Geschäftsnummer:
20 W 6/06
34 AktE
10/03 KfH
Landgericht
Stuttgart

Oberlandesgericht Stuttgart

20. Zivilsenat

Beschluss

vom 16. Februar 2007

In dem Spruchverfahren

gegen

wegen Barabfindung

hat der 20. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Stuttgart unter Mitwirkung von

Präsident des Oberlandesgerichts

Richter am Oberlandesgericht

Richter am Oberlandesgericht

beschlossen:

Die sofortigen Beschwerden der Antragstellerinnen Ziffer 5, Ziffer 7 und Ziffer 13 gegen den Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 20.02.2006 (34 AktE 10/03 KfH) werden

dem **Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorgelegt.**

Gründe

I.

Die Beteiligten streiten im Spruchverfahren um die Angemessenheit der Barabfindung der gemäß §§ 327 a ff. AktG durch Hauptversammlungsbeschluss vom 18.12.2002 aus der Esslinger Maschinenfabrik AG mit Sitz in Esslingen (nunmehr umgewandelt in Maschinenfabrik Esslingen AG & Co. OHG mit Sitz in Schönefeld) ausgeschlossenen und mit einem Betrag von 415,00 € je Aktie abgefundenen Minderheitsaktionäre.

1.

Die 1846 gegründete Maschinenfabrik Esslingen hatte 1965 ihre eigene Produktion vollständig eingestellt, die letzten Arbeitnehmer wurden von der heutigen , der Muttergesellschaft der Antragsgegnerin, übernommen. Geschäftsgegenstand ist seit 1968 ausschließlich der Erwerb, die Veräußerung und die Vermietung von Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten. Der Grundstücksbestand wurde 1983 durch Verschmelzung mit weiteren mit der Grundstücksverwaltung befassten Gesellschaften vergrößert. Seit dieser Zeit vermietet die Maschinenfabrik Esslingen aufgrund eines Mietvertrags vom 23.12.1988/12.12.1989 ihren Immobilienbestand mit Ausnahme geringer Wohnungsbestände ausschließlich an den heutigen -Konzern. Dieser Mietvertrag sieht Kapitalmieten, Nutzflächenmieten und Vorratsgeländemieten vor. Die Kapitalmieten betragen jährlich 10% der Anschaffungs- und Herstellungskosten auf die von der Maschinenfabrik Esslingen getätigten Investitionen in Gebäude und Infrastrukturmaßnahmen für einen Zeitraum von 25 Jahren. Für alle Gebäude, die nicht oder nicht mehr der Kapitalmiete unterliegen, werden Nutzflächenmieten verlangt. Für unbebaute Grundstücke oder für Grundstücke, für die noch eine Kapitalmiete erhoben wird, wird zusätzlich eine Vorratsgeländemiete erhoben. Die Immobilieninvestitionen werden über ein konzerninternes Verrechnungskonto bei der finanziert, die Maschinenfabrik Esslingen erhält die hieraus resultierenden Zinsaufwendungen von der in Form von Bauzeitzinsen erstattet. Nach Fertigstellung erfolgt die Finanzierung über einen Investitionskredit mit einem Kreditrahmen von 80 Mio. €; der Darlehensvertrag vom 19.01.2001 sah für eine Laufzeit bis 31.12.2002 einen festen Zinssatz von 7% p.a. vor.

Von den insgesamt 850.300 auf den Inhaber lautenden Stückaktien, die im amtlichen Handel an der Börse Stuttgart notiert waren, hielt die Antragsgegnerin im Jahr 2002 844.082 Stück (99,27%), die restlichen 6.218 Stück befanden sich im Streubesitz von Minderheitsaktionären. Der geplante Ausschluss von Minderheitsaktionären wurde mit Pressemitteilung vom 12.09.2002 (Anlage AG 5) bekannt gemacht. In der weiteren Pressemitteilung vom 28.10.2002 (Anlage AG 9) ist ausgeführt, dass die Minderheitsaktionäre einen Barabfindungsbetrag von 415,00 € je Aktie erhalten sollten. Auf der Hauptversammlung am 18.12.2002 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionä-

re gegen eine Barabfindung von 415,00 € je Aktie beschlossen. Der Übertragungsbeschluss wurde am 28.01.2003 im Handelsregister eingetragen.

Die von der zum Stichtag der Hauptversammlung durchgeführte Unternehmensbewertung ergab einen Unternehmenswert von 339,9 Millionen €, dies entspricht dem Wert einer Stückaktie von 399,78 €. Der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelte durchschnittliche gewichtete inländische Börsenkurs lag im Zeitraum von 12.06. bis 11.09.2002 (3 Monate vor der ersten Pressemitteilung vom 12.09.2002) bei 412,82 €. Für den Zeitraum von 3 Monaten vor dem Beschluss der Hauptversammlung vom 18.12.2002 teilte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Schreiben vom 20.02.2006 (Anlage AG 9) einen gewichteten Durchschnittskurs von 462,56 € mit. Der Kurs der Aktien der Maschinenfabrik Esslingen AG bewegte sich von Anfang 2000 bis Mitte 2002 stets unterhalb von 400,00 € (Anlage AG 11) und im Zeitraum von Anfang September bis 12.09.2002 zwischen 420,00 € und 454,00 € (Anlagen AG 8 und AG 10). Nach der Pressemitteilung vom 12.09.2002 stieg der Aktienkurs bei einem zunehmenden Handelsvolumen bis auf einen Spitzenwert von 580,00 € an (Anlage AG 10). Nach der zweiten Pressemitteilung vom 28.10.2002 pendelte er sich auf Werte zwischen 474,50 € und 430,00 € mit abnehmender Tendenz zur Hauptversammlung am 18.12.2002 ein (Anlage AG 10).

Die gemäß § 327 Abs. 2 AktG zur Prüferin bestellte hat in ihrem Prüfbericht vom 30.10.2002 die vorgeschlagene Barabfindung von 415,00 € je Aktie für angemessen erachtet. Dieser Betrag stellt nach Auffassung der Antragsteller keine angemessene Barabfindung dar, weshalb sie im Spruchverfahren vor dem Landgericht Stuttgart eine höhere Abfindung geltend gemacht haben.

2.

Das Landgericht hat durch Beschluss vom 20.02.2006 nach Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen vom 26.09.2005 (Bl. 328) und Anhörung des Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung vom 20.02.2006 (Verhandlungsprotokoll Bl. 349 ff.) die Anträge als unbegründet zurückgewiesen, weil eine höhere Bar-

abfindung als 415,00 € weder aufgrund des nach dem Ertragswertverfahren zu ermittelnden Unternehmenswerts und des hieraus abzuleitenden Werts der einzelnen Aktie noch aufgrund des als Untergrenze heranzuziehenden Börsenkurses gerechtfertigt sei.

Die Ermittlung der Ertragszahlen nach den plausiblen Planungen der Antragsgegnerin im Rahmen der allgemein anerkannten Ertragswertmethode sei nach den Ausführungen des Sachverständigen nicht zu beanstanden. Insbesondere seien die mit der Muttergesellschaft vereinbarten Mieten insgesamt marktgerecht. Unabhängig vom Ertragswert des Grundvermögens beruhe der (hiervon zu unterscheidende) Ertragswert der Gesellschaft auf sehr ambitioniert geplanten Ertragssteigerungen, die sich letztlich zugunsten der Abfindung der Minderheitsaktionäre auswirkten. Persönliche Steuern mit einem typisierten Steuersatz der Anteilseigner seien einerseits weder bei der Ermittlung der Erträge zu deren Lasten abzuziehen noch andererseits zu deren Gunsten beim Kapitalisierungszinssatz in Abzug zu bringen. Diese beiden Grundannahmen würden der Realität nicht gerecht, weil eine persönliche Einkommensteuer nur für die Einkommensart Ausschüttung erhoben werde und weil es darum gehe, dem Aktionär durch die Abfindung eine andere nach Laufzeit, Risiko und Ausschüttungsverhalten kongruente alternative Aktieninvestition zu ermöglichen. Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sei von einem Basiszinssatz von 5,5% auszugehen, der Risikozuschlag sei mit 0,9% (Marktrisikoprämie 5%, Beta-Faktor 0,18) anzusetzen. Bei der damaligen Inflationsrate sei kein höherer Wachstumsabschlag als 1% gerechtfertigt. Der auf dieser Basis ermittelte Unternehmenswert ergebe unter Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens entsprechend der von der Antragsgegnerin vorgelegten Anlage AG 6 einen Betrag von 326,90 € je Aktie und liege damit unter der von der Antragsgegnerin angebotenen Barabfindung von 415,00 €.

Der als Untergrenze maßgebliche Börsenkurs führe nicht zu einer höheren Abfindung. Nach dem Bundesgerichtshof, der auf einen Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung abstelle, müsse die sprunghafte kurzfristige Erhöhung des Börsenkurses nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme außer Betracht bleiben, weil sie nicht den wahren Verkehrswert der nur in geringem Umfang gehandelten Aktien widerspiegele. Der Gesetzgeber habe in § 31 Abs. 1 WpÜG in Verbindung mit § 5 Abs. 2 AngebotsVO den durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs der letzten drei Monate vor Bekanntga-

be der Strukturmaßnahme als sachgerecht angesehen, der zwischen 12.06. und 12.09.2002 lediglich 412,82 € betragen habe.

3.

Die am Beschwerdeverfahren beteiligten Antragsteller wenden in erster Linie gegen den angefochtenen Beschluss ein, dass das Landgericht für die Ermittlung des Börsenkurses den falschen Referenzzeitraum herangezogen habe. Maßgeblich sei nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs der Durchschnittskurs in den letzten drei Monaten vor dem Tag der Hauptversammlung als gesetzlich vorgesehenem Stichtag und nicht in den letzten drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme. Dies sei verfassungsrechtlich geboten, weil die Minderheitsaktionäre mit dem Betrag abzufinden seien, den sie bei Realisierung der Möglichkeit zum Verkauf der Aktien als Marktpreis erzielt hätten. Deshalb könne nicht darauf abgestellt werden, dass eine spekulative Überhitzung nach Bekanntgabe der Maßnahme zu verzeichnen gewesen sei, die den wahren Wert der Aktie nicht mehr wiedergegeben habe. Das Landgericht habe außerdem die Feststellungslast verkannt; nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts müsse die Antragsgegnerin nachweisen, warum im konkreten Einzelfall der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert entsprechen soll. Eine Marktenge könne angesichts der beträchtlichen Zahl von gehandelten Aktien auch im Hinblick auf andere von der Rechtsprechung entschiedene Fälle nicht angenommen werden. Das Landgericht sei ohne sachlichen Grund von der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs abgewichen. Im Falle einer Abweichung von der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs sei eine Divergenzvorlage nach § 28 FGG geboten.

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes bzw. des daraus abzuleitenden Werts der einzelnen Aktie nach dem Ertragswertverfahren könne nicht auf die CAPM-Methode zurückgegriffen werden, weil diese für die Ermittlung der Risikoprämie bei der Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes ungeeignet sei. Der Kapitalisierungszinssatz für die Abzinsung der künftigen Unternehmenserträge sei zu hoch angesetzt worden. Dies gelte bereits für den Basiszinssatz, der unter Berücksichtigung der zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinsstrukturen nicht mit 6% nach dem Übertragungsbericht oder 5,5% nach dem Landgericht, sondern allenfalls mit 5,1% anzusetzen sei. Außerdem sei die vom Landgericht angenommene Marktrisikoprämie von 5%, die auf der nicht sachgerechten

Studie von Prof. Stehle beruhe, zu hoch; angemessen sei lediglich eine Marktrisikoprämie von maximal 2%, wie das Bayerische Oberste Landesgericht im Beschluss vom 28.10.2005 (NZG 2006, 156) zutreffend entschieden habe. Ein Wachstumsabschlag von nur 1% sei zu niedrig, weil gerade Immobilienunternehmen in hohem Maße die Möglichkeit hätten, inflationäre Tendenzen durch die Weitergabe der Kosten an die Mieter und die Indexierung der Mieten auszugleichen und Abschreibungen zu tätigen. Schließlich sei das Landgericht von den Vorgaben des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) abgewichen und habe bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes die typisierte Ertragssteuer nicht abgezogen.

4.
Die Antragsgegnerin hält hingegen die Entscheidung des Landgerichts im Ergebnis für zutreffend.

Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes habe das Landgericht sogar zu Gunsten der Antragsteller nur einen Basiszinssatz von 5,5% zugrunde gelegt, obwohl für den fraglichen Stichtag nach den Empfehlungen des IDW noch ein Basiszinssatz von 6% anzusetzen gewesen wäre. Der Risikozuschlag sei nach der in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannten CAPM-Methode zu ermitteln. Die Entscheidung des Bayerischen Obersten Landesgerichtes vom 28.10.2005 betreffe einen Altfall aus dem Jahr 1989 und sei deshalb nicht übertragbar. Die vom Landgericht herangezogene Marktrisikoprämie von 5% könne von den Antragstellern ebenfalls nicht beanstandet werden, vielmehr sei sogar eine Marktrisikoprämie von 6% angemessen. Ein höherer Wachstumsabschlag als 1% sei nicht anzusetzen. Soweit das Landgericht die typisierte persönliche Einkommensteuer nicht berücksichtigt habe, sei dies sachgerecht und nicht zu beanstanden, weil die Gerichte nicht an die Empfehlungen des IDW gebunden seien.

Zumindest im konkreten Sachverhalt, aber auch aus grundsätzlichen Erwägungen sei bei der Ermittlung des Börsenkurses nicht auf den Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem Hauptversammlungsbeschluss abzustellen. Das Bundesverfassungsgericht habe insoweit keine verfassungsrechtlichen Vorgaben gemacht. Auch der Bundesgerichtshof habe ausgeführt, dass bei der Ermittlung des Referenzkurses, der eine Entwicklung des Börsenkurses in dem maßgebenden Zeitraum repräsentiert, außerge-

wöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen binnen weniger Tage, die sich nicht verfestigen, unberücksichtigt bleiben müssten. Der exorbitante Anstieg des Börsenkurses innerhalb eines Tages nach der Bekanntgabe des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre habe sich nicht verfestigt und müsse deshalb ausgeblendet bleiben. Generell sei zu beachten, dass die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zu Eingliederungsfällen und Unternehmensverträgen entwickelt worden sei und deshalb nicht auf den Ausschluss von Minderheitsaktionären übertragen werden könne. Schließlich sei zu berücksichtigen, dass der Gesetzgeber in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO in Kenntnis der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs eine Frist von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme als sachgerecht angesehen habe. Eine andere Betrachtungsweise lasse sich auch mit den zeitlichen Abläufen nicht vereinbaren, weil das Unternehmen zur Vorbereitung der Hauptversammlung einen Übertragungsbericht zu erstellen habe, der insbesondere die Angemessenheit der Barabfindung erläutern und begründen müsse. Es sei unmöglich, einen Börsenkurs, der sich erst künftig entwickelt, bereits im Übertragungsbericht darzustellen.

5.

Wegen weiterer Einzelheiten des Vorbringens der Beteiligten im Beschwerdeverfahren wird auf die Schriftsätze der Prozessbevollmächtigten der Beschwerdeführerinnen (Antragstellerin Ziffer 5 vom 13.03.2006, Bl. 411 ff.; Antragstellerin Ziffer 7 vom 13.06.2006, Bl. 457 ff.; Antragstellerin Ziffer 13 vom 22.03.2006, Bl. 416 ff., vom 19.06.2006, Bl. 465 f., vom 19.07.2006, Bl. 497 und vom 09.01.2007, Bl. 513 ff.) sowie die Schriftsätze der Prozessbevollmächtigten der Antragsgegnerin vom 10.07.2006 (Bl. 475 ff.), vom 08.12.2006 (Bl. 503a ff.) und vom 09.01.2007 (Bl. 519 ff.) verwiesen.

II.

Die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre haben einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung (§§ 327 a Abs. 1 Satz 1, 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG), die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung für seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen verschafft; die Entschädigung muss deshalb dem vollen Wert seiner

Beteiligung entsprechen (BVerfGE 14, 263, 284 = NJW 1962, 1667; BVerfG NJW 1999, 3769, 3770 = BVerfGE 100, 289; BGH NJW 2001, 2080, 2081 = BGHZ 147, 109; BGH NJW 2003, 3272, 3273 = BGHZ 156, 57; BayObLG NJW-RR 1996, 1125, 1126; BayObLG NZG 2006, 156; Hüffer, AktG, § 305 Rn. 18; Bilda in Münchener Kommentar AktG § 305 Rn. 59; Koppensteiner in Kölner Kommentar § 305 AktG Rn. 50; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 3).

Der Senat hält im Ergebnis die Rechtsauffassung des Landgerichts für zutreffend, dass als Referenzzeitraum bei der Ermittlung des Börsenkurses, der die Untergrenze für die angemessene Barabfindung nach § 327 b Abs. 1 AktG darstellt, nicht der Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung, sondern ein Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme heranzuziehen ist (dazu nachfolgend 1.). Diese Abweichung von der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs und anderer Oberlandesgerichte (soweit sie sich dem Bundesgerichtshof anschließen) ist entscheidungserheblich, weil sich nach dem Ertragswertverfahren ein Abfindungsbetrag ergibt, der unter dem durchschnittlichen Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung in Höhe von 462,56 € liegt. Je nach steuerlicher Betrachtungsweise ergeben sich nach dem Ertragswertverfahren Abfindungsbeträge von 317,88 € bei einer Vorsteuerbetrachtung, von 440,33 € auf der Basis der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) vorgeschlagenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) in der Fassung vom 28.06.2000 und von 401,59 € bei Anwendung des IDW S 1 in der Fassung vom 18.10.2005 (dazu nachfolgend 2.). Deshalb werden die nach § 12 Abs. 1 SpruchG (Übergangsvorschrift § 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG) form- und fristgerecht eingelegten sofortigen Beschwerden der Antragstellerinnen Ziffer 5, Ziffer 7 und Ziffer 13 nach §§ 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG, 28 Abs. 2 FGG dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorgelegt.

1.

Der Börsenwert ist im Hinblick auf Art. 14 GG als Untergrenze für die Höhe der Barabfindung heranzuziehen (BVerfG NJW 1999, 3769, 3771 f. = BVerfGE 100, 289; BVerfG NZG 2000, 28, 29; BGH NJW 2001, 2080 = BGHZ 147, 108; OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745; OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 7; Emmerich-Habersack, § 305 AktG Rn. 46 ff.); der Börsenkurs ist ein wesentliches Kriterium für eine freiwillige Deinvestitionsentschei-

dung des Aktionärs, der zum Schutze seiner Dispositionsfreiheit jedenfalls nicht weniger erhalten soll als er bei einer Veräußerung am Markt erhalten hätte (BVerfG NJW 1999, 3769, 3771 = BVerfGE 100, 289; BGH NJW 2001, 2080, 2082 = BGHZ 147, 108).

a) Das Bundesverfassungsgericht hat im Beschluss vom 27.04.1999 (BVerfG NJW 1999, 3769, 3772 = BVerfGE 100, 289) festgehalten, es sei nicht notwendig auf den Börsenkurs zum Bewertungsstichtag abzustellen, weil sonst die Möglichkeit bestünde, den Kurs in die Höhe zu treiben. Deshalb könne etwa auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe des Unternehmensvertrags zurückgegriffen werden. In dem Beschluss vom 29.11.2006 (1 BvR 704/03, veröffentlicht in ZIP 2007, 175) hat das Bundesverfassungsgericht bekräftigt, dass es von Verfassungs wegen nicht zu beanstanden sei, entsprechend der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ein Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung heranzuziehen. Ob stattdessen ein anderer Referenzzeitraum, etwa drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme, maßgeblich sein soll, sei von den Fachgerichten auf einfachrechtlicher Ebene zu entscheiden (BVerfG ZIP 2007, 175, 177 f.).

b) Der Bundesgerichtshof hatte im Anschluss an den Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27.04.1999 zu entscheiden; er hat es abgelehnt, auf den Kurs zu einem Stichtag abzustellen und als Referenzzeitraum für einen Durchschnittswert die letzten 3 Monate vor dem Hauptversammlungsbeschluss herangezogen (BGH NJW 2001, 2080, 2082 = BGHZ 147, 108; bestätigt durch BGH NJW 2003, 3272, 3273 = BGHZ 156, 57). Der Bundesgerichtshof hat es ausdrücklich hingenommen, dass sich höhere Börsenpreise ergeben auf Grund der Erwartung der Marktteilnehmer, infolge des Abschlusses des Unternehmensvertrags eine günstige Abfindung erreichen zu können; zum einen beruhe dies auf dem Marktgesetz, dass Angebot und Nachfrage die Preise bestimmen, zum anderen darauf, dass darin die Einschätzung des Marktes über die zu erwartenden unechten und echten Synergieeffekte zum Ausdruck kommt (BGH NJW 2001, 2080, 2083). In den Beschlussgründen des Bundesverfassungsgerichts werde das mit der Aussage berücksichtigt, die Minderheitsaktionäre dürften nicht weniger erhalten als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Zustandekommens des Unternehmensvertrags erlangt hätten. Ein höherer Börsenkurs aufgrund von Abfindungsspekulationen wäre damit hinzuneh-

men, soweit er nicht auf Börsenkursmanipulationen beruhe (BGH NJW 2001, 2080, 2083).

Die Instanzgerichte haben sich dem Bundesgerichtshof überwiegend angeschlossen (OLG Hamburg NZG 2002, 189, 190; OLG Hamburg NZG 2003, 89, 90; OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 590; OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 8; OLG Karlsruhe AG 2005, 2005, 45, 47; OLG München ZIP 2006, 1722, 1723; LG Frankfurt AG 2005, 930, 933 f.; LG Frankfurt AG 2006, 757, 758 f.; LG Frankfurt NZG 2006, 868, 869). Die Gerichte sind in den zu entscheidenden Fällen teilweise zu dem Ergebnis gelangt, dass der nach dem Ertragswertverfahren zu bestimmende Abfindungsbetrag höher ist als der nach der Vorgabe des Bundesgerichtshofs bestimmte Börsenkurs, wobei immer nicht ersichtlich ist, ob ein anderer Referenzzeitraum dazu geführt hätte, dass der sich nach dem Ertragswertverfahren ergebende Betrag überschritten wird (OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 8; LG Frankfurt NZG 2006, 868, 869). Zum Teil haben sich aber die Gerichte auch auf einen den Ertragswert übersteigenden höheren Börsenwert gestützt (OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 590; dezidiert gegen eine Vorverlagerung OLG Hamburg NZG 2003, 89, 90 und OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; so wohl auch OLG Hamburg NZG 2002, 189, 190; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 48).

c) Der Senat hält es indessen nicht für sachgerecht, an einem Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung festzuhalten (relativierend zur Rechtsprechung des BGH bereits Röhricht in Gesellschaftsrecht in der Diskussion, Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung 2001, S. 3, 22 ff. und Diskussionsbeiträge Henze und E. Vetter in Tagungsband RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2003, S. 292 f.). Dies gilt insbesondere abweichend von der Rechtsprechung des OLG München (ZIP 2006, 1722, 1725) für den Fall des Ausschlusses von Minderheitsaktionären. In Übereinstimmung mit der überwiegenden Auffassung im Schrifttum, die der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zum Referenzzeitraum kritisch gegenübersteht (Hüffer, AktG, § 305 Rn. 24 e/f; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 56; Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 47 b/c; Koppensteiner in Kölner Kommentar § 305 AktG Rn. 104; Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 195 f.; Bungert BB 2001, 1163, 1166; Meilicke-Heidel DB 2001, 973, 974; Puszkajler BB 2003, 1692, 1694; E. Vetter DB

2001, 1347, 1349 ff.; aus ökonomischer Sicht Weber ZGR 2004, 280, 284 ff.), ist stattdessen die Frist von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme entsprechend § 5 Abs. 1 der aufgrund der Ermächtigung in § 31 Abs. 1 und Abs. 7 WpÜG vom Bundesministerium der Finanzen erlassenen WpÜG-Angebotsverordnung heranzuziehen (aus der Rechtsprechung KG NZG 2007, 71 = ZIP 2007, 75; OLG Frankfurt AG 2003, 581, 582; ähnlich LG Stuttgart AG 2005, 450, 452: Durchschnitt der letzten 3 Monate vor Beauftragung des Vorgutachters; vgl. auch BVerfG ZIP 2007, 175, 178). Nach § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO hat der Bieter bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten den Aktionären der an einer inländischen Börse zugelassenen Zielgesellschaft eine Gegenleistung anzubieten, die mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs dieser Aktien während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 Satz 1 oder § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG entspricht. Die hierin zum Ausdruck gekommene gesetzgeberische Wertung ist auf die Entschädigung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre zu übertragen. Verfassungsrechtliche Gründe stehen dem nicht entgegen (ausdrücklich BVerfG ZIP 2007, 175, 178; danach „mögen auf der Ebene des einfachen Rechts sogar gute Gründe für die im Schrifttum geäußerte Ansicht sprechen").

aa) Der Börsenkurs in dem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung ist bereits aus technischen Gründen nicht besonders geeignet und kaum praktikabel, weil er zum Zeitpunkt der Erstellung des Übertragungsberichts wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) noch gar nicht feststehen kann (Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 47 b/c; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 56; Koppensteiner in Kölner Kommentar § 305 AktG Rn. 102; Bungert BB 2001, 1163, 1165; E. Vetter DB 2001, 1347, 1350). Es können in dem Zeitraum zwischen dem Übertragungsbericht und der Hauptversammlung in beide Richtungen Entwicklungen stattfinden, die sich entweder in einer Erhöhung der Kurse oder (wie in den Fällen KG NZG 2007, 71 oder BVerfG ZIP 2007, 175) in einem Absinken der Börsenkurse niederschlagen. Auch innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten vor der Hauptversammlung kann es zu deutlichen Ausschlägen kommen, wie hier die Anlagen AG 8 und AG 10 belegen. Nach der Erstellung von Übertragungsbericht und Prüfungsbericht Ende Oktober 2002 und der Bekanntgabe der zu erwartenden Abfindung am 28.10.2002 sind die Kurse nochmals deutlich zurückgegangen.

bb) Hieran knüpft unmittelbar ein inhaltliches Bedenken an, nämlich dass der Börsenkurs durch die Bekanntgabe der Maßnahme als solche und insbesondere durch die Bekanntgabe der zu erwartenden Abfindung nachhaltig beeinflusst wird (dazu insbesondere Weber ZGR 2004, 280, 284 ff.; KG ZIP 2007, 75, 77; Hüffer, AktG, § 305 Rn. 24 e; Großfeld S. 196; Bungert BB 2001, 1163, 1165). Hierbei handelt es sich keineswegs notwendigerweise um außergewöhnliche Tagesausschläge binnen weniger Tage oder gar um Manipulationen (so die Einschränkungen in BGH NJW 2001, 2080, 2082), sondern um auf der Hand liegende Marktmechanismen, die typischerweise nicht mit Synergieeffekten, sondern mit Abfindungserwartungen zusammen hängen.

Solange die Höhe einer zu erwartenden Abfindung nicht bekannt gegeben ist, sind den Erwartungen des Marktes nach oben keine Grenzen gesetzt, was auch hier zu einem deutlichen Kursanstieg geführt hat. Dieser Effekt schlägt insbesondere bei geringem Handelsvolumen, das sich hier nach Bekanntgabe der geplanten Maßnahme mehr als verdoppelt hat (vgl. Anlage AG 8 und AG 10: zwischen Anfang Juni und Anfang September 2002 wurden täglich nicht mehr als 70 Aktien gehandelt, am 13.09.2002 nach Bekanntgabe 190 Aktien), erheblich zu Buche. Dieses Phänomen beruht zumindest zu einem erheblichen Teil darauf, dass gezielt Aktien des entsprechenden Unternehmens nach Bekanntgabe erworben werden, wobei nach den Erfahrungen des Senats nicht nur eine zu erwartende Barabfindung, sondern auch im Vergleichswege erzielte pauschale Abfindungen für Kosten in einem Spruchverfahren (z.B. in Höhe von 5.000,00 € unabhängig von der Zahl der Aktien und unabhängig von einer anwaltlichen Vertretung) eine Rolle spielen. Dies wirkt sich naturgemäß auch auf die Höhe des Kurses aus, der hier entgegen der allgemeinen, sich leicht abschwächenden Entwicklung des DAX ab der Pressemitteilung vom 12.09.2001 sprunghaft auf bis zu 580,00 € angestiegen ist, ohne dass dies durch die wirtschaftlichen Eckdaten des Unternehmens zu erklären ist.

Nach Bekanntgabe des Abfindungsbetrags pendelt sich der Kurs häufig auf einen etwas darüber liegenden Kurs ein. Auch dieser hier ebenfalls zu beobachtende Effekt ist ohne weiteres damit zu erklären, dass der sichere Sockel für einen Abfindungsbetrag im Raum steht, verbundenen mit der Hoffnung auf einen etwas höheren Betrag im Wege eines Spruchverfahrens und die erwartete Kostenerstattung. Da es

sich hierbei um ein den Gesetzmäßigkeiten des Marktes folgendes Geschehen handelt, kann keine Korrektur über den Einwand der Manipulation erfolgen, abgesehen davon, dass ein entsprechender Nachweis in tatsächlicher Hinsicht kaum zu führen ist.

Auch eine sinnvolle Bereinigung der Börsenkurse über das Kriterium der außergewöhnlichen Tagesausschläge ist bereits begrifflich kaum möglich, weil es sich nicht um ein außergewöhnliches, sondern um ein dem Kalkül der Marktteilnehmer folgendes Marktgeschehen handelt (Puszkajler BB 2003, 1692, 1694). Außerdem würde sich die Frage stellen, welcher Zeitraum etwa vor oder nach der Bekanntgabe des Abfindungsbetrags am 28.10.2002 innerhalb der drei Monate vor der Hauptversammlung ausgeblendet werden soll (vgl. Bungert BB 2001, 1163, 1165 f.). Wenn man den gesamten Zeitraum von Mitte September bis zur Pressemitteilung vom 28.10.2002 gänzlich außer Betracht lassen würde, würde sich von 28.10.2002 bis zur Hauptversammlung am 18.12.2002 nach den Berechnungen des Senats ein nach Umsätzen gewichteter Durchschnittskurs von ca. 444,00 € ergeben. Allerdings kann dann kaum noch von außergewöhnlichen Tagesausschlägen die Rede sein, wenn nahezu 6 Wochen von Mitte September bis Ende Oktober 2002 unberücksichtigt bleiben. Jede andere Grenzziehung wäre aber rational letztlich nicht begründbar.

Eine weitere Unsicherheit wird schließlich durch die Problematik einer von der Antragsgegnerin darzulegenden und zu beweisenden Marktenge (vgl. BGH NJW 2001, 2080, 2083; OLG Hamburg NZG 2002, 189, 190; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG München ZIP 2006, 1722, 1723; vgl. auch BVerfG NJW 1999, 3769, 3772) hervorgerufen. Dieses Problem stellt sich beim Ausschluss von Minderheitsaktionären wegen der erforderlichen Kapitalmehrheit von mindestens 95% (§ 327 a Abs. 1 Satz 2 und Abs. 2 AktG) in verstärktem Maße. Auch über das Kriterium der Marktenge wird sich eine sinnvolle und unter praktischen Aspekten einigermaßen handhabbare Korrektur nicht erreichen lassen, weil die Höhe des Handelsvolumens letztlich von Zufälligkeiten abhängt. Das OLG München hat in einem vergleichbaren Fall die Auffassung vertreten, dass bei einem freien Aktienanteil von 0,45% und einer gehandelten Stückzahl von 7,6% des Free-float keine Marktenge bestehe (OLG München ZIP 2006, 1722, 1723 f.; ähnlich LG Frankfurt AG 2006, 757, 758; offen gelassen von OLG Düsseldorf DB 2006, 2391, 2395 für den Sonderfall, dass bei nachfolgendem

Squeeze-Out der Börsenkurs durch fehlerhafte Einschätzung des Markts hinsichtlich der Rechtslage bei vertragsüberdauernden Spruchverfahren entgegen BGH NJW 2006, 3146 geprägt wurde). Da hier bei einem freien Aktienanteil von 0,73% das Handelsvolumen in den drei Monaten vor der Hauptversammlung noch größer war als im Fall des OLG München, lässt sich nach diesem Maßstab keine Marktenge feststellen, so dass es konsequenterweise bei einem Börsenwert von 462,56 € verbleiben müsste, wenn man den aus der Sicht des Senats nicht sachgerechten Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung heranziehen würde.

Dass die genannten Korrekturmechanismen vom Bundesgerichtshof überhaupt in Erwägung gezogen werden mussten, belegt eindrücklich, dass dieser Referenzzeitraum für den Börsenkurs nicht zu sachlich richtigen und im Interesse der Rechtssicherheit vorhersehbaren Ergebnissen führen kann. Auch wenn der Manipulationsnachweis kaum zu führen sein wird, ist eine Anknüpfung an diesen Referenzzeitraum jedenfalls mit der Gefahr verbunden, dass der Versuch unternommen wird, den Börsenkurs zu beeinflussen (ohne dass dies notwendigerweise als rechtswidrig beanstandet werden müsste), sei es durch gezielten Zukauf bei einem geringen Handelsvolumen, sei es dadurch, dass die sich im Ertragswertverfahren ergebenden Spielräume dazu genutzt werden, einen Abfindungsbetrag an der unteren Grenze anzubieten, jeweils verbunden mit Auswirkungen auf den Börsenkurs (Großfeld S. 195 f.; Meilicke-Heidel DB 2001, 973, 974). Letztlich liegt ein Zirkelschluss vor, weil die Abfindung von einem Börsenkurs abhängig gemacht wird, der sich seinerseits nach der Höhe der angebotenen Abfindung entwickelt (Koppensteiner in Kölner Kommentar § 305 AktG Rn. 104; Großfeld S. 196; Meilicke-Heidel DB 2001, 973, 975).

cc) Insgesamt ist aus diesen Gründen der Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme wesentlich besser geeignet, den Börsenwert realistisch abzubilden. Dieser Zeitraum entspricht einerseits der gesetzgeberischen Wertung nach § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung, andererseits weist er noch ein hinreichende Nähe zum Bewertungsstichtag auf. In diesem Zusammenhang folgt der Senat der Auffassung, dass, wie auch in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO vorgesehen, nicht ein ungewichteter Kurs (so OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 591; zur Berechnung OLG Hamburg NZG 2002, 189, 190: aufaddierte Werte an 7 Tagen, dividiert durch 7), sondern ein nach Umsätzen gewichteter Durchschnittskurs (OLG Frankfurt

AG 2003, 581, 582; OLG München ZIP 2006, 1722, 1724; Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 47 d; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 55 f.; E. Vetter DB 2001, 1347, 1351) heranzuziehen ist, um Verzerrungen zu vermeiden (vgl. OLG München ZIP 2006, 1722, 1724). Ein ungewichteter Durchschnittskurs ist (entgegen OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 591) verfassungsrechtlich nicht geboten; die These, dass sich außergewöhnliche Tagesumsätze bei einer Umsatzgewichtung stärker auf den Durchschnittskurs auswirken (OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 591), steht dem nicht entgegen, weil die gewichteten Umsätze das Marktgeschehen besser wiedergeben und weil ansonsten ein vereinzelter Spitzenwert bei ganz geringem Umsatz rechnerisch eine sachlich nicht gerechtfertigte Bedeutung bekommen würde.

2.

Das Ertragswertverfahren, das als eine mögliche Methode für die Unternehmensbewertung anerkannt ist (BGH NJW 2003, 3272, 3273 = BGHZ 156, 57; OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 8 f.; OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745; BayObLGZ 2002, 400, 403 f.; BayObLG NZG 2006, 156; BayObLG NJW-RR 1996, 1125, 1126; OLG Celle NZG 1998, 987; weit. Nachw. bei Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 54; Hüffer, AktG, § 305 Rn. 19; Großfeld S. 152; zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit BVerfG NJW 1999, 3769, 3771 = BVerfGE 100, 289), führt entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer nicht zu einer Barabfindung, die über dem durchschnittlichen Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor dem Hauptversammlungsbeschluss liegt. Der Senat hält, wie in der mündlichen Verhandlung vom 13.12.2006 anhand einer den Parteivertretern übergebenen Excel-Berechnung ausführlich dargelegt, einen Abfindungsbetrag von höchstens 440,33 € für angemessen. Je nachdem, welche Parameter bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes eingestellt werden (insbesondere im Hinblick auf die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner, dazu nachfolgend d), können sich sogar noch geringere Beträge ergeben.

Nach der Ertragswertmethode werden die zukünftigen Erträge geschätzt und auf den nach § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Stichtag mit dem Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Die Beschwerdeführer erheben im Beschwerdeverfahren keine Einwendungen mehr gegen die vom Landgericht nach Einholung des Gutachtens des Sachver-

ständigen zu Recht für plausibel erachteten Ertragsplanungen für das Ertragswertverfahren. Die Beschwerdeführer beschränken sich darauf, die allgemeinen Parameter für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes, mit dem im Rahmen des Ertragswertverfahrens die künftigen Erträge abgezinst werden, in Frage zu stellen, nämlich die Höhe des Basiszinssatzes (dazu a), die Höhe des Risikozuschlags, insbesondere der Marktrisikoprämie (dazu b), die Höhe des Wachstumsabschlags (dazu c) und die Berücksichtigung persönlicher Steuern (dazu d). Die Antragsgegnerin hat in dem Übertragungsbericht (S. 17; ebenso S. 7/8 des Berichts der sachverständigen Prüfer) einen Kapitalisierungszinssatz von 4,60% für die Phase I und von 3,60% für die Phase II (allgemein zur Phasenmethode BGH NJW 2003, 3272, 3273; BayObLG NZG 2006, 156, 158; OLG Düsseldorf AG 2006, 287, 289; Großfeld S. 93 f.; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 25) zugrunde gelegt nach folgender Berechnungsweise:

Kapitalisierungszinssatz		
	Phase I	Phase II
Basiszinssatz	6,00	6,00
Risikozuschlag (Marktrisikoprämie 6,0%) x Betafaktor 0,18	1,08	1,08
Kapitalisierungszinssatz vor persönlicher Einkommensteuer	7,08	7,08
abzüglich typisierte persönliche Ertragsteuer 35%	2,48	2,48
Kapitalisierungszinssatz nach persönl. Einkommensteuer	4,60	4,60
Inflations-/Wachstumsabschlag	0,00	1,00
Kapitalisierungszinssatz	4,60	3,60

Die bisher veröffentlichten gerichtlichen Entscheidungen zur Höhe des Kapitalisierungszinssatzes sind sehr heterogen, insbesondere beruhen sie teilweise auf unterschiedlichen methodischen Vorgehensweisen und beziehen sich auf unterschiedliche Stichtage (vgl. z.B. BGH NJW 2003, 3272: 9,5% für Juni 1992; OLG Stuttgart OLGR 2004, 6: 7,8% für Dezember 2000; OLG Stuttgart NZG 2000, 744: 8% für Juni 1990; BayObLG NZG 2006, 156: 7% bzw. 7,7% für März 1989; BayObLG AG 2002, 390: 7% für Mai 1989; BayObLG NJW-RR 1995, 1125: 5,5% für März 1982; BayObLG WM 1996, 526: 5,5 % für März 1982; OLG Celle NZG 1998, 987; 8,5% für März 1989; OLD Düsseldorf AG 2006, 287: 7,5% für August 2000; OLG Düsseldorf NZG 2003, 588; 9,5% für März 1992; OLG Düsseldorf NZG 2000, 1079: 8% für Mai 1995; OLG Karlsruhe AG 2005, 46: 9% für März 1990; im Ergebnis OLG München Beschluss vom 11.07.2006 im Verfahren

31 Wx 41/05, juris Rn. 12, insoweit nicht in ZIP 2006, 1722 abgedruckt: 6,5% für Juni 2002; weit. Nachw. bei Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 69 und Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2004, S. 105-107); sie können deshalb nur bedingt und allenfalls als grobe Anhaltspunkte herangezogen werden.

Aufgrund einer Schätzung im Rahmen von § 287 Abs. 2 ZPO ist auf der Basis der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) vorgeschlagenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) in der Fassung vom 28.06.2000 maximal von einem Kapitalisierungszinssatz für die Phase I von 4,26% und für die Phase II von 3,26% auszugehen, der sich wie folgt zusammensetzt:

Kapitalisierungszinssatz		
	Phase I	Phase II
Basiszinssatz	5,75	5,75
Risikozuschlag (Marktrisikoprämie 4,5%) x Betafaktor 0,18	0,81	0,81
Kapitalisierungszinssatz vor persönlicher Einkommensteuer	6,56	6,56
abzüglich typisierte persönliche Ertragsteuer 35%	2,30	2,30
Kapitalisierungszinssatz nach persönl. Einkommensteuer	4,26	4,26
Inflations-/Wachstumsabschlag	0,00	1,00
Kapitalisierungszinssatz	4,26	3,26

a) Nach der Rechtsprechung des Senats (Beschluss vom 26.10.2006 im Verfahren 20 W 14/05, veröffentlicht in NZG 2007, 112, 115 und in juris, insbes. Rz. 37 ff.) ist für den hier maßgeblichen Zeitpunkt im 2. Halbjahr 2002 von einem Basiszinssatz von 5,75% und nicht von dem im Übertragungsbericht (S. 14) und im Bericht der sachverständigen Prüfer (S. 7) mit 6% veranschlagten Basiszinssatz auszugehen. Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere aus landesüblichen Zinssätzen für (quasi-)risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (BGH NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747; OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 10; Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 67; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 19).

Wie der Senat in dem Beschluss vom 26.10.2006 im Verfahren 20 W 14/05 (NZ G 2007, 112, 115 f.) ausführlich dargelegt hat, sind trotz des in § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG verankerten Stichtagsprinzips bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (BGH NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 9; BayObLG NJW-RR 1996, 1125, 1126; Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 44 und 56; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 11) spätere Entwicklungen zu berücksichtigen, die zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: BayObLG AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle NZG 1998, 987, 988; Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 56 a und Rn. 57 f.; Hüffer, AktG, § 305 Rn. 23; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 11; Großfeld S. 59 f.). Zu ermitteln ist der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (Großfeld S. 119). Da das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) auf der Basis der vorgeschlagenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) in der Fassung vom 28.06.2000 ab 01.01.2003 wegen des gesunkenen Zinsniveaus einen Basiszinssatz von 5,5% empfohlen hatte (IDW Fachnachrichten 2003, 26), ist aus der Sicht des Senats im Rahmen der Schätzung nach § 287 ZPO für den hier maßgeblichen Zeitpunkt im Dezember 2002 ein Basiszinssatz von 5,75% anzusetzen. Eine weitere Herabsetzung des Basiszinssatzes auf 5,5% oder gar auf 5,0%, wie vom Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW ab 01.01.2005 vorgeschlagen (IDW Fachnachrichten 2005, 70 f.), ist hingegen bereits wegen des größeren zeitlichen Abstands zu dem Bewertungsstichtag nicht veranlasst. Hierbei ist einerseits zu berücksichtigen, dass der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung Vorberatungen vorausgegangen sind, die auf Erkenntnissen beruhen, die bereits in der zweiten Jahreshälfte 2002 im Raum standen. Andererseits kann aber auch nicht der Zeitpunkt für die Anwendung der Empfehlung pauschal nach vorne verlagert werden, weil es sich nicht um eine zeitlich genau zu fixierende Absenkung des Basiszinnsatzes um 0,5%, sondern um eine über einen längeren Zeitraum verlaufende Entwicklung handelt.

b) Für die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes ist der Basiszinssatz hier um einen Risikozuschlag von 0,81% zu erhöhen (vgl. auch Beschluss des Senats vom 26.10.2006 im Verfahren 20 W 14/05, NZG 2007, 112, 117 und juris Rz. 46 ff.). Dadurch wird berücksichtigt, dass sich der Basiszins auf für sicher gehaltene festver-

zinsliche Anleihen ohne Liquidationsrisiko bezieht, der Markt aber demgegenüber für die Investition in in ihrer Wertentwicklung unsichere, volatile Unternehmensbeteiligungen einen Zusatznutzen (Prämie, Zuschlag) erwartet, der dieses Risiko ausgleicht. Der Risikozuschlag beruht auf dem Gedanken der Risikoaversion der Marktteilnehmer, die sich das Unternehmerrisiko durch entsprechend höhere Renditechancen über dem Basiszinssatz für risikofreie öffentliche Anleihen abgelten lassen (BGH NJW 1982, 575, 576; BayObLG NJW-RR 1996, 1125, 1129; Großfeld S. 122 ff.; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 20 f.).

In der Rechtsprechung sind Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden (von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 mit Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf AG 2006, 287 Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wegen Beta-Faktor 0,3 aber Risikozuschlag von lediglich 1,5%; nach BayObLG NZG 2006, 156, 159 sind Risikozuschläge von über 2% besonders begründungsbedürftig; ähnlich im Ergebnis OLG München, Beschluss vom 11.07.2006 im Verfahren 31 Wx 41/05 mit Risikozuschlag wie in Vorinstanz von 1,5%, insoweit nicht in ZIP 2006, 1772 abgedruckt; OLG München, Beschluss vom 30.11.2006 im Verfahren 31 Wx 59/06, juris Rz. 34, mit Risikozuschlag von 2,5%), teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 und OLG Stuttgart OLGR 2004, 6, 10 eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (nach OLG Celle NZG 1998, 987, 988 Risikozuschlag von 2,4% nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 68; zur Rechtsprechung Großfeld S. 129 f.).

Nicht zu beanstanden ist nach der Rechtsprechung des Senats, dass der Risikoaversion der Marktteilnehmer nicht mehr durch einen pauschalen Risikoabschlag auf die nach der Unternehmensplanung angenommenen Ergebnisse oder umgekehrt durch einen pauschalen Risikozuschlag auf den Kalkulationszinsfuß Rechnung getragen wird, sondern nach dem Standard IDW S1 Risikoprämien nach kapitalmarktorientierten Modellen (CAPM - Capital Asset Pricing Model - oder Tax-CAPM) dadurch abgeleitet werden, dass die durchschnittliche Risikoprämie (die anhand empi-

rischer Daten aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird) mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert wird, der sich aus der Volatilität der Aktie ergibt (Großfeld S. 136 f.). Nach derzeitigem Erkenntnisstand lässt sich, wie der Senat im Beschluss vom 26.10.2006 im Verfahren 20 W 14/05 dargelegt hat (NZG 2007, 112, 117 und juris Rz. 49 ff.), eine über 4,5% hinausgehende Marktrisikoprämie nicht belegen. Der Beta-Faktor von 0,18 ist in dem Übertragungsbericht der Antragsgegnerin (S. 15) unter Hinweis auf den Immobilienindex DIMAX und den Betafaktor von 0,25 für Immobilienaktiengesellschaften (der hier um 0,07 Punkte verringert wurde) und in dem Bericht der sachverständigen Prüfer (S. 7) nachvollziehbar begründet. Eine weitere Herabsetzung des hieraus errechneten Risikozuschlags von 0,81% ist angesichts des geringen Abstands zu risikofreien öffentlichen Anleihen nicht begründbar.

c) Das Landgericht hat für die Phase II ab dem Jahr 2007 zu Recht einen Wachstumsabschlag von 1% für angemessen erachtet. Der Wachstumsabschlag (vgl. dazu BGH NJW 2003, 3272, 3273; BayObLG NZG 2006, 156, 159; Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 67 a/b; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 23; Großfeld S. 143 f. und S. 149 f.; offen gelassen in OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747) hat die Funktion, in dieser Phase die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung im Ausgangspunkt unverändert aus dem letzten Planjahr abgeleitet werden. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen besser aufgefangen werden kann als bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren (OLG Stuttgart NZG 2007 112, 118; OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 23). Eine Vergleichsrechnung zwischen festverzinslicher Geldanlage und Investition in einem Unternehmen muss diese unterschiedliche Ausgangslage bei der Kapitalisierung berücksichtigen. Der Wachstumsabschlag bezweckt aber nicht einen unbedingten Inflationsausgleich in voller Höhe; maßgebend sind vielmehr neben dem Umfang, in dem zu erwartende Preissteigerungen der Einsatzfaktoren an Kunden weitergegeben werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 118 mit Nachw.), auch sonstige prognostizierte Mengen- und Strukturänderungen entsprechend dem jeweiligen Wachstumspotential (vgl. OLG München, Beschluss vom 30.11.2006, 31 Wx 59/06, juris Rz. 35; Großfeld S. 143 f. im Unterschied zum Inflationsabschlag S. 146 ff.; Maul in Festschrift für Dru-

karczyk, 2003, S. 281). Die Ausführungen im Übertragungsbericht (S. 16) und im Bericht der sachverständigen Prüfer (S. 8) zu einem Wachstumsabschlag von 1% sind angesichts der langfristigen vertraglichen Bindungen der Antragsgegnerin zum Konzern und der im Jahr 2002 geringen Inflationsrate nicht zu beanstanden (vgl. auch BGH NJW 2003, 3272, 3273: dort Wachstumsabschlag von 1% nicht in Zweifel gezogen; ebenso im Ergebnis OLG München, Beschluss vom 11.07.2006 im Verfahren 31 Wx 41/05, juris Rz. 12, insoweit nicht in ZIP 2006, 1722 abgedruckt; OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

d) Der Senat muss nicht abschließend darüber entscheiden, ob und ggf. in welcher Weise beim Kapitalisierungszinssatz ein pauschaler Abschlag für von den Anteilseignern persönlich zu entrichtende Einkommensteuer in Höhe von 35% vorzunehmen ist. Unabhängig von den Entwicklungen zu diesem Themenkomplex in den letzten Jahren ergeben sich bei Anwendung der vom Senat für zutreffend erkannten übrigen Parameter (s. oben a) bis c) nach den verschiedenen in Frage kommenden Modellen Abfindungsbeträge, die in jedem Fall unterhalb eines durchschnittlichen Börsenkurses in dem Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung und teilweise auch unterhalb des durchschnittlichen Börsenkurses in dem vom Senat für richtig gehaltenen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme liegen.

aa) Das Landgericht hat in dem angefochtenen Beschluss die persönliche Einkommensteuer der Anteilseigner gänzlich außer Betracht gelassen. Einerseits wurden damit bei den Jahresergebnissen nur die auf Unternehmensebene anfallenden Steuern (Gewerbesteuer und Körperschaftssteuer), nicht aber die auf die Anteilseigner entfallende persönliche Einkommensteuer abgesetzt, was sich zunächst zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt. Andererseits hat das Landgericht aber auch beim Kapitalisierungszinssatz, mit dem die künftigen Erträge abzuzinsen sind, keinen Abschlag vorgenommen; der damit höhere Kapitalisierungszinssatz wirkt sich zu Lasten der Minderheitsaktionäre aus und zwar rechnerisch wegen der „Hebelwirkung" des Kapitalisierungszinssatzes (vgl. Großfeld S. 115 f.) erheblicher zu ihren Lasten als andererseits eine Berücksichtigung der Ertragszahlen vor Steuern zu ihren Gunsten durchschlägt. Auf diese Weise ist das Landgericht entsprechend der Anlage AG 6

bei einem Kapitalisierungszinssatz von 6,58% für Phase I und von 5,58% für Phase II zu einem Wert von 326,90 € gelangt. Bei im Übrigen unveränderten Parametern würde sich bei einem Basiszinssatz von 5,75% und einer Marktrisikoprämie von 4,5% (entspricht bei einem Beta-Faktor von 0,18 einem Risikozuschlag von 0,81%), die der Senat nach den obigen Ausführungen für zutreffend hält, nach der Vorgehensweise des Landgerichts ohne Berücksichtigung von persönlichen Einkommensteuern ein noch geringerer Betrag von 317,88 € ergeben.

Gegen eine Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern, die auch früher nach der Stellungnahme des Hauptfachausschusses des IDW HFA 2/1983 (WPg 1983, 468, 477 f.) in der Regel unüblich war und nur bei der Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte einkalkuliert wurden, wurden bis in jüngere Zeit Bedenken erhoben (Barthels DStR 2007, 83, 86 mit weit. Nachw.; Emmerich-Habersack, § 305 AktG, Rn. 64a; vor der Umstellung durch IDW S 1 vom 28.06.2000 Seetzen WM 1999, 565; Rosenbaum DB 1999, 1613; Hennrichs ZHR 2000, 453). Für eine Nachsteuerbetrachtung spricht zunächst die Überlegung, dass eine Abfindung dem Anleger ermöglichen soll, aus der Alternativanlage ebenso viel zu erwirtschaften wie aus seinen bisherigen Aktien; wächst die Nachsteuer-Rendite der Alternativanlage, so benötigt er weniger Geld, um dieses Ziel zu erreichen, umgekehrt vergrößert die Besteuerung damit den Unternehmensbarwert, denn der Anleger muss mehr anlegen, damit er die nach Steuern erwartete Rendite erhält (vgl. z.B. Reuter DB 2006, 1689, 1693; Reuter AG 2007, 1, 4, 6). Denn für den entsprechend kalkulierenden Anleger sind nicht die künftigen Bruttoerträge des Unternehmens, sondern nur die Überschüsse nach Steuern von Relevanz. Ebenso muss er bei der Frage nach der Alternativanlage selbstverständlich auf das abstellen, was er ohne den letztlich abzuführenden Steueranteil behalten darf.

Gegen eine Nachsteuerbetrachtung werden insbesondere ins Feld geführt die zunehmende Komplexität für die Bewertung (Seetzen WM 1999, 565, 574; Barthels DStR 2007, 83; Hennrichs ZHR 2000, 453, 476), die Objektbezogenheit der Bewertung nach den Verhältnissen der Gesellschaft (§§ 327 b Abs. 1 Satz 1, 305 Abs. 3 Satz 2 AktG) und nicht der Anteilseigner (Hennrichs ZHR 2000, 453, 470 ff.) sowie der Umstand, dass die steuerrechtliche Betrachtung im internationalen Vergleich einen deutschen Sonderweg bei der Unternehmensbewertung darstelle, der bei inter-

nationalen Bewertungsfällen zu Schwierigkeiten führen könnte (vgl. zu diesem Aspekt Großfeld/Stöver/Tönnes, BB-Special 7/2005, 1, 10; Reuter AG 2007, 1, 8 ff.; Jonas/Löffler/Wiese WPg 2004, 898, 899; Großfeld S. 103).

Vor diesem Hintergrund könnte gegen die Annahme eines aus Gründen der Einheitlichkeit der Abfindung für alle Aktionäre notwendigerweise typisierten Steuersatzes von 35% (bzw. nach dem Halbeinkünfteverfahren von 17,5%) zudem eingewandt werden, dass eine Mittelwertbetrachtung aufgrund eines hinsichtlich der empirischen Grundlagen durchaus nicht unstreitigen Durchschnittssteuersatzes (Peemöller BB 2005, 90; Großfeld S. 103) nicht berücksichtigt, dass die einzelnen Anteilseigner je nach Einkommensverhältnissen, aber insbesondere nach Rechtsform und nationalem Steuerstatut ganz unterschiedliche Steuersätze haben können (Großfeld/Stöver/Tönnes, BB-Special 7/2005, 1, 10). Durch einen typisierten Steuersatz von 35% werden insbesondere in der Unternehmenswirklichkeit häufig anzutreffende institutionelle und ausländische Anleger oft auch nicht annähernd zutreffend erfasst. Hinzu kommt, dass gerade das deutsche Steuerrecht u.a. wegen seiner sozialen, wirtschaftlichen und globalen Relevanz einem hohen Reformdruck unterliegt. Auch aus der Sicht eines bestimmten Stichtags sind deshalb Annahmen, die auf eine Perpetuierung der derzeit geltenden Regeln hinauslaufen, nicht gerade zwingend (vgl. Großfeld S. 104).

Die für und gegen die Auffassung des Landgerichts sprechenden Gesichtspunkte brauchen nicht abschließend erörtert zu werden, weil die sich hieraus ergebenden Abfindungsbeträge (326,90 € bzw. 317,88 €) sowohl den durchschnittlichen Börsenkurs in den letzten drei Monaten vor der Hauptversammlung (462,56 €) als auch den durchschnittlichen Börsenkurs in den letzten drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme (412,82 €) als auch den angebotenen Abfindungsbetrag (415,00 €) deutlich unterschreiten.

bb) Der Übertragungsbericht (S. 15/16) und der Bericht der sachverständigen Prüfer (S. 7) haben, wie in der Bewertungspraxis seit 2000 weithin üblich, den von IDW S 1 in der Fassung vom 28.06.2000 (IDW S 1 a.F.) vorgeschlagenen pauschalen Abschlag von 35% für die Berücksichtigung eines typisierten persönlichen Steuersatzes vorgenommen (OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; OLG München OLGR 2007,

45, 46; OLG München, Beschluss vom 30.11.2006 im Verfahren 31 Wx 59/06, juris Rz. 36; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 24 f.; Großfeld S. 102 ff. und S. 142; Ballwieser DB 1997, 2393; Faß/Hülsmeier DStR 1998, 187; Siepe WPg 1998, 325). Dies wirkt sich auf zwei Ebenen, nämlich bei den Jahresergebnissen und bei der Höhe des Kapitalisierungszinssatzes, mit unterschiedlichen Steuersätzen aus (IDW S 1 a.F. Tz. 51 und 99).

Bei den Jahresergebnissen wurden die Ausschüttungen mit einem typisierten Einkommensteuersatz von 17,5% belegt (vgl. dazu Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 15 f.; IDW S 1 a.F. Tz. 51). Dies beruht auf der Änderung der steuerlichen Grundlagen. Bis einschließlich 2000 galt die Vollanrechnung der Körperschaftssteuer auf den ausgeschütteten Gewinn auf Einkommensteuerebene, kombiniert mit einem ermäßigten Ausschüttungssteuersatz (von 30% statt 40%, vgl. § 27 Abs. 1 KStG a.F.) auf Körperschaftsebene (Hey in Tipke/Lang, Steuerrecht, 18. Aufl. 2005, § 11 Rn. 7 mit kurzer Zusammenfassung). Ausgeschüttete Gewinne wurden damit im Ergebnis nur mit dem für den Anteilseigner geltenden individuellen Steuersatz belastet. Seit 2001 (vgl. § 34 KStG n.F.) gilt das Halbeinkünfteverfahren (allgemeiner Überblick bei Hey in Tipke/Lang § 11 Rn. 10 ff.), wonach der Gewinn von Körperschaften einheitlich mit 25% (§ 23 KStG) belastet wird; die Vorbelastung auf Unternehmensebene wird für Ausschüttungen im Einkommensteuerrecht pauschal berücksichtigt, indem der Anteilseigner seine Gewinnanteile nur zur Hälfte als Einnahmen aus Kapitalvermögen anzusetzen hat (§ 3 Nr. 40 EStG).

Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes und damit bei der Abzinsung geht es nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 24 f.). Deshalb wurde bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes der volle Steuersatz von 35% zugunsten der Antragsteller in Abzug gebracht. Durch diese Nachsteuerbetrachtung ist der Kapitalisierungszinssatz geringer und der Unternehmenswert entsprechend höher geworden (vgl. OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 24 f.; Großfeld S. 102 ff. und S. 142; IDW S 1 a.F. Tz. 99).

Bei Anwendung dieser Methode der Nachsteuerbetrachtung nach IDW S 1 a.F. hat die Antragsgegnerin im Übertragungsbericht einen Anteilswert von 399,78 € errechnet, der sowohl unter dem durchschnittlichen Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe (412,82 €) als auch im Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung (462,56 €) liegt. Die Frage des richtigen Referenzzeitraums spielt aber auch dann eine Rolle, wenn bei im Übrigen unveränderten Parametern nach IDW S 1 a.F. entsprechend der Auffassung des Senats ein Basiszinssatz von 5,75% und eine Marktrisikoprämie von 4,5% (entspricht bei einem Beta-Faktor von 0,18 einem Risikozuschlag von 0,81%) zugrunde gelegt werden; in diesem Fall ergibt sich, wie in der mündlichen Verhandlung vom 13.12.2006 dargelegt wurde, ein Abfindungsbetrag von 440,33 €. Da der durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung höher war, ist in dieser Konstellation die in der Divergenzvorlage aufgeworfene Fragestellung relevant, weil es ansonsten nach dem vom Senat für zutreffend gehaltenen Referenzzeitraum bei dem höheren Ertragswert von 440,33 € bleiben würde.

cc) Gleiches gilt im Ergebnis bei einer Anwendung von IDW S 1 in der Fassung vom 18.10.2005 (IDW S 1 n.F.), denn dann würde sich für die Antragsteller keine höhere Abfindung ergeben als der durchschnittliche Börsenkurs, für dessen Höhe dann wiederum die Frage des Referenzzeitraums relevant ist.

Die persönlichen Ertragsteuern werden nach IDW S 1 n.F. durch den Tax-CAPM erfasst, der eine realitätsnähere Abbildung der Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen ermöglichen soll (Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 31; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2004, 889; Jonas/Löffler/Wiese WPg 2004, 898; Stehle WPg 2004, 906 ff.; IDW S 1 n.F. Tz. 129) mit der Folge, dass nur der Basiszinssatz als solcher mit einem Abzug von 35% (typisierter Ertragsteuersatz) belegt wird, während die Risikoprämie nach Ertragsteuern (also ohne gesonderten Abzug des typisierten Ertragsteuersatzes) hinzuaddiert wird (Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 32; IDW S 1 n.F. Tz. 130, 132), was letztlich zu höheren Abzinsungen und niedrigeren Unternehmenswerten führt (Riegger in Kölner Kommentar Anh. § 11 SpruchG Rn. 35 f.). Der entscheidende Unterschied zum IDW S 1 a.F. besteht auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes darin, dass der IDW S 1 a.F. eine der vollen Besteuerung unterliegende Wie-

deranlage in quasi risikolose Anleihen annimmt und deshalb die mit 35% pauschalierten Ertragsteuern von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag abzieht (IDW S 1 a.F. Tz. 99). Dass der volle Steuersatz von 35% nach IDW S 1 n.F. nur vom Basiszinssatz, nicht aber vom Risikozuschlag abgezogen wird, beruht auf der an sich eher realistischen Grundannahme, dass die Alternativanlage nicht in risikolosen Wertpapieren, sondern wieder in Aktien erfolgen würde (Jonas/Löffler/Wiese WPg 2004, 898, 900); hierbei ist dann auch der unterschiedlichen Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen, die im Rahmen von § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG gar nicht zu versteuern sind, als Bestandteilen von Aktienrenditen Rechnung zu tragen (IDW S 1 n.F. Tz. 101).

Offen bleiben kann zunächst die Frage, ob aus rechtlichen Gründen überhaupt eine Anwendung von IDW S 1 n.F. möglich wäre. Wie der Senat in dem Beschluss vom 26.10.2006 (NZG 2007, 112, 116) ausgeführt hat, ist zwar bislang nicht höchstrichterlich geklärt, ob im Laufe eines sich häufig über mehrere Jahre erstreckenden Spruchverfahrens ständig neue wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse, neue Bewertungsmethoden oder neue Theorien berücksichtigt werden müssen oder dürfen (Großfeld NZG 2004, 74, 75 interpretiert die Entscheidung BGH NJW 2003, 3272 = BGHZ 156, 57 dahingehend, dass es bei der alten Methode bleibt; Wasmann/Gayk BB 2005, 955, 957 verweisen hingegen auf BGH NJW 2001, 2080 = BGHZ 147, 108, wo der Stichtag vor Verabschiedung des IDW S 1 vom 28.06.2000 lag; in der Präambel der Neufassung des IDW S 1 vom 18.10.2005 und des Entwurfs vom 09.12.2004 wird vorbehaltlich der körperschaftssteuerrechtlichen Änderungen von der rückwirkenden Anwendbarkeit in laufenden Verfahren ausgegangen; kritisch zur Empfehlung des HFA Großfeld/Stöver/Tönnes BB-Spezial 7/2005, 2; ablehnend zu wechselnden Bewertungsmethoden in einem laufenden Spruchverfahren BayObLG NZG 2006, 156, 157 und OLG München, Beschluss vom 30.11.2006 im Verfahren 31 Wx 59/06, juris Rz. 25). Ein u.U. mehrfacher Methodenwechsel könnte in der Tat zu einer aus rechtsstaatlichen Gründen nicht hinnehmbaren Verfahrensverzögerung führen (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157). Unbeschadet der Frage der Anwendbarkeit von Art. 170 EGBGB (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157) auf in die in dem IDW-Standard genannten Bewertungskriterien, die keine Rechtsnormen darstellen, sondern nur die Expertenauffassung aus dem Kreis der Wirtschaftsprüfer wiedergeben, sind gerade angesichts des Stichtagsprinzips verbesserte Schätzmethoden und

Erkenntnismöglichkeiten zu einzelnen Parametern, die zum Stichtag bereits angelegt waren, zu berücksichtigen. Deshalb sind die Gerichte weder gehalten noch daran gehindert, im Laufe eines Spruchverfahrens geänderte Bewertungsgrundsätze des Instituts der Wirtschaftsprüfer zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) als neuere Erkenntnisquellen für künftige Entwicklungen aus der Sicht des Bewertungsstichtags ergänzend heranzuziehen.

Ob das in IDW S 1 vorgeschlagene Verfahren unter steuerlichen Gesichtspunkten gegenüber dem in dem Übertragungsbericht und dem Prüfungsbericht angewandten Standard-CAPM sachgerechter oder gar überlegen ist, ist bislang noch nicht abschließend diskutiert (vgl. ausführlich OLG München, Beschluss vom 30.11.2006 im Verfahren 31 Wx 59/06, juris Rz. 26 ff.; Großfeld/Stöver/Tönnes BB-Spezial 7/2005, 2, 10 ff.; Hommel/Dehmel/Pauly BB-Spezial 7/2005 13 ff.; Reuter AG 2007, 1, 5). Bereits in IDW S 1 a.F. war das Halbeinkünfteverfahren berücksichtigt worden (Tz. 51 und Tz. 99), das sich zum Zeitpunkt der Verabschiedung durch den IDW (28.06.2000) im Gesetzgebungsverfahren befand und den Finanzausschuss des Bundestags passiert hatte (vgl. Tipke/Lang § 8 Rn. 71). IDW S 1 n.F. hat nicht nur Neuerungen beim Abzug der Ertragsteuer beim Kapitalisierungszinssatz eingeführt, sondern auch an anderer Stelle die Methodik grundlegend verändert, insbesondere durch die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese. Die Aufspaltung in Dividenden- und Kursgewinne bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinses beruhten u.a. auf bestimmten Annahmen über das Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2004, 889, 894 f.). Deshalb kann die Neufassung des IDW S 1 nicht isoliert bei einzelnen, für die jeweilige Seite günstigen Bemessungsparametern herangezogen werden, vielmehr müssten konsequenterweise auch die übrigen Faktoren aus der Neufassung zugrunde gelegt werden; ansonsten wäre die innere Schlüssigkeit der beiden Methoden in Frage gestellt.

Die skizzierten Problemstellungen bei einer Anwendung von IDW S 1 n.F. muss der Senat im vorliegenden Zusammenhang nicht abschließend entscheiden. Nach den Berechnungen des Senats würde eine Anwendung der Nachsteuerbetrachtung entsprechend IDW S 1 n.F. (Tz. 101) bei einem Basiszinssatz von 5,75% und einer Marktrisikoprämie von 4,5% und einem Beta-Faktor von 0,18 zu einem Kapitalisie-

rungszinssatz von 4,59% für die Phase I und von 3,59% für die Phase II führen nach folgender Berechnung:

Kapitalisierungszinssatz	**vor Steuern**	**nach Steuern**	**Steuersatz**
Basiszinssatz	5,75	**3,74**	35,00%
Risikoprämie			
Markt-/Portfoliorendite	10,25	8,46	17,50%
abzgl. Basiszins = Marktrisikoprämie	4,50	4,72	
x Betafakt. 0,18 = **individ. Risikoprämie**	0,81	**0,85**	
Kapitalisierungszins			**Phasen**
(Basiszinssatz + indivuelle Risikoprämie)	6,56	**4,59**	Phase I
abzgl.Inflations-/Wachstumsabschlag 1%		**3,59**	Phase II

Hieraus ergäbe sich, wenn bei den Jahresüberschüssen nach dem Halbeinkünfteverfahren eine typisierte Ertragssteuerbelastung von 17,5% abgezogen wird, ein Ertragswert pro Anteil von 401,59 € (die Antragsgegnerin hat in der Anlage AG 12 bei einem etwas anders ermittelten Kapitalisierungszinssatz von 4,548% für Phase I und 3,548% für Phase II einen Ertragswert von 405,78 € errechnet). Damit wäre in jedem Fall der Börsenkurs als Untergrenze unterschritten.

Zusammenfassend ist damit festzuhalten, dass sich nach dem Ertragswertverfahren unabhängig von der Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuerbelastung der Anteilseigner Abfindungsbeträge ergeben, die unterhalb des durchschnittlichen Börsenwertes von 462,56 € in dem Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem Hauptversammlungsbeschluss liegen. Da der Senat insoweit von der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs und eines Teils der Oberlandesgerichts abweichen möchte und diese Abweichung für den konkreten Fall entscheidungserheblich ist, sind die sofortigen Beschwerden der Antragstellerinnen Ziffer 5, Ziffer 7 und Ziffer 13 nach §§ 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG, 28 Abs. 2 FGG dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorzulegen.