

3-5 O 102/05



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der
Höchst AG

an dem hier beteiligt sind:

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
die Handelsrichterin und den Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 24.1.2012
am 27.1.2012 beschlossen:

Der angemessene Abfindungsbetrag gem. §§ 327a ff AktG aufgrund des in der
Hauptversammlung vom 20./21.12.2004 der Höchst AG Frankfurt am Main, beschlossenen
Ausschlusses der Minderheitsaktionäre wird auf

EUR 63,80

je Stückaktie der Höchst AG festgesetzt.

Soweit beantragt wurde, Zinsen ab der Beschlussfassung der Hauptversammlung anstelle ab
der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister
zuzusprechen, wird dies zurückgewiesen.

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

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der
ausstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.

Gründe

I.

Die Höchst AG war eine börsennotierte Aktiengesellschaft und Teil des Konzerns. Dieser Konzern geht auf den Unternehmenszusammenschluss der französischen Rhone-Poulenc S.A. mit der Höchst AG im Jahre 1999 zurück und wurde technisch durch ein Umtauschangebot der damals firmierend an Aktionäre der Hoechst AG umgesetzt. Im Jahre 2004 war die verbliebene Höchst AG eine Holding-Gesellschaft mit Beteiligungen an operativen Gesellschaften, zumeist gemeinsam mit andere Gesellschaften des Konzerns und hatte ein Grundkapital von EUR 1.429.453.710,19 welches in 559.153.690 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien eingeteilt war. Diese Aktien wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse im amtlichen Markt (General Standard) und an allen anderen deutschen Börsen im Freiverkehr gehandelt. Mit Angebotsfristbeginn am 1.10.2004 hatte die Antragsgegnerin den Aktionären der Höchst AG ein Pflichtangebot zum Erwerb der Höchst Aktien zum einem Preis von EUR 51,23 gemacht.

Die Antragsgegnerin hielt 98,09 % der Aktien der Höchst AG.

Auf Verlangen der Antragsgegnerin wurde in der Hauptversammlung der Höchst AG vom 20/12.12.2004 der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre zu Gunsten der Antragsgegnerin gegen eine Abfindung von EUR 56,50 beschlossen.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung hatte die Antragsgegnerin die beauftragt eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Höchst AG zum Tag der geplanten Hauptversammlung (20/21.12.2004) zu erstellen.

Als Abfindungsbetrag wurde von je Stückaktie ein Betrag vom EUR 56,24 ermittelt. Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Anlage gereichten Übertragungsbericht nebst der gutachterlichen Stellungnahme (Sonderheft Anlagenkonvolut AG 1) verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hatte das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 30.7.2004 – 3-05 O 108/04 -

zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In ihren Prüfbericht vom 5.11.2004 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 56,50 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 5.11.2004 (Sonderheft Anlagenkonvolut AG 1) verwiesen.

Gegen den Übertragungsbeschluss hatten mehrere Aktionäre Anfechtungs-/Nichtigkeitsklage zum Landgericht Frankfurt am Main zum Az. – 3-05 O 9/05 – erhoben. Dieses Verfahren wurde beendet durch einem Prozessvergleich der u. a. folgende Regelungen enthält:

„1. verpflichtet sich, den Minderheitsaktionären der Hoechst AG über die in der Hauptversammlung vom 21. Dezember 2004 beschlossene Barabfindung in Höhe von EUR 56,50 je Stückaktie der Hoechst AG („festgelegte Barabfindung“) hinaus eine zusätzliche Barabfindung in Höhe von EUR 7,30 je Stückaktie der Hoechst AG zu zahlen („zusätzliche Barabfindung“). Die festgelegte und die zusätzliche Barabfindung ergeben zusammen einen Betrag von EUR 63,80.

a. Die festgelegte Barabfindung und die zusätzliche Barabfindung stehen allen Minderheitsaktionären zu, die zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main Minderheitsaktionäre der Hoechst AG sind. Soweit diese Minderheitsaktionäre nicht Partei dieses Vergleichs sind, steht ihnen ein Anspruch auf Auszahlung der festgelegten Barabfindung und der zusätzlichen Barabfindung aufgrund eines echten Vertrags zugunsten Dritter im Sinne von § 328 BGB zu.

b. Die festgelegte und die zusätzliche Barabfindung werden unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main von der BNP Paribas Securities Services S.A., Niederlassung Frankfurt am Main, als Zahlstelle ausbezahlt. Im Falle girosammelverwahrter Aktien wird die Auszahlung Zug um Zug gegen Umbuchung der den Anspruch auf Barabfindung verbrieften Aktienbestände erfolgen. Im Falle von effektiven Stücken wird die Auszahlung nach Einreichung der Aktienurkunden bei der abwickelnden Zahlstelle ausbezahlt werden.

c. Die festgelegte und die zusätzliche Barabfindung werden von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main mit jährlich zwei vom Hundert über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB verzinst.

d. Die Abwicklung ist für die Minderheitsaktionäre provisions-, spesen- und kostenfrei.

e. Sollte ein Gericht in einem Spruchverfahren eine höhere Barabfindung als die festgelegte Barabfindung von EUR 56,50 je Stückaktie rechtskräftig festsetzen oder sollte zur Beendigung des Spruchverfahrens eine höhere Barabfindung als die festgelegte Barabfindung von EUR 56,50 je Stückaktie vereinbart werden („gerichtlicher Erhöhungsbetrag“), dann ist die zusätzliche Barabfindung auf den gerichtlichen Erhöhungsbetrag anzurechnen. Die

zusätzliche Barabfindung gilt insoweit als Vorauszahlung auf den gerichtlichen Erhöhungsbetrag.

f. Mit der Zahlung der zusätzlichen Barabfindung sind sämtliche Dividendenansprüche für die Geschäftsjahre 2004 und 2005 abgegolten. Für den Fall, dass zwischen Abschluss dieses Vergleichs und Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main eine Dividende beschlossen und an die Minderheitsaktionäre ausgezahlt wird, ist die zusätzliche Barabfindung um den Betrag dieser Dividende zu verringern.

2. verpflichtet sich, jedem Minderheitsaktionär, der zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main Minderheitsaktionär der Hoechst AG ist, einen weiteren Erhöhungsbetrag („weiteren Erhöhungsbetrag“) in Höhe von EUR 1,20 je Stückaktie der Hoechst AG nach Maßgabe folgender Bestimmungen zu zahlen: a. Ein Minderheitsaktionär hat nur Anspruch auf den weiteren Erhöhungsbetrag, wenn er gegenüber die Erklärung gemäß nachfolgenden Absätzen b. und c. abgibt.

b. Der Minderheitsaktionär hat bis zum Ablauf der in § 4 Abs. 1 Nr. 3 Spruchverfahrensgesetz bestimmten Frist unter Verwendung des diesem Vergleich beigelegten Formulars unwiderruflich und rechtsverbindlich zu erklären, dass er — keinen Antrag auf Einleitung eines Spruchverfahrens gem. § 1 Nr. 3 Spruchverfahrensgesetz gestellt hat oder stellen wird und dass er auf die Einleitung und Durchführung eines Spruchverfahrens zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem Übertragungsbeschluss verzichtet; — Anträgen nicht beigetreten ist oder beitreten wird und ein Spruchverfahren auch nicht in sonstiger Weise unmittelbar oder mittelbar gefördert hat oder fördern wird; — er auf eine in einem Spruchverfahren gerichtlich festgesetzte Abfindung oder zur Beendigung des Spruchverfahrens vereinbarte Abfindung verzichtet.“

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre gem. § 327a AktG dann am 12.7.2005 in das Handelsregister eingetragen und die Eintragung (zuletzt) am 6.8.2005 bekannt gemacht.

Die Antragsteller wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Weder der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag von EUR 56,50 noch der im Vergleichswege erhöhte Betrag von EUR 63,80 je Aktie sei eine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b

Abs. 1 AktG. Der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre hat zur Sache Stellung genommen und hält ebenfalls die beschlossene Abfindungshöhe nicht für angemessen.

Sie machen geltend, die gesetzlich angeordnete Prüfung sei nicht sachgemäß erfolgt, da keine ordnungsgemäße Prüferauswahl stattgefunden habe und eine Parallelprüfung unzulässigerweise durchgeführt worden sei.

Die Berechnung auf 31.12.03 bei Aufzinsung auf 21.12.2005 (356 Tage) sei nicht sachgerecht. Der Basiszins und die Marktrisikoprämie seien zu hoch, der Beta-Faktor nicht sachgerecht ermittelt. Auch der angenommene typisierte Steuersatz von 35 % sei zu hoch. Pers. Steuer hätte bei nicht berücksichtigt werden dürfen Der Wachstumsabschlag von 1 % sei zu niedrig Die Prognose aufgrund der Rechnungslegung nach US-GAAP sei nicht statthaft. Es seien nicht alle Planungseinheiten berücksichtigt worden, sondern nur 90 %.

Der Prognosehorizont für Pharma sei zu kurz, die Planzahlen zu vorsichtig, bzw. seien nicht nachvollziehbar. Nicht nachvollziehbar sei auch, warum das sonstige Ergebnis sinken soll.

Die Forschungskapazität sei unrichtig angesetzt. Es liege keine ordnungsgemäße Vergangenheitsanalyse, vor, die Bereinigungen seien unklar. Die Gewinn- und Verlustrechnung 2001-2003 stimmten nicht mit Übertragungsbericht überein. Die Verwaltungskosten stiegen überproportional an.

Sonderwerte aus Nutzung steuerliche Verlustvortrag seien unzutreffend berücksichtigt worden. Bei den ausl. Töchtern hätte nicht mit Vollausschüttung gearbeitet werden dürfen Der Umsatzrückgang bei den Töchtern sei nicht plausibel ebenso wie der angenommene Wechselkurs. Die Änderung der Konsolidierungskreise und ihre Auswirkungen sein nicht nachprüfbar. Die angesetzten Synergien des Zusammenschlusses von und seien zu niedrig, die Verrechnungspreise nicht zutreffend angesetzt. Die Verbundnachteile seien nicht nachvollziehbar, und zudem ggf. nicht zu berücksichtigen.

Die Restrukturierungskosten seien nicht nachvollziehbar. Die Ermittlung des Liquidationswertes fehle. Es sei nicht berücksichtigt worden, dass das Gewinnbezugsrecht 2005 entzogen wurde. Der Börsenkurs – am Tag der Hauptversammlung - sei nicht hinreichend berücksichtigt worden.

Der Umfang des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sei nicht nachvollziehbar. Wacker Chemie sei zu niedrig bewertet. Es hätten auch Schadensersatzansprüche gegen frühere Organmitglieder bzw. konzernrechtliche Schadensersatzansprüche angesetzt werden müssen. Die Bewertung müsse nach dem zum Zeitpunkt der Hauptversammlung gültigen IDW S 1 2000 erfolgen.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der jeweiligen Antragschriften, die Stellungnahme des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre vom 3.3.2006 (Band IX Bl. 143 ff d. a.) sowie der ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin hält die – auch die nicht durch den Vergleich erhöhte - Abfindung für angemessen. Zudem sei im Spruchverfahren diese durch den Vergleich erhöhte Abfindung zu berücksichtigen. Für die Bewertung sei zudem auf den Standard IDW 2005 abzustellen, da dieser die zum Zeitpunkt der Bewertung bestehende steuerliche Situation sachgerecht berücksichtige. Die Antragsgegnerin hat von hierzu eine Stellungnahme vom 24.2.2006 (Anlage AG1, Bd IX, Bl 110 ff d. A.) vorgelegt, wonach die Barabfindung nach IDW 2005 sogar nur EUR 51,80 betrage. Aber auch unter Anwendung des IDW S1 2000 sei die festgelegte Abfindung angemessen.

Die Bestellung des sachverständigen Prüfers durch das Landgericht Frankfurt am Main sowie die Durchführung der Prüfung sei nicht zu beanstanden. Eine Verletzung des Stichtagsprinzips liege nicht vor. Für die Vergangenheitsanalyse könne auch auf die nach US-GAAP erstellten Bilanzen zurückgegriffen werden. Diese Vergangenheitsanalyse sei ordnungsgemäß durchgeführt worden. Die Planungsrechnung sei ordnungsgemäß und zutreffend. Eine Erstattung der Kosten für eine Alternativinvestition komme nicht in Betracht, da dies mit der Frage der Abfindung nichts zu tun habe. Schadensersatzansprüche wegen konzernrechtlicher Ansprüche bzw. gegen ehemalige Vorstandsmitglieder seien nicht gegeben, zudem hier unbeachtlich. Die verwendeten Kapitalisierungszinsen seien sachgerecht. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen bzw. die Sonderwerte seien sachgerecht ermittelt und berücksichtigt worden.

Auch die Berücksichtigung des Börsenkurses führe zu einer höheren Abfindung.

Ein Anspruch auf Verzinsung der Abfindung ab der Hauptversammlung bestehe nicht, ebenso wie ein Anspruch auf eine Dividende oder eine analoge Anwendung des § 304 AktG. Wegen der Einzelheiten wird auf die Antragsrwiderrung vom 24.2.2006 (Bd IX, Bl. 2 ff d. A.) und die ergänzenden Schriftsätze verwiesen.

Das Gericht hat zunächst mit Beschluss vom 23.10.2006 (Bd. X Bl. 106 ff d. A.) eine ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers angeordnet. Diese hat er am

17.7.2007 zur Akte erstattet. Wegen der Einzelheiten wird auf das Sonderheft Ergänzende Stellungnahme im Rahmen des gerichtlichen Spruchverfahrens Bezug genommen.

Weiter wurde der sachverständige Prüfer in der mündlichen Verhandlung vom 11.9.2007 ergänzend angehört. Wegen der Einzelheiten hierzu wird auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 11.9.2007 (Bd. XI Bl. 147 ff d. A.) verwiesen.

Weiter hat die Kammer Beweis erhoben gem. Beweisbeschluss vom 11.9.2007 (Bl. 150 ff d. A.) durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachten des Sachverständigen zum Unternehmenswert der Höchst AG.

Dieses Gutachten hat der Sachverständige am 15.2.2011 erstattet. Wegen der Einzelheiten wird auf das zur Akte gereichte Sachverständigengutachten (dunkelblaues Sonderheft Gerichtsgutachten) verwiesen.

Auf dieses gerichtliche Sachverständigengutachten hin haben die Antragsteller zu 69) und 71) ein privates Sachverständigengutachten bei mit Datum vom 23.8.2011 eingeholt. Wegen der Einzelheiten dieses Gutachtens wird auf das von diesen Antragstellern zur Akte gereichte Gutachten (Sonderheft Gutachten) Bezug genommen.

Auf dieses -Gutachten hin hat das Gericht mit Beschluss vom 1.9.2011 (Bd. XIII d. A.) eine ergänzende Stellungnahme des gerichtlichen Sachverständigen angefordert. Der gerichtliche Sachverständige hat diese Stellungnahme am 3.11.2011 abgegeben und zu der Akte gereicht. Wegen der Einzelheiten hierzu wird auf das weiße Sonderheft (Stellungnahme zum Gutachten) verwiesen.

Die Antragsgegnerin hat auf das Gutachten ihrerseits bei und bei gutachterliche Stellungnahmen eingeholt und diese zur Akte gereicht. Wegen der Einzelheiten hierzu wird auf die Stellungnahme von v. 2.11.2011 (Sonderheft Anlage AG 5) und von v. 2.11.2011 (Sonderheft Anlage AG 6) Bezug genommen. Die Antragsteller zu 69) – 71) haben weithin eine Stellungnahme von vom 21.12.2011 zu der ergänzenden Stellungnahme des gerichtlichen Sachverständigen zu den Akten gereicht. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf diese Stellungnahme (Sonderheft Stellungnahme zu den Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen Anlage A2) Bezug genommen.

II.

Die Anträge sind nicht begründet.

Eine Erhöhung der im Vergleich erhöhten Barabfindung von EUR 63,80 ist nicht veranlasst. Lediglich wegen der etwas unklaren Vergleichsformulierung hat die Kammer im Tenor zur Klarstellung ausgesprochen, dass die Abfindung EUR 63,80 beträgt, obwohl die Antragsgegnerin unbestritten vorgetragen hat, dass sie diese erhöhte Abfindung bereits an die betroffenen Minderheitsaktionäre gezahlt hat.

Dabei ist für die Frage der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung maßgebend die im Vergleich vereinbarte erhöhte Abfindung i.S.d. von EUR 63,80 und nicht die in der Hauptversammlung beschlossene angesetzte Abfindung von EUR 56,50. Wenn auch die Vergleichsformulierung dahin verstanden werden könnte, dass erst nach Abschluss des Spruchverfahrens die im Vergleich vorgenommene Erhöhung Bedeutung erlangen soll, kann dies aber nicht dazu führen, dass diese vereinbarte Erhöhung im Spruchverfahren außen vor bleibt.

Gegenstand dieses Verfahrens ist die Angemessenheit der Abfindung wegen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Höchst AG.

Der angemessene vertragliche Abfindungsanspruch gem. §§ 327a, 327e AktG der Minderheitsaktionäre entsteht mit Eintragung in das Handelsregister. Hier wird bereits das Schuldverhältnis zwischen der Hauptaktionärin und den Minderheitsaktionären begründet. Dies ändert sich auch nicht, wenn der betreffende Hauptversammlungsbeschluss angefochten worden ist, dieses Verfahren durch Vergleich beendet wird und die dem Vergleich beigetretene Hauptaktionärin sich - wie hier - verpflichtet, allen Minderheitsaktionären und nicht nur den am Vergleich beteiligten - eine höhere Barabfindung als in der HV beschlossen zu zahlen. Der Abfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre bemisst sich dann nach dieser übernommenen Verpflichtung der Hauptaktionärin im gerichtlichen Vergleich des Anfechtungsverfahrens.

Gegenstand der Prüfung der Kammer ist daher im Spruchverfahren nur noch, ob diese vergleichsweise erhöhte Abfindung von EUR 63,80 je Aktie der Höchst AG angemessen ist (vgl. auch OLG München NZG 2007, 635; KG AG 2009, 790; LG München BeckRS 2010, 06550; Kammerbeschluss vom 2.9.2010 - 3-05 O 279/08 -). Die Entscheidung des OLG Stuttgart vom 16.2.2007 - 20 W 25/05 - (AG 2007, 596) steht dem nicht entgegen, da sich

dort nicht der am Spruchverfahren beteiligte Antragsgegner – um dessen Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Abfindung es im Spruchverfahren geht - im Vergleich verpflichtet hat, eine höhere Abfindung zu zahlen, sondern ein nicht am Spruchverfahren Beteiligter.

Einer Erhöhung der im Vergleich vereinbarten Abfindung von EUR 63,50 je Aktie der Höchst AG ist jedoch nicht geboten.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben zwar nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft. (BVerfG, ZIP 2007, 1261; BGH, ZIP 2005, 2107 OLG Stuttgart Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08 – BeckRS 2011, 18552 m.w.Nachw.). Das Gericht hat aber nach § 327f Satz 2 AktG nur dann eine angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung unangemessen ist.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 - in Internet über die Landesrechtsprechungsdatenbank Hessen abrufbar). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 – a.a.O.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind. (Vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274). Dabei ist zu

bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

Daher ist der Forderung einiger Antragsteller, im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so Lochner AG 2011, 692, 693 f.), nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert – nach der hier von einigen Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode - gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen – auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfGE 100, 289, 298, 306) – von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung letztlich dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ist nämlich die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einer gerichtlich bestellten Prüferin untersuchte Wertbemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem

angemessenen, d.h. zugleich nicht allein richtigen Ausgleich führen (ähnlich KG, WM 2011, 1705).

Solange allerdings sowohl das der Abfindung zugrunde gelegte Ergebnis der Wertermittlung als auch die Einzelschritte auf dem Weg dorthin nachvollziehbar und plausibel sind, ist es zumindest naheliegend, wenn nicht gar geboten, die jeweils für sich gesehen vertretbaren Methoden und Einzelwerte aus der vorgelegten Unternehmensbewertung für die eigene Schätzung des Gerichts als Grundlage nutzbar zu machen und nicht durch andere, gleichfalls nur vertretbare Annahmen, Prognosen und wertende Ergebnisse zu ersetzen.

Das schließt eine hiervon abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses (vgl. dazu OLG Frankfurt, WM 2010, 1841) nicht aus und zwar selbst in dem Fall nicht, in dem der Wertbemessung durch die Gesellschaft die allgemein anerkannte Ertragswertmethode zugrunde gelegen hat. Insoweit ist die gerichtliche Überprüfung nämlich stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – a.a.O.).

Fehl geht demgegenüber der Einwand, aus verfassungsrechtlicher Sicht sei jeweils die Zugrundelegung derjenigen Methode oder Prognose geboten, die den Minderheitsaktionären günstiger ist. Ein verfassungsrechtliches Gebot der Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre besteht nicht in Bezug auf das Verhältnis von fundamentalanalytischer Wertmittlung, etwa im Ertragswertverfahren, zu marktorientierter Wertermittlung, etwa anhand von Börsenwerten (OLG Stuttgart BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.)

Die Kammer hält es vorliegend für sachgerecht, die Angemessenheit der Abfindung an der marktorientierten Wertermittlung anhand von Börsenwerten zu orientieren. Gerade das vorliegende Verfahren zeigt, dass eine fundamentalanalytische Ermittlung anhand der Ertragswertmethode hier der marktorientierten Ermittlung nicht vorzugswürdig ist.

Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge des Unternehmens zu schätzen und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen sowie um Sonderwerte zu ergänzen.

Zu der Problematik der Verwendung der Ertragswertmethode bei der Ermittlung eines Unternehmenswertes hat die Kammer bereits in ihrem Beschluss vom 13.03.2009 - 3-5 O 57/06 – (BeckRS 2009, 08422; zustimmend Welf Müller, Festschrift f. G. H. Roth, S. , 517, 518) ausgeführt:

„Die Ertragswertmethode gibt zwar ein (komplexes) mathematisches Modell vor, doch wird hier angesichts der Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den einzelnen Abzinsungsparametern mit einer Scheingenauigkeit gearbeitet, die sie gegenüber der kapitalmarktorientierten Ermittlung des Wertes eines Unternehmens(anteils) nicht überlegen macht.

Die erste Ungenauigkeit liegt zunächst darin, dass in der Regel die Prognosen künftiger Erträge ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind. Diese Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, kann diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 – 3-05 O 174/04 m. w. Nachw.). Problematisch ist dabei auch, inwieweit letztlich im Spruchverfahren überhaupt die tatsächliche Entwicklung nach dem Stichtag zur Frage der Plausibilität der Planung herangezogen werden kann (vgl. BayObLG AG 2002, 390; LG Dortmund AG 1998, 142, Großfeld a.a.O. S. 77).

Bei der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren wird weiter überwiegend auf einen vom IDW- einer privaten Organisation der Wirtschaftsprüfer, dort der Facharbeitskreis Unternehmensbewertung (FAUB, früher AKU) - entwickelten Standard Bezug genommen. Selbst wenn man die Bedenken dagegen hinten anstehen lässt, dass trotz der kritischen Diskussion in der Betriebswirtschaftslehre diese Organisation festlegt, was der aktuelle Standard der zutreffenden Unternehmensbewertung sein soll, wurde dieser Standard (IDW S 1) in den letzten Jahre doch mehrfach abgeändert (S1 2000, S1 Oktober 2005, S1 April 2008)

wobei jeweils zuvor Entwürfe vorgestellt wurden, die in Fachkreisen diskutiert wurden, was teilweise zu Änderungen in den endgültig verabschiedeten Standards geführt hat. Hier stellt sich in allen Fällen die Frage, inwieweit eine Änderung des Standards, die nach dem Stichtag der Bewertung erfolgte, im späteren gerichtlichen Verfahren Anwendung finden soll. Die Gerichte haben die Frage bisher unterschiedlich beantwortet, eine einheitliche Linie fehlt (vgl. hierzu OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116; OLG Karlsruhe Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02 - BeckRS 2008 18939 jew. m. w. Nachw.) Auch die Literatur ist hier gespalten (vgl. hierzu Bungert WPg 2008, 811; Hüttemann WPg 2008, 822; Wagner/Saur/Willershausen WPg 2008, 731, Großfeld a.a.O. S. 49 ff jeweils mit weiteren Nachweisen zur Rechtsprechung und Literatur). In vielen Fällen führt aber die Anwendung der verschiedenen Standards bei gleichem prognostiziertem Ertrag zu nicht unbeträchtlich unterschiedlichen Unternehmens- und Anteilswerten. Wen die Frage der Anwendung eines bestimmten Standards auch letztlich eine Rechtsfrage ist, die von den Gerichten zu beantworten ist, zeigt dies dennoch, dass hier eine gewisse Beliebigkeit der Bewertung innewohnt.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist auch die Frage, ob mit oder ohne persönliche Ertragsteuern zu rechnen ist, im Streit (vgl. hierzu OLG Stuttgart Beschluss vom 19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245 jew. m.w.Nachw.). Zwar wird nach allen Standards IDW S 1 bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die sogenannte Nachsteuerbetrachtung vorgenommen, d.h. persönliche Ertragsteuern werden berücksichtigt, doch ist dies in der Literatur und neuere Rechtsprechung nicht unumstritten (vgl. Jonas WPG 2008, 826; Großfeld a.a.O. S. 109 ff), zumal es sich bei der Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern um eine weitgehend nur in Deutschland verwandte Methode handelt, während ansonsten im internationalen Bereich dies weit überwiegend nicht berücksichtigt wird (vgl. Nicklas „Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung“, Diss. Chemnitz 2008, S. 96 ff; Barthel DStR 2007, 83 jew. m.w.Nachw.). Selbst wenn man die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern aufgrund der besonderen deutschen Verhältnisse für grundsätzlich angemessen halten würde, ist jedoch fraglich, ob der aufgrund einer über 10 Jahre alten Ermittlungen, deren Empirie unklar ist (vgl. Großfeld a.a.O. S. 113 m.w.Nachw.), angesetzten pauschalierten Steuersatz von 35% (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 - BeckRS 2008, 19899; WP-Handbuch 2008 Bd. II S. 69 ff) vom überhaupt noch der steuerlichen Wirklichkeit entspricht, nachdem in diesem Zeitraum mehrfach sich die

Steuersätze und die Besteuerungsansätze von Erträgen aus gesellschaftlichen Kapitalbeteiligungen geändert haben (Anrechnungsverfahren, Halbeinkünfteverfahren, Anrechnungsteuer mit Besteuerung von Kursgewinnen in allen Fällen - hierzu auch OLG Stuttgart Beschluss vom 19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Wegener DStR 2008, 935; Zeidler/Schöniger/Tschöpel FB 2008, 276; jew. m.w.Nachw.).

Noch problematischer sind die Fragen zur Kapitalisierung (hierzu ausführlich: Munkert, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung; Großfeld a.a.O. S. 145 ff).

...

Daneben sind weiter alle Parameter des Zinssatzes problematisch und in der betriebswirtschaftlichen Literatur im Streit (vgl. hierzu Reuter AG 2007, 1; Jonas WPg 2007, 835; Widmann/Schieszl/Jeromin FB 2003, 800 jew. m. w. Nachw.).

Am einfachsten verhält es sich noch mit dem sog. Basiszins, der nach 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.; kritisch hierzu: Obermaier FB 2008, 493; Reese/Wiese ZBB 2007, 38) und der in der in der Rechtsprechung häufig akzeptierten, aber letztlich nicht einhellig angenommenen Methode (vgl. hierzu OLG Stuttgart AG 2007, 128 m.w.Nachw.; Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O 153/04- AG 2007, 42; Großfeld a.a.O. S. 160) mittels täglich veröffentlichte Daten der Bundesbank zur Zinsstrukturkurve ermittelt werden soll (kritisch hierzu: Knoll WiSt 2006, 525 m.w.Nachw.). Abgesehen davon, dass schon fraglich ist, inwieweit die hierbei gemachte theoretische Annahme einer abschätzbaren Zinsstruktur auf die weite Zukunft möglich ist, bleibt jedenfalls unklar, ob nur die Daten des konkreten Stichtags anzusetzen sind, oder einer Durchschnittsbildung über eines gewissen Zeitraums vorher sachgerecht wäre (vgl. hierzu auch Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243) woher hier nach den Beobachtungen der Kammer in Gutachten und Prüfberichten (überwiegend ohne Offenlegung) drei Monatsdatensätze, teilweise 90 Tagesdaten angesetzt werden, teilweise aber auch nur bis zu 74 Datensätze, da die Bundesbank an Samstagen und Sonntagen keine Daten veröffentlicht. Allein diese Diskrepanz hat schon in Verfahren vor der Kammer zu Abweichungen von bis zu 0,2 % geführt, was ggf. auch Auswirkungen auf die dann entsprechend der Empfehlung der AKU (jetzt FAUB, IDW Fachnachrichten 2006, 581) vorzunehmenden Rundungen (zur Problematik: Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O

153/04 - AG 2007, 42; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243) hat und zu nicht unerheblichen Änderungen des Abzinsungsfaktors führt.

Am problematischsten und am umstrittensten ist die Ermittlung des sog. Risikozuschlags, der sich nach den Standards S1 aus der sog. Marktisikoprämie und einem unternehmensindividuellen sog. Beta-Faktor ergeben soll (CAPM bzw. Tax-CAPM)

Bei der Ermittlung der Marktisikoprämie wird versucht, aus den Verhältnissen am Aktienmarkt die von den Anlegern geforderte Überrendite gegenüber sicheren Gläubigerpapieren abzuleiten, betrachtet also im Marktprozess realisierte Bewertungsergebnisse ohne Rekurs auf individuelle Risikopräferenzen (vgl. Stehle WPg 2004, 906).

Groß und in gewisser Weise beliebig ist die Zahl der dabei auftretenden Freiräume. Zunächst kann diese Prämie auf der Basis historischer Kurse oder aktueller Markterwartungen ermittelt werden. In der vorwiegend angewandten ersten Alternative kann es über die Festlegung eines bestimmten Untersuchungszeitraums und der verglichenen Indizes, der (Nicht)Berücksichtigung von Performancekomponenten und steuerlichen Aspekten sowie die Frage der Methode rechnerische Mittelung (arithmetisch oder geometrisch) zu erheblichen Unterschieden in der ermittelten Prämie kommen (vgl. z.B. OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 117; Knoll DStR 2007, 1053; ders. ZSteu 2006, 463; Großfeld a.a.O.: S. 173 ffjew. mit weiteren Nachw. zum Streitstand).

Einzelne Gerichte haben daher einen pauschalen Zuschlag (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 159; OLG München AG 2007, 411; AG 2008, 37; LG Dortmund AG 2007, 792) für angemessen erachtet, während die Kammer – jedenfalls in Fällen der Ermittlung der Abfindung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327a AktG - hier den Risikozuschlag mit einer Modifizierung des sog. dividend discount models – zu erfassen versucht hat (vgl. z.B. Kammerbeschlüsse vom 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; v. 13.6.2006- 3-05 O 110/04 – NZG 2006, 868-). Dabei ist sich die Kammer bewusst, dass sie herbei selbst auf Kapitalmarktaten abstellt, was in gewisse Weise den Anschein eines Zirkelschlusses erweckt (näher hierzu Kammerbeschluss v. 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; zur Kritik z.B. Wp-Handbuch 2008 Bd. II S. 171 f; vgl. grundsätzlich hierzu auch Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2.Aufl.S. 101 f; Großfeld a.a.O. S. 262 f).

Für die Marktrisikoprämie gelangen daher die zahlreich vorliegenden Studien zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Diese hängen - abgesehen von dem untersuchten Wirtschaftsraum - unter anderem davon ab, welcher Zeitraum für den Renditevergleich gewählt und auf welche Art der Mittelwert gebildet wird (vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 95 ff m. w. Nachw.). Es ergibt sich ein „vielfältiges Bild“ und eine beträchtliche Streubreite der ermittelten Marktrisikoprämien (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 254 - 7 Studien, MRP 2,66%-8,2%; Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 97-12 Studien, MRP 1,2%-10,4%). Den Zweifeln daran, ob die in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien auch in Zukunft erzielt werden können, soll durch einen (nicht näher begründeten) pauschalen Abschlag von 1-1,5% von der Nach-Steuer-Risikoprämie Rechnung getragen werden (vgl. Drukarczyk/Schüler S. 257). Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (FAUB/AKU) hat zunächst eine Marktrisikoprämie von 4%-6% (vor Steuern) empfohlen. Nunmehr sieht er eine Marktrisikoprämie vor Steuern von 4%-5% als sachgerecht an, die für Bewertungsstichtage nach dem 31.12.2004 herangezogen werden soll (vgl. Drukarczyk/Schüler S. 257; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005/ 1019); Ballwieser/Kruschwitz/Löffler WPg 2007, 765/768).

Dem weiteren Element des Risikozuschlags, dem Beta-Faktor kommt ebenfalls eine erhebliche Hebelwirkung zu (vgl. OLG Düsseldorf Beschluss vom 07.05.2008 - 26 W 16/06 AktE - BeckRS 2008 17151), da mit ihm die angenommene 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, a.a.O. S. 210 ff.). 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.

Hier sind die Beliebigkeiten noch deutlicher, insbesondere bei faktischen und Vertragskonzernen (vgl. hierzu Brühle/Erhardt/Nowak ZfB 2008, 455).

Auch die Ermittlung des Beta-Faktors unterliegt, wie gerade der vorliegende Fall zeigt, beträchtlichen Ermessensspielräumen (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212; Großfeld/Stöver BB 2004, 2799). Denn er kann insbesondere durch die Wahl der Messperiode (z. B. 250 Tage, 52 Wochen, 60 Monate), des Intervalls zur Bestimmung der Rendite (Tages-, Wochen- oder Monatsrendite) und des Vergleichsindex in erheblichem Maße beeinflusst werden.

Schon die bloße Wahl der Dauer der Messperiode und der Indices führt zu nicht unerheblichen Veränderungen, wie von Antragsteller eingeholten Gutachtens v. 22.8.2007 (dort S. 6) sowie die von der Kammer eingeholte Stellungnahme des Verschmelzungsprüfers vom 22.9.2008 (dort Bl. 24) zeigt. Abhängig von Beobachtungszeitraum und Index sind hier von Beta-Verhältnisse von T-O und DT zwischen 72,8 % und 165,2 % ermittelt worden. Mit den vorliegenden Zahlen könnten folglich - ausgehend von der von der im Verschmelzungsbericht angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 % für die T-O Risikozuschläge zwischen 3,35 % und 5,66 % und für die DT (bei gleichen Beobachtungsparametern) von 5,5 % und 4,12 % begründet werden. Auch nach der Ermittlung des Verschmelzungsprüfers ändern sich die Verhältnisse der Betafaktoren abhängig vom gewählten Beobachtungszeitraum. Auch hier ausgehend von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % ergeben sich bei gleichen Beobachtungszeiträumen mit Index DAX und wöchentlicher Periodizität Risikozuschläge für die T-O von 4,51 % bis 6,10 % und für die DT von 4,01 % bis 4,73 %.

Für die verschiedenen Erhebungszeiträume können jeweils durchaus nachvollziehbare sachliche Gründe angeführt werden, obwohl es nach Kenntnis der Kammer keine wissenschaftlichen Studien über die Angemessenheit des Zeitraums verfügbar sind. Für den bei der Bewertung herangezogenen längeren Zeitraum von 30.4.2000 bis 30.9.2004 könnte sprechen, dass durch umfangreicheres Datenmaterial stabilere Werte ermittelt werden können.

Die geschilderten Betafaktoren sind jedoch Vergangenheit. Die Unternehmensbewertung zielt aber auf Zukunft; das gilt ebenfalls für den Betafaktor. Daher zählen an sich die künftige Marktrendite und die künftigen Volatilitäten, was für einen kürzeren Beobachtungszeitraum sprechen könnte (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212 ff).

Durch seine Entscheidung, welche Ausgangsdaten er für die Ermittlung des Beta-Faktors im konkreten Fall für sachgerecht erachtet, nimmt der Bewerter folglich zugleich Einfluss auf das Ergebnis, so dass letztlich auch hier die Bestimmung des Risikozuschlags von seinem sachverständigen (beliebigen) Ermessen abhängt. (vgl. OLG München Beschluss vom 02.04.2008 - 31 Wx 85/06 - BeckRS 2008 11182; Großfeld a.a.O. S. 219).

Auch die Annahme und die Größe eines sog. Wachstumsabschlags sind nicht unumstritten (vgl. Großfeld a.a.O. S. 267 ff; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245; Hansen/Knoll ZSteu 2005, 256; Knoll/Sedlacek ZSteu 2008, 135 m. WP Handbuch 2008 Bd. II S. 75 ff, 113 ff jew. m.w.Nachw.).

Der Wachstumsabschlag (vgl. dazu BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BayObLG NZG 2006, 156, 159; 68; Riegger, KölnKomm, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 23; Großfeld a.a.O. S. 267) hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung im Ausgangspunkt gleich bleibend aus dem letzten Planjahr abgeleitet werden). Mit dem Abschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen besser aufgefangen werden kann als bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 118), wobei sich die Frage stellt, ob ein Abschlag unterhalb der Inflationsrate angebracht sein kann (vgl. hierzu Schüler, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008). Neuerdings wird aber die Annahme eines Wachstumsabschlags bei Wertbeitrag aus Thesaurierungen in Abrede gestellt (Schöniger, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008).“

Dieser Befund zeigt sich im vorliegenden Verfahren besonders deutlich. Im vorliegenden Verfahren liegen neben dem gerichtlichen eingeholten Gutachten und seiner Ergänzung, weitere sechs gutachterliche Stellungnahmen (im Übertragungsbericht, im Prüfbericht,) zu IDW S1 2005, Ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers im Verfahren, Gutachten), gutachterliche Stellungnahmen und zu Gutachter) zur Wertermittlung der Höchst AG zu der Ermittlung des Ertragswertsverfahren vor. Mit jeweils begründbarem theoretisch anderem Ansatz hinsichtlich der Planungsrechnung und des Kapitalisierungszinssatzes und der Verwendung des jeweiligen IDW-Standards S1 gelangen der Gerichtsgutachter, die von der Antragsgegnerin in dieses Verfahren eingeführten gutachterlichen Stellungnahmen und der

gerichtlich bestellte sachverständige Prüfer zu erheblichen Abweichungen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes und der einzelnen Aktie der Höchst AG, wobei die Spanne von EUR 51,80 () unter Anwendung des IDW S1 2005, mit Zustimmung des sachverständigen Prüfers in seiner ergänzenden Stellungnahme) über EUR 56,24 () unter Anwendung von IDW S 1 2000 im Übertragungsbericht und Stellungnahme zum Gutachten mit Zustimmung des Sachverständigen Prüfers und (), den vom Gerichtsgutachter ermittelten EUR 64,73 (bzw. 69,63 bei Änderung des Nachhaltigen Zinsergebnisses und des Basiszinses) nach IDW S 1 2000 und EUR 52,59 (bzw. 56,53 bei Änderung des Nachhaltigen Zinsergebnisses und des Basiszinses) nach IDW S1 2005 und EUR 51,64 ohne persönliche Steuern bis zu den von ermittelten Werten von EUR 77,84 nach IDW S1 2005 und EUR 96,10 nach IDW S 1 2000.

Dabei resultieren diese unterschiedlichen Werte im Wesentlichen daher, dass bei der Planung ein anderer Ansatz und abweichende Erwartungen angesetzt und neben den nachhaltigen Zinsaufwendungen die zu erwartenden Synergien anders aufgeteilt wurden, ein anderer – kürzerer - Zeitraum für die Basiszinses ermittelt wurde, der Betafaktor nicht über eine peer-group sondern der eigene der Höchst AG verwendet wurde, ein anderer Betrachtungszeitraum für die Ermittlung des Beta-Faktors und der Verwendung eines unterschiedlichen Wachstumsabschlags, sowie eines anderen Ansatzes bei der Ermittlung des sog. Risikozuschlags.

Für alle diese Fragen sind aber aus der betriebswirtschaftlich theoretischen Sicht sowohl Argumente dafür als auch dagegen zu finden und wurden in den vorgelegten Gutachten und gutachterlichen Stellungnahmen von den dort tätigen Wirtschaftsprüfern als auch von sachkundigen Antragstellern in ihrem Schriftsätzen auch näher – aus dem konkreten Ansatz heraus auch nachvollziehbar - dargestellt.

Diese Unsicherheiten bei der Ermittlung von Unternehmens- und Anteilswerten führen daher dazu, dass die von einigen Antragstellern begehrte Einholung eines weiteren gerichtlichen Gutachtens zu dem Wert der Höchst AG nicht geboten ist. Der weiter gerichtlich bestellte Gutachter müsste eigene Prognosen aus des Sicht des Jahres 2004 abgeben, die letztlich im Hinblick auf die seitdem tatsächlich eingetretene wirtschaftliche Entwicklung (Krise) ebenso unzutreffend und damit angreifbar wären, wie die im Übertragungsbericht dargestellte Prognose. Auch bei der Kapitalisierung der anzunehmenden jeweiligen angenommenen

Erträge müsste sich der Gutachter für bestimmte, letztlich aber z. T. beliebige – jedenfalls letztlich umstrittene - Parameter entscheiden.

Im Hinblick auf diese dargelegte Ungenauigkeit eines (Schätz)Werts nach der Ertragswertmethode im vorliegenden Fall, kann nicht festgestellt werden, dass durch eine (weitere) Ermittlung des Ertragswertes eine bessere Erkenntnisquelle als der Börsenkurs für die Frage der Angemessenheit der Abfindung vorliegt, wobei dieser – wie oben bereits dargelegt – grundsätzlich eine der fundamentalanalytischen Bewertung gleichwertige Erkenntnisquelle für die Frage der Angemessenheit der Abfindung darstellt.

Ob in den Börsenkursen Ertragserwartungen oder - befürchtungen zum Ausdruck gekommen sind, die sich im Nachhinein als unrealistisch erwiesen haben mögen, beeinträchtigt ihre Aussagekraft für den damaligen Zeitraum nicht. Die frühere Rechtsprechung des BGH, nach der Börsenkurse zu stark von „spekulativen Einflüssen und sonstigen nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Ereignissen, Gerüchten, Informationen und psychologischen Momenten“ abhängig seien, um zuverlässige Aussagen über den wahren Wert des Unternehmens zuzulassen (vgl. BGH NJW 1967, 1464) ist durch die verfassungsgerichtliche Rechtsprechung und durch die diese Rechtsprechung konkretisierende Rechtsprechung des BGH (BGH AG 2001, 417 ff) überholt. „Spekulative Einflüsse“ – auch nachteilige - gehen auch in die Ermittlung des Werts der Beteiligung nach der Ertragswertmethode ein, bei der der Unternehmenswert letztlich auch nur unter Einbeziehung der in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung des jeweiligen Unternehmens und seiner Erträge vom Sachverständigen geschätzt werden kann. Viel spricht dafür, Börsenkursen insoweit tendenziell sogar eine größere Aussagekraft für den „wahren Wert“ des Unternehmens zuzugestehen, sind sie doch Ergebnis eines tatsächlichen Preisbildungsprozesses am Markt, der auf einer Vielzahl realer Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Anleger beruht. Bei der Beurteilung der Ertragslage eines Unternehmens werden sich die Anleger bzw. die Analysten der Banken an den allgemein zugänglichen Unternehmensdaten orientieren. Dass die Summe der hier getroffenen Entscheidungen von vornherein weniger Aussagekraft zukommt als die Bewertung eines Gutachters, lässt sich nicht annehmen (vgl. KG 2007, 71; Kammerbeschluss vom 13.3. 2009 3-05 O 57/06 – a.a.O. OLG Frankfurt am Main Beschl. v. 3.9.2010 – 5 W 57/09; Tonner a.a.O. S. 1589; Luttermann NZG 2997, 611, 616 f; ders. ZIP 2001, 869; Hüttemann ZGR 2003, 454, 468; Weiler/Meyer NZG 2003, 669, 670).

Der Börsenwert gibt ebenso wie der Ertragswert oder andere in fundamentalanalytischen Verfahren ermittelte Werte den Wert des Unternehmens an. Der Ertragswert ist im Verhältnis zum Börsenwert nicht der richtigere oder „wahre“ Wert, sondern lediglich ein mithilfe anderer Methoden gefundener Wert.

Der in einem fundamentalanalytischen Verfahren ermittelte Unternehmenswert stellt zudem den - lediglich theoretischen - Wert dar, wie er bei einem Verkauf des Unternehmens als Einheit erzielt werden könnte (vgl. BGH, WM 1984, 1506; OLG Stuttgart a.a.O.; Hüttemann, ZGR 2001, 454, 466). Während der Aktionär grundsätzlich einen Börsenkurs realisieren kann, wenn er sich zu einer Desinvestition entscheidet, kann er nicht darauf vertrauen, einen über dem Börsenwert liegenden, seinem Anteil am Unternehmen entsprechenden Teil des für das Unternehmen als Wirtschaftseinheit theoretisch errechneten Werts zu Erlösen. Dies gilt nicht nur deshalb, weil der letztgenannte Wert jeweils im Einzelfall aufwändig zu ermitteln ist, sondern auch deshalb, weil der einzelne Aktionär dem Erwerber regelmäßig nicht die Kontrolle über das Unternehmen vermitteln kann. Jedenfalls hängt eine Veräußerung zu einem vom allgemeinen Marktpreis abweichenden Preis auch für große Aktienpakete regelmäßig vom individuellen Verlauf der Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer sowie deren subjektiven Bewertungsmaßstäben ab.

Zwar entspricht der fundamentalanalytisch im Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert modelltheoretisch dem Barwert der künftigen Unternehmenserträge, die dem Aktionär über seinen Dividendenanspruch zugute gekommen wären, wenn er seine Aktien hätte behalten dürfen; daher ist nicht auszuschließen, dass der Aktionär - das Halten seiner Aktien unterstellt - den fundamentalanalytisch ermittelten Ertragswert in der Zukunft tatsächlich realisieren kann, wenn sich unter anderem die der Ertragswertberechnung zugrunde liegenden Ertragsprognosen und Zinsannahmen bewahrheiten würden. Auch der Börsenkurs spiegelt aber die Einschätzung des Barwerts der künftigen Unternehmenserträge wider (vgl. OLG Stuttgart a.a.O.; Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 - a.a.O.). Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass diese nicht von einem externen Sachverständigen, sondern von den Marktteilnehmern getroffene Einschätzung nicht nur die dem Unternehmen selbst innewohnenden Umstände, sondern auch äußere Einflüsse wie politische Ereignisse, psychologische Momente oder allgemeine Tendenzen berücksichtigt. Dies trifft in gleicher Weise auf die Ertragsprognosen zu, die der fundamentalanalytischen

Wertermittlung durch einen Sachverständigen zugrunde gelegt werden (vgl. Steinhauer, AG 1999, 299, 302).

Dabei kommt den von Sachverständigen zugrunde gelegten Ertragsprognosen nicht per se eine höhere Richtigkeitsgewähr zu als den Einschätzungen der Marktteilnehmer, da sie grundsätzlich auf der Planung der Geschäftsführung des zu bewertenden Unternehmens beruhen. Jedenfalls bei einem hinreichend (informations-) effizienten Kapitalmarkt und bei hinreichender Liquidität der Aktie, also bei ausreichend großen Handelsumsätzen, sind die auf den Schätzungen der Marktteilnehmer beruhenden Börsenwerte nicht weniger zur Bestimmung des Verkehrswerts einer Aktie geeignet als die Schätzungen aufgrund eines theoretisch ermittelten Ertragswertes. Während eine derartige fundamentalanalytische Unternehmensbewertung nur versucht, einen Preisbildungsprozess am Markt zu simulieren beruht der Börsenwert auf einem tatsächlichen Preisbildungsprozess, der sich aus einer Vielzahl realer Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Marktteilnehmer zusammensetzt (Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 - a.a.O.; OLG Stuttgart a.a.O. m.w.Nachw.).

Es wird nicht behauptet, dass der Börsenkurs hier keine Aussagekraft aufgrund einer Marktengpass habe, vielmehr rügen einige Antragsteller, dass der Börsenkurs (als Untergrenze) nicht berücksichtigt worden sei, wobei sie allerdings unzutreffend vor der inzwischen ergangenen klarstellenden Entscheidung des Bundesgerichtshofs (DStR 2010, 1635), auf den Kurs am Tag der Hauptversammlung abstellen, der nicht unterschritten werden kann, was hier auch nicht erfolgt. Nach dieser Rechtsprechung ist hier auf die Referenzperiode – gewichteter Durchschnittskurs über drei Monate vor dem maßgeblichen Zeitpunkt – abzustellen, die mit der erstmaligen Bekanntgabe der Maßnahme, hier am 23.8.2004 endet, wobei allerdings eine Anpassung geboten sein kann, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, d.h. dann der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen ist.

Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs auf den 23.8.2004 bezogen betrug vorliegend EUR 51,79 je Aktie und der für den Tag der Hauptversammlung EUR 55,05 und der Kurs am 21.12.2004 selbst EUR 57,25. Selbst wenn man hier daher eine Anpassung vornehmen wollte, wäre die Abfindung von EUR 63,80 jeweils aus Sicht der Minderheitsaktionäre nicht unangemessen.

Dafür dass die Abfindung von EUR 63,80 aus marktorientierter Wertermittlung anhand von Börsenwerten hier jedenfalls für die Minderheitsaktionäre sachgerecht ist, zeigt auch, dass der Börsenkurs der Höchst AG bis zum 21.12.2004 nie (Allzeithoch EUR 58,69 am 16.4.2002) diesen Wert überschritten hat, obwohl der durch das Übernahmeangebot für durch am 26.1.2004 zu EUR 44,41 und der Erhöhung am 26.4.2004 auf EUR 48,80 im Jahre 2004 erkennbar durch spekulative Einflüsse nach oben getrieben war, nachdem er im Jahre 2003 EUR 40,-- kaum überschritten hat (vgl., Sonderheft Gutachterliche Stellungnahme , Grafik S. 42).

Auch wenn man berücksichtigt, dass wegen des hohen Aktienbesitzes der Antragsgegnerin nur ein geringer Teil des Gesamtaktienbestandes im Zeitraum ab 23.5.2004 gehandelt wurde, so spricht dies dennoch nicht gegen die Heranziehung des Börsenkurses für die Schätzung, ob die Abfindung von EUR 63,80 jedenfalls aus Sicht der Minderheitsaktionäre nicht unangemessen ist. Im Zeitraum Mai – August 2004 fand ausweislich der im Übertragungsbericht (dort s. 144) deren Richtigkeit von keinem im Verfahren in Abrede gestellt wurde, nahezu börsentäglich ein Handel mit Aktien der Höchst AG statt, wobei an einigen Handelstagen die Marke von 25.000 Stück überschritten wurde, im Zeitraum bis zur Hauptversammlung wurde sogar an einzelnen Tagen ein Volumen von über 40.000 Stück gehandelt.

Es bestand auch kein Anlass, den Liquidationswert der Höchst 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. Beides liegt hier nicht vor.

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller, die Vorlage der Arbeitspapiere von und des sachverständigen Prüfers anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen

aber nicht vor. Die hier tätige sachverständige Prüferin hat das Ergebnis ihrer Prüfungen im Prüfungsbericht detailliert dargestellt und in der ergänzenden Stellungnahme weiter erläutert. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Übertragungsbericht und der gutachtlichen Stellungnahme und den von der Antragsgegnerin vorgelegten ergänzenden Gutachten sowie dem Prüfbericht und der eingeholten Stellungnahme von wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen, die die Abfindung am Börsenkurs orientiert, enthalten sollen, ist nicht ersichtlich.

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

Die von einigen Antragstellern gegen die Zinsregelung (§ 327 b Abs. 2 AktG) - Zinsen ab Eintragung - vorgebrachten Einwände 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 Beschlussmängelklage letztlich wie hier – auf ggf. aufgrund eines Vergleichs - als erfolglos, bzw. erfolgt die Eintragung aufgrund eines entsprechenden Beschlusses im Freigabeverfahren 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 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. Rosskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Dies ist hier nicht der Fall. Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur der Abfindung kommt, sind keine Billigkeitsgründe

ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnte.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG). Mangels Erhöhung war nur der gesetzliche Mindestwert von EUR 200.000,-- festzusetzen.

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.