abs. 2 Satz 2 HGB sieht das Gesetz die Möglichkeit vor, dass der gerichtlich bestellte Prüfer bereits vor Abschluss der Arbeiten an dem Prüfungsgegenstand das Recht hat, Prüfungshandlungen vorzunehmen.

Das vermutete kollusive Zusammenwirken der Bewerter und Prüfer zu Lasten der Minderheitsaktionäre lässt sich allein auf den möglicherweise engeren Kontakt bei einer

Parallelprüfung nicht stützen. Die Richtigkeit der Prüfung hängt nicht von deren Zeitpunkt ab, sondern von der Kompetenz und Unabhängigkeit der Prüfer (OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148). Dass es bei einer parallelen Prüfung zu Besprechungen zwischen dem Prüfer und dem Bewertungsgutachter kommen kann, steht der Unabhängigkeit des Prüfers und damit der Verwendbarkeit seines Berichts (OLG Stuttgart, a.a.O.; OLG Düsseldorf, NZG 2004, 328, 333; OLG Hamm, OLGR 2005, 418, 419) nicht entgegen.

Der geforderten Offenlegung der Leistungsbeziehungen der Konzerngesellschaften durch eine entsprechende Auflage an die Antragsgegnerin war nicht zu entsprechen. Die Antragsteller tragen keinerlei sachliche Anhaltspunkte vor, dass die Behauptung der Antragsgegnerin, dass die interne Leistungsverrechnung zu marktüblichen Preise (at arm's length) erfolge, nicht zutreffen würde. Soweit darauf abgestellt wird, dass die betrieblichen Aufwendungen von 18 Mio. auf 32 Mio. im Jahre 2003 gestiegen seien, ist dem entgegen zu halten, dass sich dies in der Planungsrechnung ab 2004 – die Gegenstand der Ertragswertermittlung ist – nicht fortsetzt, sondern hier ein – beträchtlicher Rückgang dieser Kostenposition angenommen wurde. Es bestand daher für die Kammer keinerlei Veranlassung dem weiter nachzugehen.

Die Annahme einer expensive leverage Quote von 50 % haben die sachverständigen Prüfer im Rahmen ihrer Anhörung vor der Kammer nachvollziehbar begründet. Die Kammer hat keine Veranlassung an den Ausführungen der sachverständigen Prüfer zu zweifeln, dass eine derartige Quote anhand ihre Erfahren in Bewertung von entsprechenden Kreditinstituten gerechtfertigt ist.

Bei den weiter angegriffenen Parameter der Unternehmensbewertung Basiszins, Risikozuschlag und Thesaurierung legt die Kammer von den Ansätzen der Antragsgegnerin abweichende Parameter zugrunde, die sich im Ergebnis jedoch nicht dahin auswirken, dass ein höherer Ertragswert erzielt würde, der zu einem den Börsenkurs übersteigenden Unternehmenswert pro Aktie führen würde.

Dass hierbei eine Festlegung dieser Parameter stattfindet, die zum Bewertungsstichtag 12.5.2004 nicht anerkannt waren, ist unschädlich. Bewertungsgrundsätze sind nämlich nicht mit dem zum Stichtag geltenden Recht vergleichbar, sondern eher mit der zum Stichtag geltenden Rechtsprechung. In beiden Fällen geht es um Erkenntnisse im wissenschaftlichen Sinne. Soweit es um die Anwendung von der Rechtsprechung entwickelter Grundsätze geht, ist jeweils grundsätzlich die neueste Rechtsprechung anzuwenden, auch wenn sie zum

Zeitpunkt des zu beurteilenden Sachverhalts noch nicht gegolten hat (vgl. BGH WM 2001, 856 ff; Kammerbeschluss vom 3.5.2006 – 3-05 O 153/04-)).

Ob die von der Antragsgegnerin in ihrem Bericht angenommene Kernkapitalquote und die hierzu in der Planung angenommenen Thesaurierung, bzw. darüber hinaus sachgerecht ist, kann dahingestellt bleiben. Sie führt jedenfalls bei der von der Kammer insoweit für sachgerecht gehaltenen Anwendung der IDW S1 (in der Fassung vom 18.10.2005), hier Tz. 46, nicht zu einem zu niedrigeren Unternehmenswert zu Lasten der Minderheitsaktionäre. Entgegen der Planungsrechnung der Antragsgegnerin, die die zu thesaurierenden Beträge von dem geplanten Betriebsergebnis einfach in Abzug bringt, obwohl eine konkrete Planung der Verwendung zu thesaurierenden Beträge nicht vorliegt und auch sonst keine Anhaltspunkte dargetan sind, dass eine Anlage jedenfalls zum Kapitalisierungszins nicht möglich ist, sondern diese Thesaurierung nur zur Anpassung der haftenden Eigenmittel an die Anforderungen des § 7 HBG dienen soll und zur Erlangung eines besseren Ratings, sind die zu thesaurierenden Beträge entsprechend der oben genannten Bestimmung IWD S1 Tz. 46 durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung zu der Ausschüttung vereinfachend zu unterstellen, d. h. den Ausschüttungen in den Planungsphasen ist der jeweils zu thesaurierende Betrag ohne Abzug von Steuern hinzuzurechnen.

Entgegen der Annahmen der Antragsgegnerin und der sachverständigen Prüfer legt die Kammer bei der Kapitalisierung der Ausschüttungen auf den Stichtag 12.5.2004 einem Basiszinssatz von 5,3 % 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. 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):

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

Die bei Anwendung der obigen Formel resultierenden stetigen Zinssätze sind noch mit $z_d = \exp(z_s(T, \beta, \tau)) - 1$ in einen jährlichen Zinssatz umzurechnen.

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 konstant wachsende Zahlungsüberschussreihe dem Wert der nachhaltigen Wachstumsrate, vorliegend 1 % - 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. Eine marktzinsorientierte Ableitung auf Basis einer Zinsstrukturkurve mit transparenten Marktdaten und Zukunftsorientierung – bezogen auf den Stichtag – entspricht mehr dem gesetzlichen Grundsatz, wonach die Minderheitsaktionäre bezogen auf den Tag der Hauptversammlung eine 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 (so schon Kammerchluss vom 2.5.2006 3-05 O 153/06).

Diese (Ab)Rundung führt zu dem Basiszinssatz von 5,3 %.

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 Alternativanlage auf den landesüblichen Zins noch Ertragssteuern zu zahlen sind, muss man den Zins nach Abzug der typisierten Ertragssteuern bestimmen. Ein höherer Steuersatz als 35 % ist jedoch nicht angebracht. Insoweit ist daher von einem Zinssatz von 3,44 % zunächst auszugehen

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) sich aus dem Produkt aus den Faktoren Marktrisikoprämie und Betafaktor ergeben, wonach zur Ermittlung der Marktrisikoprämie 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 (Marktrisikoprämie).

Mit Hilfe des Betafaktors wird dann aus der Marktrisikoprämie das konkrete Risiko einer Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen ermittelt, indem der Betafaktor mit der Marktrisikoprämie 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 hier in dieser Weise hier mit 3 % 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 Erhöhung 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 Modelle bei der Unternehmensbewertung (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, 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) dass 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 die 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 Marktrendite und das künftige

Verhältnis der Volatilität abzustellen ist. Die ist aber bei einem Aktienbesitz von 100 % und Delisting nach erfolgtem Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht darstellbar.

Tatsächlich ist dieses Verfahren – welches grundsätzlich zu Bewertung eines Anlage 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).

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 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; LG Dortmund NZG 2004, 723, 726; Kammerbeschluss vom 2.5.2006 – 3-05 O 153/04) und im Regelfall Risikozuschläge über 2 % der besonderen Begründung bedürfen. Diese besondere Begründung könnte aber gegeben sein, wenn aufgrund der geplanten Dividendenrendite hier Risikozuschläge von über 2 % gerechtfertigt erscheinen. 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 Zukunft widerspiegeln

Zur Prüfung, ob dieser Umstand gegeben ist, erscheint es der Kammer angebracht, hier auf das dividend discount model in einer modifizierten Form zurück zu greifen. Beim dividend discount model wird die Risikozuschlag durch die Überrendite durch Dividendenzahlung eines breit diversifizierten Aktienportfolios gegenüber der zu erlangenden Verzinsung der Alternativenanlage 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, sondern auf die Differenz der konkreten Dividendenprognose, wie sie sich aus der Planung ergibt, gegenüber der im Rahmen der Basiszinsermittlung ermittelten Zinsen für Anlagen in sicheren Bundeswertpapieren mit unendlicher Laufzeit abzustellen. Dabei kann vorliegend dahingestellt bleiben, ob der Wert für den Wert der Aktie der gewichtete durchschnittliche 3-monatige Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung anzusetzen ist oder der gewichtete 3-monatige Kurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des vorgesehenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre, da auch die Annahme des Wertes zum Zeitpunkt der Hauptversammlung vorliegend nicht zu einem

höheren Unternehmenswert als dem durch diesen Börsenkurs festgelegten Wert pro Aktie führt.

Dieser Wert pro Aktie (hier angenommen mit EUR 88,58) ist dann ins Verhältnis zu der beabsichtigten Dividende nach der Planungsrechnung zu setzen, wobei auch Vereinfachungsgründen nur auf die beabsichtigte Dividende der letzten Phase, d.h. der ewigen Rente (hier EUR 4,49) abgestellt wird. Dabei wird hier bei der zu erwarteten Dividende eine pauschalisierte Ertragsteuerbelastung von 17,5 % angesetzt zzgl. der beabsichtigten Thesaurierungen durch direkte Zuordnung.

Unberücksichtigt muss im Rahmen der pauschalisierten Betrachtungsweise bleiben, dass es sich bei der Antragsgegnerin um eine Kapitalgesellschaft handelt, die zudem noch ihren Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat hat, bei der die Besteuerung von Dividendeneinkünfte sich zunächst nach § 8b KStG bzw. nach dem Deutsch-Irischen Doppelbesteuerungsabkommen richtet. Ebenso wie bei der steuerlichen Belastung der Minderheitsaktionäre kann hier nicht auf konkrete einzelne steuerliche Belastungen Rücksicht genommen werden, sondern es ist im Rahmen der pauschalierten Betrachtungsweise auch hier der durchschnittliche Steuersatz für unbeschränkt steuerpflichtige Steuerinländer (so auch IDW S1 neu Tz. 53) anzusetzen.

Zu berücksichtigen ist weiter die beabsichtigte Wachstumsrate der Dividende, welches mit dem gleichen Wert ansetzen ist, der in der Planungsrechnung als sog. Wachstumsabschlag angesetzt wird. Hiervon ist dann der Zins einer sicheren Anlage entsprechend dem Basiszinssatz, abzuziehen, wobei hier beachten ist, dass sich dieser Abzugsbetrag um die durchschnittliche steuerliche Belastung von 35 % - die auf Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren zu entrichten sind - reduziert.

Durch diese Berücksichtigung von pauschalisierten Steuersätze der Dividendeneinkünfte und der Zinseinkünfte aus festverzinslichen Anlagen wird der unterschiedlichen Besteuerung von Dividendeneinkünften nach dem Halbeinkünfteverfahren ausreichend Rechnung getragen.

Dies führt hier zu einem Risikozuschlag von 1,8 %. Dieser ergibt sich aus dem Wert der Aktie zum Zeitpunkt 12.5.2004 in Höhe von EUR 88,58, einer Rendite pro Aktie nach Steuern in der ewigen Rente von EUR 3,76 d.h. einer Dividendenrendite von 4,25 %. Unter Berücksichtigung des angenommen Dividendenwachstums von 1 %, den die Kammer noch für vertretbar hält, ergibt dies im Verhältnis zum durch steuerliche Belastung reduzierten Basiszinssatz auf 3,44 % diesen Risikozuschlag.

Der Wachstumsabschlag für den Zeitraum ab 2009 wird im Übertragungsbericht vertretbar mit 1 % 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. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit im Durchschnitt nicht gelungen ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzpreise umzulegen, so dass die nominalen Steigerungen der Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich unter der Inflationsrate liegen. Nach den Erhebungen der Deutschen Bundesbank (Deutsche Bundesbank, Sonderveröffentlichung 1999, S. 18-20; Monatsbericht März 2000, S. 34, Monatsbericht April 2002, S. 38; Monatsbericht April 2003, S. 54, Monatsbericht Oktober 2005 S. 38) wuchsen im Zeitraum 1971 bis Ende 2003 die Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich jährlich ca. 1,4 % p. a., bei einer durchschnittlichen Inflationsrate im Mittel von 3,1 % p. a. (Statistisches Bundesamt: Preise. Verbraucherindex und Einzelhandelspreise, Lange Reihe ab 1983-2002, 3 f.; vgl. auch Widmann/Schieszl/Jeromin FinanzBetrieb 2003, 800) Unter Berücksichtigung der zum Stichtag zu erwartenden Inflationsraten von bis zu 2 % erscheint deshalb der Wachstumsabschlag von 1 % noch vertretbar, zumal die geplanten thesaurierten Beträge bei der Berechnung unmittelbar gutgebracht werden. Legt man nämlich zugrunde, dass das vorstehende dargelegte statistisch ermittelte Gewinnwachstum bei teilweise thesaurierten Gewinnen erzielt wurde, wobei im Allgemeinen Thesaurierungsquoten von durchschnittlich 30 – 60 % (vgl. Widmann/Schieszl/Jeromin a.a.O.), wird deutlich, dass die Gewinnsteigerungen nicht unerheblich durch die Verzinsung thesaurierter Gewinne erzielt wurden.

Unter Berücksichtigung dieser Parameter und der vorzunehmenden Abzinsung auf den Stichtag ergibt sich daher folgende Zinsberechnung:

Planphase bis 2008

Basiszins	5,3 %
Typisierte pers. Einkommensteuer 35 %	<u>-1,85</u>
	3,45 %
Risikozuschlag	1,8 %
Kapitalisierungszinssatz	5,25 %
ab 2007	
Wachstumsabschlag	<u>-1 %</u>

angewendet auf die Planzahlen ergibt dies folgendes Bild:

	2004	2005	2006	2007	2008	ab 2007
Nettoausschüttung	29,0	73,09	11,3	29,7	202,1	123,5
zzg. Zurechnung	32,1	(unterstellt aus	105,6	103,04		12,1
Thesaurierung		ber. Ergebnis				
Mio. EUR		abzgl. Steuern)				
Abzinsungs	0,9501639	0,90281144	0,857818845	0,8150685	0,77444867	18,2437849
faktor						
Diskontierter	58,0550145	65,9864884	100,2790229	108,4856176	155,7416273	2473,857233
Ertrag						
Ertragswert zum	2.962,41					
1.01.2004 in						
TEUR						

Bei den nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel der DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG war hinsichtlich der Filiale Tokyo eine Ertragswertberechnung mit den gleichen Parametern vorzunehmen, wobei der Annahme der Antragsgegnerin im Bericht gefolgt wurde, das hier keine persönlichen Steuern in Abzug zu bringen sind.

Dies ergibt bei Zugrundelegung der von den Antragstellern hier nicht substantiiert angegriffenen Planzahlen einen Ertragswert zum 1.1.2004 von ca. EUR Mio. 133--.

Bei der Filiale Rom wurde zugunsten der Antragsteller eine Verdopplung des angenommenen Wertes von 3,5 Mio, d.h. 7 Mio. EUR unterstellt, ebenso wie bei sonstigen nicht betriebsnotwendigen Vermögen, d.h. hier 2,4 Mio. EUR angenommen. Wenn man den Steueraufwand der durch die Liquidation dieses nicht betriebsnotwendigen Vermögens – fälschlicherweise – nicht berücksichtigt, gelangt man dann zu einem nicht betriebsnotwendigen Vermögen in Höhe von EUR ca. 142,4 Mio. EUR.

Zusammen mit den oben ermittelten Ertragswert ergäbe dies zum 1.1.2004 einen Unternehmenswert der DEPFA Deutsche Pfandbrief AG von ca. 3.057 Mio EUR. Aufgezinst zu dem Stichtag 12.5.2004, d.h. 133 Zinstage führt dies zu einem Wert von ca. 3.115 Mio. EUR. Bezogen auf die Anzahl der Aktien von 36.000.000 ergäbe dies einen Wert von EUR 86,53 pro Aktie, einen Wert der trotz der günstigen – unrealistischen - Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens unter dem oben dargestellten Börsenwert läge, so dass dieser für die Bemessung der Abfindung maßgeblich ist. In Hinblick auf diese Annahmen zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen ergibt sich daher auch keine Notwendigkeit dieses durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen neu bewerten zu lassen.

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 durch das vorliegende Verfahren die Abfindung gegenüber dem durch Vergleich bereits erhöhten Abfindungsbetrag zwar erhöht nochmals wurde, jedoch die Antragsgegnerin bereits freiwillig allen (früheren) Minderheitsaktionären die kein Spruchverfahren durchführen einen Betrag von weiteren EUR 8,-- pro Stückaktie noch angeboten hatte, d. h. insoweit eine Zahlung von EUR 89,-- bei Verzicht auf ein Spruchverfahren stattgefunden hat, und dieser Betrag sogar noch über den von der Kammer als angemessen festgesetzten Betrag liegt, sind keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnte. Soweit die Antragsteller zu 11) und 12) ausführen, sie hätte von diesem Angebot der Antragsgegnerin fristgerecht Gebrauch machen wollen, ihnen sei jedoch erklärt worden, dies nicht mehr möglich, rechtfertigt dies keine andere Beurteilung. Da es sich bei dieser Vergleichspassage insoweit um einen echten Vertrag zugunsten Dritter handelt, hätten sie dieses ihnen eingeräumte Recht ggf. unmittelbar und u. U. klageweise gegen die Antragsgegnerin geltend machen müssen.

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 631.285 Stückaktien betroffen. Wie viele davon von dem Angebot des

Vergleichs auf Zuzahlung von EUR 8.— bei Verzicht auf ein Spruchverfahren Gebrauch gemacht haben, hat die Antragsgegnerin nicht mitgeteilt. Es sind daher alle 631.285 Stückaktien der Berechnung des Geschäftswertes zugrunde zu legen, wodurch sich der festgesetzte Geschäftswert von EUR 4.785.140,30 $(631.285 \times 7,58)$ 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.