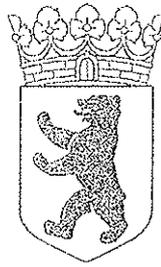


Ausfertigung



Landgericht Berlin

Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 154/02 AkiG

In dem Spruchverfahren
betreffend den Ausschluss der Minderheitsaktionäre
der Kempinski Aktiengesellschaft

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin am 5. Juni 2012 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht , den
beschlossen:

1. Die gegen die Antragsgegnerin zu 1. gerichteten Anträge werden zurückgewiesen.
2. Der angemessene Abfindungsbetrag gemäß den §§ 327a ff. AktG aufgrund des in der Hauptversammlung der Kempinski AG, Berlin, vom 23. August 2002 beschlossenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung wird auf 419,44 EUR je Stückaktie der festgesetzt.

3. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie die notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller hat die Antragsgegnerin zu 2. zu tragen.
4. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf 364,818,30 EUR festgesetzt.

Gründe:

i.

Das vorliegende Spruchverfahren betrifft die Festsetzung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG der Anteilsinhaber der Kempinski AG (nachfolgend auch KAG genannt) aus Anlass der am 23. August 2002 beschlossenen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin [REDACTED]. Die Absicht der Antragsgegnerin zu 2), einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der KAG zu betreiben, wurde erstmals mit der Einladung zur Hauptversammlung am 17. Juli 2002 veröffentlicht.

Die Gesellschaft verfügte Ende August 2002 über ein Grundkapital in Höhe von 9.842.368,71 €, welches in 375.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt war. Ein Börsenhandel im amtlichen Markt an den Wertpapierbörsen in Berlin, Frankfurt/Main und Hamburg fand lediglich mit 275.000 Stückaktien statt, da 110.000 im Rahmen einer Kapitalerhöhung im Jahr 2001 ausgegebene Aktien nicht zum Handel an der Börse zugelassen waren. Zum 23. Juli 2002 hielt die Antragsgegnerin einen Aktienanteil von 91 %. Weitere 7,3 % hielt die von der Antragsgegnerin beherrschte [REDACTED], während sich die restlichen 1,7 % der Aktien im Streubesitz befanden. Im Zeitraum von April bis Juli 2002 fanden nur noch geringe Umsätze mit den Aktien der Gesellschaft statt. Ein Handel erfolgte lediglich an 18 Börsentagen im Umfang von 191 Stück.

Die Gesellschaft besaß im Zeitpunkt der Hauptversammlung Beteiligungen an 15 Gesellschaften im Inland und weiteren 9 Gesellschaften im Ausland. Wesentlich waren hierbei vor allem die einhundertprozentigen Beteiligungen an der in Berlin ansässige M.Kempinski & Co. GmbH, bei der es sich um die Muttergesellschaft der Hotel Adlon GmbH/Berlin und der Hotel Vier Jahreszeiten GmbH/München handelte, sowie an der Kempinski Hotels S.A. Genf/Schweiz (nachfolgend auch KISA genannt). Die zuletzt genannte Gesellschaft war für das Management der ausländischen Hotels und Hotelbeteiligungen der Kempinski Gruppe zuständig.

Bereits in den Jahren vor 2002 war damit begonnen worden, das Geschäftsmodell der Gesellschaft von einer Hotelbetriebs- in eine reine Hotelmanagementgesellschaft zu überführen. In Umsetzung dieser Planungen waren in Deutschland die Hotels Bristol in Berlin, Gravenbruch in Neulisenburg und Atlantic in Hamburg veräußert worden, so dass als Eigenbetriebe lediglich das Hotel Vier Jahreszeiten in München sowie das bis zum Jahr 2027 gepachtete Hotel Adlon in Berlin verblieben waren. Im Ausland hatte die KISA in der Schweiz das Grand Hotel des Bains in St. Moritz langfristig gepachtet. Darüber hinaus bestanden Managementverträge über 13 Hotels im Inland sowie 11 Hotels im Ausland. Für weitere 12 noch im Bau befindliche Hotels waren bereits Verträge abgeschlossen worden.

Die Umsätze der Gesellschaft setzen sich aus Management- und Marketinggebühren zusammen. Die Managementverträge sehen regelmäßig eine Vergütung der Gesellschaft zum einen in Form einer vom Bruttoumsatz des Hotels abhängigen Grundgebühr (basic fee) und zum anderen in Form einer Incentive-Gebühr vor, die auf den Gross Operating Profit (GOP) bezogen ist. Die „Zielkonditionen“ der Gruppe gehen dabei von einer Vergütung in Höhe von 3 % auf die Hotelumsätze und von 10 % auf den GOP aus.

Die Antragsgegnerin bediente sich für die Erstellung des zur Hauptversammlung vom 23. August 2002 anzufertigenden Übertragungsberichts der Hilfe der
Diese stellte zunächst fest, dass die Vergangenheitsergebnisse aus den Jahren 1998 bis 2001 wegen Sondereffekten – insbesondere in Form von Erlösen aus Betriebs- und Grundstücksveräußerungen im Rahmen der Aufgabe der Eigenbetriebe – für die künftige Entwicklung aufgrund des neuen Unternehmenskonzepts nur unter Vornahme von Bereinigungen dieser Effekte als Grundlage dienen könnten. Als Basis für die Prognose der näheren Phase diente im Übrigen die am 19. November 2001 erstellte Mittelfristplanung der Geschäftsführung der KAG sowie Planungsunterlagen für die Tochtergesellschaften. Für die einzelnen im Rahmen von Managementverträgen betriebenen oder künftig zu betreibenden Hotels lagen Planungen vor, die von den jeweiligen Geschäftsführern beziehungsweise von Projektteams erstellt worden waren. Eine vom

Vorstand gebilligte konsolidierte Konzernplanung existierte vor Aufnahme der Bewertungsarbeiten durch [redacted] nicht.

Im Rahmen der Zusammenführung der vorliegenden Einzelplanungen nahm [redacted] in mehreren Punkten Anpassungen vor. Für die erste Planungsphase beruhten solche Modifikationen zum Teil auf Vorgaben des Managements der KAG, zum Teil hielt [redacted] selbst die der Planung zugrunde liegenden Annahmen - wie etwa künftige Belegungsraten oder Kosteneinsparungen - für unrealistisch und korrigierte diese nach unten. Für die ferneren Planungsphasen schrieb [redacted] die Ansätze der Jahre 2001 bis 2005 selbstständig bis zum Jahr 2010 fort und sah ab dem Jahr 2011 ein normalisiertes Ergebnis im Sinne eines nachhaltigen finanziellen Überschusses als erreicht an. Dabei nahm [redacted] bei der Ergebnisplanung der ausländischen Hotels für Währungsrisiken, politische und wirtschaftliche Länderrisiken, Fertigstellungsrisiken und Risiken neuer Geschäftsfelder Abschläge zwischen 0 % und 50 % auf die geplanten Ergebnisse vor. Weiterhin wurde unterstellt, dass trotz der beabsichtigten Expansion der Gruppe die absolute Zahl der – regelmäßig befristeten – Managementverträge gleich bleiben würde, mithin beendete Verträge durch Neuverträge zu identischen Konditionen ersetzt werden würden.

Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung ergaben sich zum einen aus dem Umstand, dass die KAG für mehrere im Ostteil Berlins gelegene Grundstücke Restitutionsansprüche angemeldet hatte, welche vom Amt für offene Vermögensfragen zurückgewiesen worden waren. Die KAG hatte daraufhin im Jahr 1997 eine Klage vor dem Verwaltungsgericht erhoben, über die im August 2002 noch nicht entschieden worden war. Obwohl die Gesellschaft selbst der Klage keine erheblichen Erfolgsaussichten beimaß, nahm [redacted] einen Entschädigungsanspruch in Höhe von etwas mehr als 500 TEUR an, welcher nach Abzug der Kosten im nicht notwendigen Vermögen ausgewiesen wurde. Zum anderen waren zum Bewertungszeitpunkt mehrere Rechtsstreitigkeiten zwischen der KAG und ihrem ehemaligen Großaktionär [redacted] beziehungsweise von diesem kontrollierten Gesellschaften anhängig. Diese ruhten, da die Beteiligten eine vergleichsweise Lösung anstrebten, wobei der genaue Inhalt eines möglichen Vergleichs wie auch der weitere Verlauf der Verhandlungen im August 2002 noch nicht zu übersehen waren. [redacted] nahm diese Situation zum Anlass, ein eigenes Vergleichsmodell zu entwickeln, welches im Ergebnis den Unternehmenswert der KAG zum 1. Januar 2002 um gut 5,5 Mio€ erhöhte. Die KAG beurteilte dieses Modell als sachgerecht, da es in wesentlichen Punkten dem im Februar 2002 erreichten Verhandlungsstand widerspiegelte. Die [redacted] sah sich in ihrem Prüfbericht zu einer abschließenden Beurteilung dieses Komplexes nicht in der Lage.

Ein Vergleich würde erst über ein Jahr nach dem Bewertungsstichtag abgeschlossen und von der außerordentlichen Hauptversammlung der KAG am 29. Oktober 2003 gebilligt. Dieser belastet die Gesellschaft im Ergebnis stärker als das von [redacted] erstellte Vergleichsmodell

Unter Anwendung eines Basiszinssatzes von 6 %, einer Marktrisikoprämie von 5 %, eines Betafaktors von 0,9 sowie eines Wachstumsabschlags für die Zeit der „ewigen Rente“ in Höhe von 1,0 % gelangte [redacted], bezogen auf den beabsichtigten Termin der Hauptversammlung zu einem Unternehmenswert von 140.025 TEUR, was auf die einzelne Inhaberaktie bezogen einen Ertragswert von 363,70 € je Aktie bedeutete. Den rechnerisch gewonnenen Risikozuschlag von 4,5 % hatte [redacted] zuvor um 0,5 Prozentpunkte auf 4,0 % gekürzt, da besondere Risiken, wie z.B. Währungs- oder Länderrisiken bereits im Rahmen der Erfolgsprognosen eingeflossen seien und daher nicht mehr bei der Bemessung der Höhe des Risikozuschlages berücksichtigt werden müssten.

Die Angemessenheit einer Abfindung in Höhe 363,70 € wurde von der mit Beschluss der Kammer vom 5. Juli 2002 gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin [redacted]

[redacted] bestätigt. In ihrem Bericht vom 15. Juli 2002 referiert [redacted] im Wesentlichen das Vorgehen der [redacted], um die jeweils gefundenen Ergebnisse ohne eigene Erwägungen als „nicht unplausibel“ zu bezeichnen.

Entsprechend beschloss die Hauptversammlung der Gesellschaft am 23. August 2002 mit der Stimmenmehrheit der Antragsgegnerin die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf sie gegen eine Abfindung von 363,70 € je Aktie. Die Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister bei dem Amtsgerichts Charlottenburg zur Nummer HRB 1996 erfolgte am 18. Oktober 2002, die Bekanntmachung im Bundesanzeiger am 25. Oktober 2002 und im Tagesspiegel am 29. Oktober 2002.

Die Antragsteller sowie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre machen neben verfahrensrechtlichen Einwendungen geltend, der Abfindungsbetrag von 363,70 € sei zu niedrig bemessen. Zudem habe keine ausreichende Prüfung durch den gerichtlich bestellten Barabfindungsprüfer stattgefunden, da dieser seine Arbeiten in gerade einmal sechs Tagen ausgeführt und im Hinblick auf den Übertragungsbericht keinerlei Beanstandungen festgestellt habe.

Die Planung der Gesellschaft sei unter dem Einfluss der Ereignisse vom 9. September 2001 zu pessimistisch ausgefallen. Sie berücksichtige Preiserhöhungspotenziale nur unzureichend, was vor allem die mögliche Kompensation steigender Personalkosten sowie die künftigen Zimmerpreise des Hotel Vier Jahreszeiten betreffe. Nach dessen Sanierung, die zudem für einen zu langen

handele rechtsmissbräuchlich, da sie bei einem Squeeze Out unabhängig vom Einzelfall stets Spruchverfahren einleiten wolle.

Die Antragsgegnerin verteidigt die von ihr vorgenommene Bewertung, da diese auf der Grundlage der im Bewertungszeitpunkt zur Verfügung stehenden Information zutreffend sei.

Dass die dem Übertragungsbericht zugrunde gelegte Planung bereits am oberen Ende der denkbaren Bandbreite gelegen habe, zeige die nachträglich eingetretene Entwicklung, da das Ergebnis im Jahr 2002 um 4,53 Mio€ und im Jahr 2003 sogar um 7,07 Mio€ hinter der Planung zurückgeblieben sei. Bereits in den Vorjahren habe es deutliche Anhaltspunkte dafür gegeben, dass die Planung der einzelnen Hotels überhöht gewesen sei, da die Planergebnisse in den Jahren 1998 bis 2001 um bis zu 31 % unterschritten worden seien. Diese Tendenz sei auch in den Folgejahren zu beobachten gewesen, sodass sich jede Korrektur der Planung nach oben wegen insoweit fehlender Plausibilität verbiete.

Die von [] vorgenommenen prozentualen Abschläge seien berechtigt gewesen, da der Abschluss von Managementverträgen bei noch nicht fertig gestellten Objekten nicht notwendig mit späteren Einnahmen verbunden sei. Bei dem Abschluss eines solchen Vertrages handele es sich regelmäßig um eine Voraussetzung für die Finanzierung der Bauvorhaben, ohne dass sichergestellt sei, dass es in der Folge tatsächlich zu einer Realisierung des Hotelprojekts und einer Durchführung des Managementvertrages komme. Diese Unsicherheit werde nicht im Rahmen der allgemeinen Marktrisikoprämie abgebildet.

Die KAG sei darüber hinaus im Gegensatz zu anderen Hotelbetreibern einem doppelten Währungsrisiko ausgesetzt, da die von der [] betriebenen Hotels grundsätzlich in Drittstaatenwährungen fakturierten, während die [] selbst in Schweizer Franken fakturiere, so dass ihre Ergebnisse von der Drittwährung in Schweizer Franken und dann erneut in Euro zu konvertieren seien.

Im Gegensatz zur Auffassung einiger Antragsteller bestehe kein Zusammenhang zwischen steigenden Personalkosten und Zimmerpreisen. Personalintensive Leistungen müssten angeboten werden, um die Marktstellung der KAG im Luxussegment halten zu können. Ähnliches gelte auch im Hinblick auf die Sanierung des Hotels Vier Jahreszeiten, die zur Erhaltung des Zustandes und des Image notwendig gewesen sei.

Die Antragsgegnerin verteidigt darüber hinaus die von [] in Ansatz gebrachten Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes als zutreffend. Soweit die Antragsteller meinten, ein höherer Wachstumsabschlag als 1 % sei gerechtfertigt sei zu bedenken, dass das Segment der Luxusho-

tellerie nicht mit dem Tourismus an sich und den hierfür prognostizierten Wachstumsraten gleichgesetzt werden könne. Darüber hinaus sei die Planung bereits ambitioniert. Einem weiteren Wachstum der Gesellschaft seien Grenzen gesetzt, da dieses nur über steigende Zimmerpreise realisiert werden könne und das Zimmerkontingent natürlich beschränkt sei.

Die Kammer hat am 19. Oktober 2004 beschlossen, die Berechnung der Barabfindung im Hinblick auf den Ansatz für den Kapitalisierungszinssatz mit allen einschlägigen Parametern sowie die Ertragsplanung auf ihre Plausibilität im Detail sowie im gesamten Bewertungsgefüge durch die

überprüfen zu lassen. Wegen des weiteren Inhalts des Beschlusses und der darin enthaltenen Vorgaben für die Sachverständige wird auf Bd. 10, Bl. 172 f. d.A. verwiesen.

Wegen der Ergebnisse der Beweisaufnahme wird auf das Gutachten von vom 30. Mai 2008 sowie die ergänzenden Stellungnahmen der Sachverständigen vom 10. Juli 2009, Bd. XII, Bl. 26 ff. d.A., Bezug genommen.

Erstmals in der mündlichen Verhandlung vom 16. Oktober 2009 wurde – wie auch im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 30. September 2009 angedeutet – deutlich, dass der Bewertung der Gesellschaft keine ordnungsgemäße Unternehmensplanung zugrunde lag, die vom Vorstand beschlossen und vom Aufsichtsrat genehmigt worden wäre. Darüber hinaus kristallisierte sich im Rahmen der Diskussion der Elemente des Kapitalisierungszinssatzes heraus, dass sich die von angenommenen zusätzlichen Risiken für einige über die betriebene oder zu betreibende Hotels wohl nicht sämtlich im Risikozuschlag abbilden lassen, wie die gerichtlich bestellte Sachverständige in ihren Gutachten meint, sondern bei der Höhe der in die einzelnen Planungsphasen einfließenden Erträge berücksichtigt werden müssten.

Die Kammer hat dies nach erfolglosen Vergleichsverhandlungen zwischen den Beteiligten zum Anlass genommen, zu verschiedenen Fragen ein ergänzendes Gutachten der gerichtlich bestellten Sachverständigen einzuholen. Wegen der diesbezüglichen Fragestellungen wird auf das Schreiben der Kammer vom 3. August 2011, Bd. XII, Bl. 208 f., wegen des Inhalts des Ergänzungsgutachtens vom 30. Dezember 2011 auf die Anlage zu Bd. XII verwiesen.

II.

Auf das Verfahren waren die bis zum 1. September 2003 geltenden Vorschriften für Spruchverfahren anzuwenden. Dies ergibt sich aus § 17 Abs. 2 SpruchG, nach dem auf Verfahren, in denen ein

Antrag auf gerichtliche Entscheidung vor diesem Datum gestellt worden ist, die bis zu diesem Tage geltenden Vorschriften des Aktiengesetzes und des Umwandlungsgesetzes anzuwenden sind.

A. Zulässigkeit der Anträge

1. Die Anträge waren zurückzuweisen, soweit sie sich ausdrücklich auch gegen die Kempinski Aktiengesellschaft als Antragsgegnerin zu 1. richteten. Nach Auffassung der Kammer ist Antragsgegner im Falle der gerichtlichen Nachprüfung der Barabfindung nach Maßgabe der §§ 327f Abs. 2 a.F. AktG, 306 a.F. AktG nicht (auch) die Aktiengesellschaft, sondern allein deren Mehrheitsaktionär, auf dessen Betreiben der Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgt.

Die Frage, wer nach einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 327a AktG in einem nachfolgenden gerichtlichen Spruchverfahren in Anspruch zu nehmen ist, war unter der Geltung der Verfahrensvorschrift des § 306 AktG allerdings umstritten. Im Gegensatz zum Umwandlungsrecht, in dem sich die Regelung des § 307 Abs. 2 UmwG a.F. befand, existierten im Aktienrecht keine gesetzlichen Vorgaben zu dieser Frage. So wurde zum einen vertreten, dass entweder die Gesellschaft oder der Hauptaktionär Antragsgegner sind, zum anderen aber auch, dass es der notwendigen Inanspruchnahme sowohl der Aktiengesellschaft als auch ihres Hauptaktionärs bedürfe (vgl. etwa Krieger, BB 2002, 53, 57; KölnKomm/Hasselbach, AktG, Rz. 8 zu § 327f AktG m.w.N.: Antragsgegner ist der Hauptaktionär; a.A. Hüffer, Aktiengesetz, 5. Aufl. 2002, Rz. 5 zu § 327f AktG; Vetter, AG 2002, 176, 190: Antragsgegner ist die Gesellschaft).

Die besseren Argumente sprechen nach Meinung der Kammer für die Auffassung, dass die Anträge auf Verbesserung der Barabfindung ausschließlich gegen den Hauptaktionär zu richten sind, da dieser nicht nur die Höhe der im Spruchverfahren zu prüfenden Kompensation nach der Regelung in § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG allein festlegt, sondern deren Zahlung auch materiell-rechtlich schuldet (vgl. auch OLG Düsseldorf, DB 2004, 428). Der Gesetzgeber hat die bestehende Unklarheit nunmehr durch § 5 Nr. 3 SpruchG im Sinne der hier vertretenen Auffassung beseitigt.

2. Die gegen die I waren hingegen sämt-
lich zulässig. Die Anträge der Antragsteller zu 2) bis 11) sind innerhalb der nach § 327 Abs. 2 Satz 2 AktG a.F. maßgeblichen Frist von zwei Monaten nach dem Tag gestellt worden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Sie sind vor dem insoweit maßgeblichen Fristende am 30. Dezember 2002 bei Gericht eingegangen.

Auch die Anschlussanträge der weiteren Antragsteller zu 12) bis 15) gemäß § 306 Abs. 3 Satz 2 AktG a.F. sind rechtzeitig vor dem entsprechenden Fristablauf am 18. März 2003 gestellt worden.

3. Soweit der Antragsteller zu 1) in seiner Antragschrift keinen konkreten Antragsgegner benannt hat war dies nach der vor dem 1. September 2003 geltenden Rechtslage unschädlich und konnte nach Auffassung der Kammer nicht dazu führen, dass der Antrag als unzulässig zu verwerfen gewesen wäre. Vielmehr ergab die – auch nach § 12 FGG – gebotenen Auslegung, dass er sich gegen den Schuldner der gewährten Abfindung richten sollte, da deren Erhöhung beziehungsweise deren Festsetzung durch das Gericht begehrt wird. Die Antragsgegnerin zu 2) wird als Hauptaktionärin auch namentlich benannt. Weiter gehende formale Anforderungen waren an einen im Rahmen des § 306 AktG gestellten Antrag nicht zu stellen, da solche erst mit § 4 Abs. 2 SpruchG eingeführt worden sind.

4. Die Anträge der Antragsteller waren auch im übrigen zulässig, da alle antragstellenden Beteiligten durch Vorlage von Schreiben ihrer Depotbanken nachgewiesen haben, dass sie bis zur Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister Aktionäre der Kempinski Aktiengesellschaft waren. Zwar ist dies in der überwiegenden Anzahl der Fälle lediglich durch eine Mitteilung über den bevorstehenden Zwangsverkauf der Aktien oder eine Depotabrechnung geschehen, die – lediglich – eine an den jeweiligen Aktionär gerichtete Mitteilung über die Ausbuchung der Aktien aus dem jeweiligen Aktienbestand enthält. Insoweit besteht grundsätzlich das Problem, dass die Ausbuchung nicht zeitgleich mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister, sondern regelmäßig um mehrere Tage versetzt erfolgt. Damit ist nicht ausgeschlossen, dass zwischen diesen Daten noch ein Anteilerwerb erfolgt, der dann nicht mehr zur Einleitung eines Spruchverfahrens berechtigen würde. Dennoch hielt die Kammer die von den Antragstellern überreichten Unterlagen in diesem Verfahren noch für ausreichend, da eine entsprechende Nachweisführung vor dem Inkrafttreten des SpruchG gemeinhin akzeptiert wurde.

5. Schließlich bestanden auch keine Bedenken gegen die Statthaftigkeit des Antrags der Antragstellerin zu 6). Die Kammer vermochte der Ansicht der Antragsgegnerinnen nicht zu folgen, dass die Antragstellerin zu 6) rechtsmissbräuchlich handelt. Zum einen hat die Antragstellerin zu 6) die von den Antragsgegnerinnen aufgestellte Behauptung, sie habe verlauten lassen, nach jedem Squeeze Out ohne Ansehung der Umstände des Einzelfalls ein Spruchverfahren einzuleiten, in Abrede gestellt. Zum anderen kann es der Antragstellerin zu 6) als Aktionärin nicht verwehrt werden, von ihrem gesetzlich verankerten Recht Gebrauch zu machen, die Höhe einer Abfindung nach § 327b AktG gerichtlich überprüfen zu lassen. Die Annahme eines Rechtsmissbrauchs bereits durch die Antragstellung als solche ist nur in ganz eng umrissenen Ausnahmefällen denkbar.

B. Begründetheit der Anträge

Die gegen die Antragsgegnerin zu 2) gerichteten Anträge haben in dem aus dem Beschlusstenor ersichtlichen Umfang Erfolg. Insoweit war die den Antragstellern gemäß § 327b AktG für den Verlust ihres Aktieneigentums zu zahlende Kompensation auf einen Betrag von 419,44 € zu erhöhen.

1. Verfahrensrügen

Die von den Antragstellern zu 5. und 6. erhobenen Verfahrensrügen waren zum einen unbegründet und zum anderen für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung der ausgeschlossenen Aktionäre in diesem Verfahren unerheblich. Die Kammer hat ihre Entscheidung nicht auf das durch den gerichtlich bestellten [redacted] erstellte Gutachten gestützt.

Soweit die bezeichneten Antragsteller offensichtlich die so genannte Parallelprüfung rügen, da die Erstellung des Prüfgutachtens durch [redacted] lediglich einem Zeitraum von sechs Tagen in Anspruch genommen hat, führte dies grundsätzlich nicht zu einer Entwertung des Barabfindungsgutachtens in dem Sinne, dass es als nicht erstattet anzusehen wäre.

In der Rechtsprechung war zwar im Zeitpunkt der Verfahrenseinleitung streitig, welche Schlussfolgerung aus einem zeitlich koordinierten Vorgehen des Barabfindungsprüfers mit dem vom Hauptaktionär selbst beauftragten Sachverständigen gezogen werden können oder müssen. Richtiger Weise ist bei der Beantwortung dieser Frage zu differenzieren zwischen der Eignung des Gutachtens des Ausschlussprüfers als Bewertungsgutachten nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und der Eignung des Prüfers als Sachverständiger im Spruchverfahren (so zutreffend Puzkajler in Kölner Kommentar zum SpruchG, Rz. 27 vor §§ 7-11 SpruchG). Die Problematik, inwieweit der Barabfindungsprüfer auch im Spruchverfahren als Sachverständiger einzubinden ist, besteht aber erst seit dem Inkrafttreten des § 8 Abs. 2 SpruchG, der auf das hiesige Verfahren noch keine Anwendung findet. Im Übrigen hat der Bundesgerichtshof festgestellt, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit seien erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitsentscheidungen erstrecke (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544). Eine solche Tätigkeit der Prüferin war vorliegend aber ebenso wenig ersichtlich wie eine unzulässige Einflussnahme der hiesigen Antragsgegnerin auf ihre Tätigkeit.

Mögliche inhaltliche Mängel der Prüfleistung von [redacted] konnten sich auf das Ergebnis des hiesigen Spruchverfahrens durch die vor der Kammer durchgeführte Beweisaufnahme ohnehin nicht auswirken.

2. Unternehmensplanung der Kempinski AG

Die Unternehmensplanung der KAG war nach Maßgabe des überwiegenden Teils der von der gerichtlichen Barabfindungsprüferin vorgenommenen Änderungen geeignet, als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu dienen.

Soweit einige Antragsteller allgemein bemängelt haben, die Planung weise wegen ihrer zeitlichen Nähe zu den Terroranschlägen vom 11. September 2001 eine zu pessimistische Grundhaltung auf, hat die gerichtliche Sachverständige in ihrem Gutachten vom 30. Mai 2008 ausdrücklich die Feststellung getroffen, dies sei nicht der Fall. Vielmehr spiegele die Planung die Erwartung wider, dass die nach den Anschlägen rückläufigen Umsatzerlöse bereits nach ein bis zwei Jahren wieder das Niveau von 2001 erreichen würden. Im Hinblick auf die angenommenen durchschnittlichen Belegungsraten der Hotels bezeichnet die Sachverständige die Planung sogar als „ambitioniert“, so dass sich für die Kammer keine Anhaltspunkte für die Annahme ergaben, dass die Beanstandung der Planungsrechnungen durch die Antragsteller berechtigt war.

a) Die Barabfindungsprüferin hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der KAG die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht seit mehreren Jahren der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur an Hand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg ist die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die auch aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Rz. 346). Weil außenstehenden Aktionären das Ausscheiden ermöglicht werden soll, ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem sie ohne wirtschaftliche Nachteile aus der Gesellschaft ausscheiden können (vgl. BGH, NJW 1998, 1866).

c) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327 b Abs. 1

AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, welche der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären zu gewähren hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. 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), der zugleich für die Frage maßgeblich ist, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativenanlagen bestehen.

d) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf erst künftig nachweisbare Erfolgschancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38). Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist aber regelmäßig nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da ansonsten die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen nicht berührt wird. Vor diesem Hintergrund ist es nach Auffassung der Kammer nicht zulässig, die zum Stichtag vorhandene Planung mit der tatsächlichen weiteren Entwicklung abzugleichen und allein aus diesem Vergleich den Schluss herzuleiten, dass die Planung (nicht) plausibel gewesen ist. Vielmehr ist bei erheblichen Abweichungen zwischen Plan- und Realergebnissen in Perioden, die unmittelbar auf den Bewertungsstichtag folgen, eine eingehende Analyse erforderlich, um die für diese Entwicklung maßgeblichen Faktoren bestimmen zu können. Im Anschluss ist dann die Frage zu beantworten, ob diese Faktoren im Zeitpunkt der Planungsaufstellung hätten berücksichtigt werden können und auch müssen oder ob es sich um Ereignisse handelt, die noch nicht in der Wurzel angelegt waren.

e) In diesem Zusammenhang gilt für die gerichtliche Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte regelmäßig verbietet, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der

jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben allerdings 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, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08).

f) Dies gilt aber nur dann, wenn sich die der Bewertung zugrunde liegende Planung tatsächlich als vertretbar und plausibel erweist. Soweit Planungsrechnungen fehlen oder nicht plausibel sind, müssen sachgerechte Prognosen getroffen werden (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 353). Dies umfasst nach Auffassung der Kammer auch die Fallgestaltung, dass vor Beginn der Bewertungsarbeiten eine konsolidierte und vom zuständigen Organ der Gesellschaft verabschiedete Planung nicht existiert hat. Werden die maßgeblichen Planungsannahmen in einem solchen Fall vom Vorstand und dem vom Mehrheitsaktionär mit der Bewertung beauftragten Dienstleister gemeinsam aufgestellt, ist das Ergebnis einer solchen anlassbezogenen Prognose besonders sorgfältig zu untersuchen, da die erforderliche Distanz zum Bewertungsanlass fehlt. Jedenfalls kann hier nicht unbedingt die Vermutung gelten, dass das Ergebnis auf einer unabhängigen, nur von den wirtschaftlichen Rahmendaten geleiteten Entscheidung des Vorstandes gründet und daher nur in engen Grenzen verändert werden darf.

g) Der von [] verwendeten Planung lagen verschiedene Prämissen zugrunde, deren Beziehung zueinander für die Frage der Plausibilität einer näheren Betrachtung bedurfte.

aa) So wird zu der zum Bewertungszeitpunkt beabsichtigten Unternehmensstrategie ausgeführt, dass standortpolitisch vor allem der Ausbau der ausländischen Präsenz des Kempinski-Konzerns im Vordergrund stehe und in diesem Zusammenhang neben dem Betrieb von Stadthotels auch zunehmend das Management von Resorts beabsichtigt sei (S. 41 des []-Gutachtens). Daneben wird aber die Anzahl der zum Stichtag abgeschlossenen Managementverträge fixiert und unterstellt, dass an deren Stelle bei Beendigung durch Zeitablauf oder bei vorzeitiger Beendigung jeweils neue Verträge mit gleicher Wertigkeit treten. Hierzu wird ausgeführt, Erfahrungen aus der Vergangenheit hätten gezeigt, dass mittelfristig die gleiche Anzahl an Managementverträgen neu geschlossen wird wie sie in Wegfall gerät. Da diese Annahme auch für die Phase der ewigen Rente verwendet wird, geht die Planung von einer unendlichen Dauer der im Stichtag bestehenden beziehungsweise abgeschlossenen Verträge aus. Aus diesem Grund kann die vorgesehene Expansion nur durch ein Wachstum der bestehenden Strukturen abgebildet werden. Dies bestätigt auch die gerichtlich bestellte Sachverständige, wenn sie davon spricht, dass im Ergebnis eine

Kumulation von werthaltigen Verträgen simuliert werde, so dass die regelmäßig zu verzeichnenden ertrags- und umsatzschwachen Anlaufphasen eines neuen Hotelprojekts, das als Ersatz für ein auslaufendes Projekts diene, ausgeblendet würden.

bb) Soweit die Antragsgegnerinnen ausgeführt haben, es könne nicht von einer Ausweitung der Managementverträge in der Zukunft ausgegangen werden, da eine Expansionsstrategie nicht notwendiger Weise Wachstum generiere, war dies nicht nachvollziehbar und mit den Angaben im Gutachten der nicht in Einklang zu bringen. Eine Ausweitung der Geschäfte ist bei einem Unternehmen regelmäßig mit Wachstum verbunden, da bei einer Stagnation des Geschäftsumfangs gerade nicht von Expansion gesprochen werden könnte. Wenn die Antragsgegnerin darauf verweist, dass ihr im Zeitraum von 2000 bis 2002 eine Erhöhung der Anzahl der von ihr betreuten Hotelprojekte nicht gelungen sei, verwundert dies angesichts des schwierigen Branchenumfelds in Folge der Anschläge vom 11. September 2001 nicht. Aus dieser Entwicklung konnten sich wegen dieser auf einem singulären Ereignis beruhenden Situation aber kaum Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung bis in die Phase der ewigen Rente ableiten lassen. Dies gilt auch hinsichtlich des Hinweises der Antragsgegnerin, es seien in den Jahren 2001 und 2002 mehr Managementverträge gekündigt als neu geschlossen worden.

Sowohl als auch die gerichtlich bestellte Sachverständige haben nach Betrachtung der Entwicklung der KAG in der Vergangenheit die Feststellung getroffen, dass sich Abgänge und Neuabschlüsse von Managementverträgen mittelfristig die Waage gehalten haben. Aus welchen Gründen zum Bewertungsstichtag im Gegensatz zu dieser Feststellung die Annahme gerechtfertigt gewesen sein soll, dass sich diese Entwicklung nicht zumindest fortsetzen lassen würde, hat die Antragsgegnerin nicht plausibel darlegen können.

cc) Die Planung der Umsatzerlöse erfolgte im Wege der so genannten Phasenmethode, wobei bis 2005 individuell schwankende Erlöse angenommen wurden, die ab 2006 mit einer Rate von 2,0 % durchgängig ansteigend fortgeschrieben wurden. Gegen diese Vorgehensweise war weder methodisch noch inhaltlich etwas zu erinnern. Die gerichtliche Sachverständige hat diesbezüglich festgestellt, dass die Prämisse einer nachhaltigen Steigerung ab 2006 plausibel ist, da ab einem bestimmten Zeitpunkt Wachstum nur noch über die Erhöhung der Zimmerpreise, nicht aber über eine beliebige Erhöhung der Belegungsraten erzielt werden kann.

h) Planung der KAG-Hotels

Bei den in Deutschland belegenen und unmittelbar von KAG betriebenen beziehungsweise gemangten Hotels erschien die Planung für einen Teil der Häuser plausibel und ist auch – nach den Ausführungen der gerichtlichen Sachverständigen zu Recht – von den Antragstellern nicht näher

kritisiert worden. Dies galt auch für die von vorgenommene Anpassung der Planung des Hotels Gravenbruch, da der vorgesehene Anstieg der Zimmerpreise weder durch die vorangegangene Entwicklung noch durch eine Änderung der Marktsituation oder einen Strategiewechsel des Hotels gerechtfertigt werden konnte.

Einer näheren Betrachtung bedurften allerdings die Hotels Atlantic in Hamburg, Vier Jahreszeiten in München, sowie Taschenbergpalais in Dresden.

aa) Hotel Atlantic

Bei diesem Hotel wurde die ursprünglich von der KAG stammende Planungsrechnung durch revidiert, da der langfristig angestrebte House Profit von 35 % im Jahr 2005 angesichts eines vor dem Stichtag erreichten Spitzenwerts von 21,5 % im Jahr 1998 nicht für realistisch gehalten wurde. Die gerichtlich bestellte Sachverständige hat auch die von angepasste Planung noch für zu optimistisch gehalten und die Materialeinsatzquote um 2,0 %-Punkte erhöht, da sie annahm, dass durch den langjährigen Betrieb des Hauses und die Konkurrenzsituation in Hamburg nur noch eine begrenzte Optimierung der Betriebsprozesse möglich sein dürfte. Die Kammer hielt diese Einschätzungen der Sachverständigen und damit auch die vorgenommenen Änderungen an der Planung für nachvollziehbar, so dass die Einwendungen der Antragsteller hinsichtlich der von vorgenommenen Kürzung nicht durchgreifen konnten. Ergebnisplanungen müssen eine Grundlage in der Vergangenheitsentwicklung und in der Marktsituation finden können. Für eine so durchgreifende Verbesserung des Ergebnisses wie sie zunächst vorgesehen war, fand sich keine tatsächliche Grundlage so dass es der ursprünglichen Planung an der notwendigen Plausibilität mangelte.

bb) Hotel Vier Jahreszeiten

Bei diesem Münchener Luxushotel, welches unmittelbar von der KAG betrieben wird, bestand die Besonderheit, dass trotz oder gerade wegen der dauerhaft guten Auslastung des Hauses bis zum Bewertungsstichtag notwendige Sanierungsarbeiten nicht hatten durchgeführt werden können. Da die ursprüngliche Planung von KAG die Auswirkungen umfassender Sanierungsarbeiten auf die Erlös- und Aufwandsseite nicht berücksichtigt hatte, wurde dies in Zusammenarbeit mit nachgeholt. Dabei wurden von einer Streckung der notwendigen Maßnahmen über einen Zeitraum von fünf Jahren bei gleichzeitigem Weiterbetrieb des Hotels ausgegangen. Der hierbei anfallende Gesamtaufwand wurde mit 30 Mio. € geschätzt. Umsatz und Aufwendungen sollten während der Sanierungsphase 10 % hinter den zuvor geplanten Werten zurückbleiben. Da die Arbeiten im Jahre 2009 abgeschlossen sein sollten, wurde für den Folgezeitraum von einer Normalisierung des Geschäftsbetriebes ausgegangen.

aaa) Die gerichtliche Sachverständige hat diese Annahmen für weit gehend plausibel gehalten, insbesondere auch die Länge des Sanierungszeitraums und die veranschlagten Kosten betreffend. Sie hielt unter Berücksichtigung des Stichtagsprinzips die Erstellung einer abweichenden Planung nicht für angezeigt, auch wenn sich im Zeitraum der Begutachtung des Sachverhalts durch [redacted] bereits abgezeichnet hatte, dass sich eine Sanierung gegenüber dem in der Bewertungsplanung vorgesehenen Zeitraum nach hinten verschieben würde. Auch für die Kammer waren keine Anhaltspunkte ersichtlich, dass die Planannahmen, wie von den Antragstellern zu 7) bis 11) behauptet, vom Grundsatz her nicht sachgerecht waren.

bbb) Die Sachverständige hat auch den weiteren von Antragstellerseite geäußerten Einwand zurückgewiesen, dass die Planung nach dem Abschluss der Sanierung von einer Erhöhung der Zimmerpreise hätte ausgehen müssen. Eine solche Forderung war angesichts des Umstandes, dass durch eine Sanierung im Bereich der Luxushotellerie regelmäßig nur die Marktposition gesichert wird, da der Kunde eine gehobene Ausstattung erwartet, nicht realistisch. Bei den in der Planung vorgesehenen Maßnahmen handelte es sich nach Auskunft der Sachverständigen im Wesentlichen um Renovierungen und technische Instandhaltung, so dass hiermit keine preisrelevante deutliche Anhebung des zuvor vorhandenen Standards verbunden sein sollte.

ccc) Die gerichtliche Sachverständige hat allerdings die in der Planung ab dem Jahr 2009 angesetzte Personaleinsatzquote von 33,0 % kritisiert und in diesem Punkt eine Kürzung von 3 % für angemessen gehalten. Zur Begründung führt sie im Wesentlichen aus, dass die Beibehaltung der Personaleinsatzquote von 33,0 % nach dem Abschluss der Sanierungsarbeiten nicht plausibel sei. Zwar sei nachvollziehbar, dass die Antragsgegnerin für die Zeit der Sanierung einen erhöhten Personaleinsatz eingeplant habe, um zur Kompensation der mit den Arbeiten verbundenen Beeinträchtigungen der Gäste den allgemeinen Servicestandard zu verbessern. Angesichts des Umstandes, dass die nach dem Jahr 2009 projektierten Belegungsraten in der Vergangenheit aber auch mit einer Personaleinsatzquote von nur 29 % hätten realisiert werden können, müsse die Planung in diesem Punkt als nicht sachgerecht angesehen werden. Die Antragsgegnerinnen haben ihre Planung dagegen mit dem Argument verteidigt, dass sich die vorgesehenen Belegungsraten oberhalb von 80 % angesichts der für den Standort München erwarteten Konkurrenzsituation nur mit einem besonders guten Service verwirklichen ließe.

ddd) Die Kammer hielt die von der Sachverständigen vorgenommene Korrektur für möglich, nicht aber für zwingend, so dass sie entsprechend zu revidieren war. Wie oben ausgeführt, kommt eine Änderung der Planung dann nicht in Betracht, wenn die Gesellschaft aufgrund vertretbarer Annahmen von einer entsprechenden Entwicklung ausgehen konnte. Vorliegend war nicht zu erken-

nen, dass KAG für München nicht von einer sich verschärfenden Wettbewerbssituation ausgehen durfte.

Die gerichtliche Sachverständige geht auf diese Frage in ihrem weiteren Ergänzungsgutachten vom 30. Dezember 2011 ein und weist darauf hin, dass sich diese Argumentation im Gutachten von nicht wieder findet. Dies hielt die Kammer aber nicht für ausschlaggebend, da sich dort auch keine näheren Ausführungen zur Personaleinsatzquote finden. Darüber hinaus betont die Sachverständige den Umstand, dass im Vergleich zwischen 2001 als letztem IST-Jahr und dem Planjahr 2009 lediglich beim Hotel Vier Jahreszeiten ein deutlicher Anstieg der Personaleinsatzquote geplant worden sei. Jedoch dürfte diese Entwicklungstendenz für die Frage der fehlenden Plausibilität der Planung nicht allein maßgeblich sein, da die auf Seite 26 des ergänzenden Gutachtens wiedergegebene Aufstellung erkennen lässt, dass eine Personaleinsatzquote von 33,0 % im Vergleich mit den weiteren in Deutschland befindlichen Häusern der KAG absolut gesehen nicht ungewöhnlich hoch ist. Vielmehr liegen einige Hotels darüber, wobei die Sachverständige auch für das Berliner Hotel Adlon die Konkurrenzsituation als einen der Faktoren berücksichtigt hat, der eine Quote von mehr als 34 % rechtfertigt. Wenn die Sachverständige weiter meint, dass eine zunehmende Konkurrenz eher durch eine sinkende Belegungsrate hätte abgebildet werden müssen, mag dies zutreffen. Auch eine solche Verfahrensweise hätte aber die Erträge verringert.

cc) Hotel Taschenbergpalais

Für das in Dresden belegene Hotel bestand im Bewertungsstichtag die Situation, dass die KAG zufließenden Managementgebühren aufgrund der bestehenden vertraglichen Vereinbarung mit der Eigentümergesellschaft bis 2003 auf den Betrag von 383.000,00 EUR im Jahr begrenzt waren. Für den Folgezeitraum wäre unter Geltung der von Kempinski für die Managementverträge angestrebten Zielkonditionen eine Verdoppelung der Gebühren zu erwarten gewesen.

aaa) Das Haus hatte bis zum Jahr 2002 keine positiven Ergebnisse erwirtschaften können. hielt die dennoch optimistische Hotelplanung einschließlich der Annahme einer Steigerung der Belegungsraten auf 75 % im Jahr 2005 bei gleichzeitig sinkenden Personal- und Materialkosten für plausibel, ging jedoch auch für die Zeit ab 2004 von einer weiteren Fixierung der Managementgebühr aus. Als Begründung für diese Annahme nennt das Bewertungsgutachten die Unsicherheit einer Einigung mit dem Eigentümer.

bbb) Die gerichtliche Sachverständige hat zunächst die Planung analysiert und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass der geplante Rückgang der Einsatzquoten um 4,9 % zwischen 2001 und 2010 (zu) ambitioniert und aus diesem Grunde eine um 2,0 %-Punkte höhere Quote in Ansatz zu bringen sei.

Im Übrigen hat sie die Entwicklung des Hauses im Zusammenhang mit den Rechtsstreitigkeiten zwischen der KAG und Bock/ADVANTA betrachtet. Dabei betont sie zum einen die zum Bewertungsstichtag vorliegenden positiven Planungen für das Hotel, welche aus damaliger Sicht plausibel gewesen seien. Zum anderen führt sie aus, dass die tatsächlich erzielbaren Vergütungen für Managementverträge die „Ziellinie“ der KAG, die eine Vergütung vom 3,0 % auf die Gesamtumsätze und 10,0 % auf den GOP des Hotels vorgesehen habe, oftmals unterschritten hätten. Angesichts der weiteren Umstände kommt sie zu dem Schluss, dass eine Einigung mit den Eigentümern auf diese Sätze deutlich erschwert gewesen sei, zumal das Objekt als „Landmark“ geeignet sei, auch das Interesse anderer Hotelketten zu wecken.

Allerdings sei für die Eigentümer angesichts der vorliegenden Planungen auch unter Zugrundelegung der Kempinski-Zielkonditionen mit einem positiven Ergebnis zu rechnen gewesen. Hinzu komme, dass die Annahme schlechterer Vertragsbedingungen das Ansehen der Marke Kempinski nicht hinreichend würdige. Im Ergänzungsgutachten vom 30. Dezember 2011 bringt die Sachverständige zudem die Überlegung ein, dass eine variable Managementvergütung auch für die Eigentümer, die in der Vergangenheit Verluste erlitten hätte, möglicher Weise gegenüber fixen Gebühren eine bessere Lösung bieten könnte. Darüber hinaus sei allenfalls für eine gewisse Zeit eine Reduzierung der Managementgebühren als Kompensation für diese Verluste denkbar, nicht aber auch für den Zeitraum der ewigen Rente.

ccc) Die Antragsgegnerinnen wenden sich nach Ansicht der Kammer zu Recht gegen diese Annahmen der Sachverständigen, da unter den gegebenen Umständen die – vereinfachend getroffene Annahme in der ursprünglichen Bewertung – nicht weniger plausibel erschien als der von der Sachverständigen aufgezeigte Verlauf.

ddd) Der Grund hierfür lag ganz wesentlich in dem vertraglich verankerten Recht der Eigentümer, die Bedingungen des im Jahr 1991 geschlossenen Managementvertrages bei negativen Ergebnissen im Zeitraum von 1995 bis 2003 nachzuverhandeln. Bedingt durch den Umstand, dass die Leistungen der KAG durch den im fraglichen Zeitraum verursachten negativen Cashflow nicht den Erwartungen der Eigentümer gerecht geworden waren, hielt es die Kammer für lebensfremd anzunehmen, dass allein die Vorlage einer positiven Planung die Eigentümer dazu veranlassen würde, die Vertragskonditionen deutlich zu verbessern. Hinzu kam die Feststellung der Sachverständigen, dass es KAG in der Vergangenheit auch unter anderen – offensichtlich besseren – Ausgangsbedingungen nicht gelungen war, die angestrebten Vertragskonditionen durchzusetzen. Dies war dann aus der erschwerten Verhandlungsposition der KAG beim Taschenbergpalais heraus erst recht nicht plausibel. Dem konnte nicht das Ansehen der Marke Kempinski entgegen-

gehalten werden, wenn für das Objekt absehbar auch andere Betreiber hätten gewonnen werden können, deren Renommee nicht ersichtlich schlechter wäre.

Aus diesem Grunde war nach der Modifikation der Einsatzquote von einer weiteren Fixierung der Managementgebühren auszugehen.

i) Planung der KISA-Hotels

hat in ihre Unternehmensbewertung sowohl Hotels einbezogen, für die am Bewertungsstichtag Managementverträge liefen als auch neun Projekte, deren Realisierung erst für die Jahre 2003 bis 2006 vorgesehen war. Hierbei handelte es sich um acht Hotels und ein Kreuzfahrtschiff, welches 2003 in Ägypten den Betrieb aufnehmen sollte. Ein weiteres Hotel, das Grand Hotel des Bains in der Schweiz, war von der KISA gepachtet worden und sollte nach dem Abschluss von Restaurierungsarbeiten im Dezember 2002 eröffnen.

aa) Die Erträge aus einigen Managementverträgen wurden nach Ermittlung der Höhe der zu erwartenden Einnahmen von mit gestaffelten Risikoabschlägen versehen, die von 5 % bei Hotelprojekten in Ländern mit zusätzlichen wirtschaftlichen Risiken beziehungsweise Währungsrisiken bis hin zu 50 % bei Projekten reichten, für die ein hohes Fertigstellungsrisiko aufgrund der Größe und des Finanzierungsbedarfs gesehen worden oder bei denen es an Geschäftserfahrungen von Kempinski fehlte. In diese Kategorie fiel ausschließlich der Betrieb des Kreuzfahrtschiffs Janna.

bb) Die gerichtlich bestellte Sachverständige hat diese Abschläge weitgehend rückgängig gemacht, da sie deren Ansatz für verfehlt hält. Die Antragsgegnerin dagegen verteidigt die Vorgehensweise von , wobei sich die Kammer im Ergebnis der Auffassung von anschließt.

cc) Die Risikoabschläge waren nämlich zum einen als systemwidrig anzusehen und zum anderen auch von ihrer Höhe her in keiner Weise nachvollziehbar. Die gerichtlich bestellte Sachverständige teilt in ihrem Ergänzungsgutachten vom 30. Dezember 2011 zum zuletzt genannten Punkt mit, ihr sei von erklärt worden, die Höhe der Abschläge sowie die Einordnung der Hotels in die einzelnen Risikogruppen sei auf einer subjektiven Schätzungsgrundlage erfolgt, wobei Risikoeinstufungen der herangezogen worden seien. Eine solche Vorgehensweise ist nach Einschätzung der Kammer grundsätzlich nicht geeignet, um im Rahmen einer Bewertung nach dem IDW Standard S1 zu einem objektivierten Unternehmenswert zu gelangen. Entsprechend führt auch die gerichtliche Sachverständige aus, dass von Seiten quantitativ keinerlei Konkretisierung vorgenommen worden sei, die erkennen lasse, warum und in

welcher Höhe die bisherigen Planansätze für die einzelnen Hotels als falsch anzusehen waren beziehungsweise warum gerade die vorgenommenen Anpassungen zu einer Angemessenheit der bisherigen Planung im Sinne einer höheren Richtigkeitsgewähr führen sollten.

dd) Soweit erhebliche Unsicherheiten bei der Prognose bestehen, kann es notwendig und auch zweckmäßig sein, mehrwertig zu planen und auf diese Weise das Maß der Unsicherheit offen zu legen. In diesem Rahmen ist das Für und Wider der jeweiligen Alternativentwicklungen zu untersuchen, wobei die unterschiedlichen Erwartungen mit ihren jeweiligen Wahrscheinlichkeiten anzuführen und zu gewichten sind. Diesen Prozess kann der Gutachter nicht dadurch ersetzen, dass er nicht näher erläuterte Zu- und Abschläge für unwägbare Risiken vornimmt (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 388 ff.). Eben eine solche Vorgehensweise hat der von der Antragsgegnerin beauftragte Bewerter aber verfolgt, indem er für einige der von der KISA bewirtschafteten Hotels unter Hinweis auf allgemeine Risiken pauschale Abschläge vorgenommen hat.

ee) Den Einwand der Antragsgegnerinnen, es handele sich bei den von vorgenommenen Risikoabschlägen entgegen der im Gutachten verwandten Nomenklatur um keine „echten“ Abschläge, sondern um Plananpassungen, konnte die Kammer nicht nachzuvollziehen. Eine Reihe von Umständen begründet Zweifel daran, dass die Antragsgegnerin im Rahmen dieses Verfahrens die Vorgehensweise von bei der Erstellung ihres Gutachtens zutreffend beschreibt.

So wurde das Gutachten auf der Grundlage des Bewertungsstandards IDW S1 2000 erstellt, unter dessen Geltung in der Praxis durch die Rezipierung des CAPM-Modells eine weitgehende Verlagerung der Risikokomponente in den Kapitalisierungszinssatz erfolgt ist. Die gerichtliche Sachverständige hat zu diesem Punkt in ihrer Stellungnahme vom 10. Juli 2009 zutreffend betont, dass die Unsicherheit über die Höhe der künftigen Überschüsse entweder als Abschlag vom Erwartungswert oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszins in die Bewertung eingehen kann. Eine Vermischung dieser Methoden ist hingegen nicht zulässig.

Die Vorgehensweise von ist in diesem Punkt aber nicht trennscharf: Auf der einen Seite wurden für die Hotels der KAG unter Vornahme einzelner Anpassungen konkrete Erträge geplant und in der projektierten Höhe auch in die Berechnung des Unternehmenswerts eingestellt. Auf der anderen Seite wurden zwar auch die von der KISA betriebenen Hotels im Einzelnen betrachtet, auf die angenommenen Erträge zum Teil jedoch pauschale Abschläge „wegen zusätzlicher Risiken“ von bis zu 50 % vorgenommen. Beide Teile der Bewertung wurden dann zusammengeführt und mit einem einheitlichen Risikozuschlag im Kapitalisierungszinssatz abdiskontiert, der zur Vermeidung der Doppelberücksichtigung von Risiken gegenüber dem für eigentlich zutreffend gehaltenen

tenen Wert um 0,5 Prozentpunkte reduziert wurde. Diesem Vorgehen fehlte jedenfalls die für die erforderliche Nachvollziehbarkeit der Bewertung notwendige Transparenz.

Angesichts des Umstandes, dass [] angibt, die Bewertung nach dem IDW Standard S1 vorgenommen zu haben, ist davon auszugehen, dass [] die oben geschilderte Systematik bekannt war. Wenn im Gutachten mithin von Abschlügen für besondere Risiken die Rede ist, war nicht davon auszugehen, dass [] insoweit lediglich eine ungenaue Sprachregelung gewählt hat und eigentlich eine Korrektur der Planung beabsichtigt war, wie die Antragsgegnerin behauptet.

ff) Zwar kann unterstellt werden, dass dem Bewertungsgutachten keine konsolidierte und zuvor vom Vorstand der KAG verabschiedete Planung zugrunde gelegen hat, sondern lediglich die von den Leitungen der einzelnen durch KISA betriebenen Hotels aufgestellten Prognosen, was die Antragsgegnerinnen auch anlässlich der mündlichen Anhörung vom 16. Oktober 2009 erneut betont haben.

gg) Diese Prognosen sind aber nicht ungeprüft und in unveränderter Höhe in die Bewertung eingeflossen. Vielmehr hat [] die Planungen der einzelnen Hotels analysiert und Bereinigungen vorgenommen, soweit die Werte für unrealistisch gehalten wurden. Dies gilt etwa für das Hotel Mansour in Marrakesch, bei dem die für 2005 geplante Belegungsrate nach den Überlegungen von [] erst im Jahr 2009 erreicht werden sollte. Beim Resort Ajman in den Vereinigten Arabischen Emiraten korrigierte [] die Aufwandsplanung nach oben, da die dort vorgesehenen weiteren Einsparungen nicht für realistisch gehalten wurden. Auch bei den zum Bewertungsstichtag noch nicht realisierten Hotelprojekten zeigt sich am Beispiel des Hotels in Sao Paulo/Brasilien, dass [] die ihr vorgelegten Machbarkeitsstudien auf ihre Plausibilität hin überprüft und gegebenenfalls korrigiert hat. So wurde für das genannte Projekt für die weiteren Berechnungen die angenommene maximale Belegungsquote von 67 % auf 60 % reduziert.

hh) Vor diesem Hintergrund war die Behauptung der Antragsgegnerinnen, die angenommenen positiven Ergebnisse seien aus der Luft gegriffen gewesen, da die Fertigstellung der Hotels nicht absehbar gewesen sei, nicht nachvollziehbar. Da Kempinski Erfahrungen mit dem Abschluss von Managementverträgen im Zeitpunkt der Projektierungsphase neuer Hotels besaß, war nicht ersichtlich, dass auf der Grundlage dieses Erfahrungswissens die zukünftigen Erträge für die in die Planung aufgenommenen Projekte nicht eingeschätzt werden konnten. Wenn die Antragsgegnerin weiter geltend macht, die Hotels in Sao Paulo und Kairo hätten in der Planung überhaupt nicht berücksichtigt werden dürfen, stellt sie letztlich die Grundlage für das mit der Unterstützung von KAG erstellte Gutachten von [] infrage. Sie wiederholt diese Auffassung auch in ihrem Schriftsatz vom 13. April 2012, indem sie geltend macht, die Realisierung dieser Projekte sei überhaupt

nicht hinreichend wahrscheinlich gewesen, so dass auch Ertragsströme in Höhe von 50 % bereits überbewertet seien. Die Antragsgegnerin unternimmt aber nicht den Versuch zu erläutern, aus welchen Erwägungen heraus diese Hotelprojekte im Sommer 2002 in die Planung eingeflossen sind. Dies lässt sich jedenfalls nicht aus dem Umstand heraus erklären, dass insgesamt eine noch nicht vollständig konsolidierte Bottom-Up-Planung vorgelegen hat, da es kaum den einzelnen Projektteams obliegen haben dürfte, über den Umfang der in die Bewertung der KAG einfließenden Planungen zu entscheiden.

ii) Ebenso wenig nachvollziehbar war die weitere Behauptung der Antragsgegnerin, der Vorstand der KAG habe der Realisierung des Kreuzfahrtschiffes Janna skeptisch gegenüber gestanden und sei – anders als die auf den Annahmen des Projektteams beruhende Planung dies widerspiegele – nicht von positiven Ergebnisbeiträgen ausgegangen. Dann wäre aber nicht im Ansatz verständlich, warum sich KAG überhaupt auf den Betrieb des Schiffes eingelassen und diesen auch tatsächlich begonnen hat. Angesichts der von der gerichtlichen Sachverständigen geschilderten Umstände war die Kurzlebigkeit dieses Projekts auch nicht auf einen sich von Anfang an abzeichnenden wirtschaftlichen Misserfolg zurückzuführen, sondern auf einen Brand an Bord des Schiffes. Die Antragsgegnerinnen müssen sich nach Auffassung der Kammer an ihrer zum Stichtag gewählten Planungssystematik festhalten lassen und können diese nicht nunmehr, wohl auch ergebnisorientiert, wieder in Frage stellen.

jj) Es findet sich auch an keiner Stelle des I -Gutachtens ein Hinweis darauf, dass die von den KISA-Hotels geplanten Erlöse aus den Managementverträgen durchgehend überhöht gewesen sind und aus diesem Grunde einer Korrektur durch die – falsch bezeichneten – Risikoabschläge bedurften. Wenn die von den Hotelleitungen aufgestellten Planungen grundsätzlich als zu optimistisch zu geltend hatten, weil ihnen das Interesse des jeweiligen Managements „möglichst gut dazustehen“ zugrunde gelegen haben sollte, war nicht nachvollziehbar, dass Abschläge nur für einzelne, nicht aber für alle Hotels vorgenommen wurden. Soweit die Antragsgegnerinnen behaupten, die angenommenen Ergebnisse hätten planungsrelevante Sachverhalte nicht berücksichtigt, so dass über die Abschläge eine realistische Einschätzung der Projektverläufe notwendig gewesen sei, spiegelt sich dies im I -Gutachten nicht wieder. Die Antragsgegnerin nennt insoweit auch keinerlei Details. Zudem dürften sich „planungsrelevante Sachverhalte“ regelmäßig auf das einzelne Hotel bezogen ergeben, was gegen den Ansatz pauschaler Abschläge spricht.

kk) Mit der Annahme des Vorliegens übermäßig optimistischer Planungen wäre auch kaum vereinbar, dass I etwa hinsichtlich des Hotels Ciragan Palace in Istanbul bestätigt hat, dass sowohl der geplante Rückgang der Belegung als auch das nachfolgend geplante, vor allem durch Preissteigerungen bedingte leichte Umsatzwachstum, plausibel seien. Obwohl nach dieser Analy-

se gerade nicht von überzogenen Planansätzen auszugehen war, wurde von den geplanten Ergebnissen ein Abschlag von 10 % vorgenommen. Auch die Planung des Hotels Europe in St. Petersburg wurde von [redacted] ausdrücklich als realistisch bezeichnet, so dass sich aus dieser Feststellung heraus der spätere pauschale Abschlag in Höhe von 5 % nicht begründen lässt.

ll) Besonders augenfällig wird die inkonsistente Argumentation der Antragsgegnerinnen bei Betrachtung des Hotels Baltshug Kempinski in Moskau. Zu diesem Haus teilt [redacted] auf Seite 55 ihres Gutachten mit, dass für die Jahre 2002 bis 2005 keine aktuelle Planung erstellt worden war, sondern lediglich ein Budget für das laufende Jahr 2002 sowie eine alte Planung für den Zeitraum der Jahre 2001 bis 2003 vorgelegen hätten. Deren Planumsätze seien aber bereits in 2001 weit überschritten worden, sodass [redacted] hierin keine taugliche Grundlage für eine objektivierte Planung mehr sah. In der Folge hat [redacted] dann eigene Annahmen bezüglich der Erfolgsrechnung des Hotels getroffen und diese der Bewertung zugrunde gelegt. Dennoch wurde von den auf dieser Basis berechneten Ergebnissen ein Risikoabschlag in Höhe von 5 % vorgenommen. Nach der Argumentation der Antragsgegnerinnen müsste dieser Abschlag die Folge einer überhöhten Planung gewesen sein, welche in diesem Fall von [redacted] aber selbst erstellt worden war. Nun ist aber kaum anzunehmen, dass [redacted] zunächst eine zu optimistische Planung entwickelt haben soll, nur um diese dann im nächsten Schritt durch einen pauschalen Abschlag wieder zu reduzieren.

mm) Das einzige Haus, bei dem der wesentliche Teil der Abschläge, welche auf die vom Hotelmanagement vorgesehenen Ergebnisse vorgenommenen wurden, tatsächlich planungsbezogen war, ist das Hotel Zografski in Sofia. Hier ging die KAG nach den Erläuterungen von [redacted] von einer Halbierung der Planergebnisse aus, wobei diese Annahme auch nicht mit mehr oder weniger abstrakt umschriebenen Risiken begründet wurde, sondern mit fehlenden Instandsetzungs- und Sanierungsmaßnahmen. An dieser Stelle findet sich damit der einzige Anhaltspunkt, dass eine Planung von [redacted] in Absprache mit KAG revidiert worden ist, wie die Antragsgegnerin dies für die KISA-Hotels insgesamt behauptet. Entsprechend hat die gerichtliche Sachverständige auch den in der Bewertung enthaltenen 50%-igen Abschlag beibehalten und lediglich den weiteren Abschlag von 5 % für „Länderrisiken“ wieder rückgängig gemacht.

nn) Auch die Höhe der von [redacted] in Ansatz gebrachten Abschläge war nicht nachvollziehbar und ließ sich insbesondere nicht aus in den Zeiträumen vor dem Stichtag beobachtbaren negativen Planabweichungen ableiten. Die gerichtliche Sachverständige hat ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 10. Juli 2009 eine Aufstellung beigefügt, aus der sich ergibt, dass sich bei den aufgeführten Hotels keine positive Korrelation zwischen der durchschnittlichen Planabweichung in den Jahren 1998 bis 2001 und dem jeweils verwendeten Risikoabschlag ergibt. Die Sachverständige weist weiter darauf hin, dass wesentliche Abweichungen von den Planergebnissen auf ein-

malige Ereignisse zurückzuführen waren, namentlich auf die Finanzkrise in Russland 1998, Erdbeben in der Türkei im Folgejahr sowie die Terroranschläge vom September 2001. Damit konnte nach Auffassung der Sachverständigen nicht davon ausgegangen werden, dass eine grundsätzlich schlechte Qualität der Planungen vorgelegen hat.

oo) Im Ergebnis sprach letztlich nichts für die Behauptung der Antragsgegnerinnen, die Abschlüsse hätten der Herstellung der Plausibilität der Planungsrechnungen für die einzelnen Hotels gedient. Ihre grundsätzliche Kritik am Vorgehen der gerichtlichen Sachverständigen hielt die Kammer nicht für gerechtfertigt, da sie von unzutreffenden Voraussetzungen ausging. Es oblag zunächst der KAG, eine geeignete und in sich widerspruchsfreie Planungsrechnung zu erstellen, welche sie ihren Aktionären gegenüber verantworten konnte. An einer solchen Planung, die vor der Erstellung der Bewertung für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Vorstand und Aufsichtsrat gebilligt gewesen ist, fehlte es aber unstrittig. In einem solchen Fall sind durch den Sachverständigen sachgerechte Prognosen zu treffen oder Anpassungen vorzunehmen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 81 Anh § 11 SpruchG). Genau dies hat die gerichtliche Sachverständige getan. Soweit es sich bei der vorliegenden Planung um eine Zusammenfassung der Prognosen der einzelnen Hotels gehandelt hat, fehlte es im Verfahren an einer nachvollziehbaren Darstellung der Antragsgegnerinnen, welche zusätzlichen Anpassungen auf Konzernebene notwendig gewesen sein sollen, die in der von [redacted] letztlich verwendeten Planung fehlen.

pp) Darüber hinaus weist die gerichtliche Sachverständige zutreffend darauf hin, dass bei Anwendung der Risikozuschlagsmethode sowie des CAPM-Modells zwischen systematischen und unsystematischen Risiken zu unterscheiden ist, wobei erstere im Kapitalisierungszinssatz und letztere in den Ertragsströmen abzubilden sind. Vor diesem Hintergrund ist die Auffassung der gerichtlichen Sachverständigen folgerichtig, dass systematische Risiken, die ihrer Art nach sämtliche Hotelbetreiber treffen können, über den Betafaktor im Risikozuschlag berücksichtigt werden und aus diesem Grunde nicht über Abschlüsse auf die Erträge erneut in die Berechnungen zum Unternehmenswert einfließen dürfen. Diese Problematik hat auch [redacted] durchaus gesehen und aus diesem Grunde den für zutreffend gehaltenen Risikozuschlag um 0,5 % reduziert. Diese Vorgehensweise ist aber methodisch unzutreffend und zudem intransparent, da nicht nachvollzogen werden kann, ob eine doppelte Berücksichtigung von Risiken hierdurch tatsächlich eliminiert wird.

qq) Als typisches Hotelbetreiberrisiko sieht die gerichtliche Sachverständige etwa das Fertigstellungsrisiko an. Dies war ohne Weiteres nachvollziehbar ist, da die Antragsgegnerinnen betont haben, der Abschluss von Managementverträgen bereits zu Projektbeginn sei in der Branche üblich, um dem Investor die Finanzierung zu ermöglichen. Erst in späteren Schriftsätzen hat sie klargestellt, dass die Realisierungsrate nach Vertragsschluss lediglich bei 28 % liege. Zu diesem

Punkt hat die Sachverständige zutreffend darauf hingewiesen, dass in diesem Fall der gewählte Abschlag von 50 % auf die Ergebnisse nicht konsequent sei, da dann mit 72 % hätte gerechnet werden müssen.

rr) Der aktuelle Vortrag der Antragsgegnerinnen im Schriftsatz vom 13. April 2012, in die Planung von börsennotierten Hotelbetreibern flößen lediglich solche noch im Projektstadium befindlichen Hotelvorhaben ein, bei denen eine hinreichende Realisierungswahrscheinlichkeit besteht, war letztlich nicht nachvollziehbar. In dem Umfang, in dem solche Projekte in der Planung enthalten sind und dies gegenüber dem Markt kommuniziert wird, können die Marktteilnehmer deren Wert anhand der durchschnittlichen Realisierungsrate einschätzen. Soweit die Antragsgegnerinnen erneut zum Ausdruck bringen wollen, die Planung der KAG sei nicht zu vertreten gewesen, kann sie damit nicht gehört werden. Die Sachverständige weist zu Recht darauf hin, dass nach dem Argumentationsmuster der Antragsgegnerin im Rahmen der Planung der KAG mit individuellen Eintrittswahrscheinlichkeiten hätte gerechnet werden müssen, was jedoch unterblieben ist.

Im Übrigen ist nach Ansicht der Kammer erneut darauf hinzuweisen, dass durch die Einbeziehung der noch im Stadium der künftigen Verwirklichung befindlichen Projekte in die Planung das ausdrücklich angestrebte Wachstum der KAG im Ausland abgebildet wird. Würden die Erträge aus der Planung herausgenommen oder – wie geschehen – pauschal geschmälert, bliebe diese Entwicklung unberücksichtigt. Da sie im Bewertungsstichtag aber Bestandteil des Zukunftskonzepts der KAG war, durften die abzufindenden Minderheitsaktionäre hiervon nicht abgeschnitten werden.

j) Besondere Währungsrisiken

Schließlich stimmte die Kammer auch im Punkt des von den Antragsgegnerinnen als notwendig reklamierten Abschlages für besondere Währungsrisiken mit der Wertung der gerichtlich bestellten Sachverständigen überein. Zu dieser Frage kann auf die überzeugenden Ausführungen im Ergänzungsgutachten vom 30. Dezember 2011 Bezug genommen werden.

aa) Soweit Unternehmen Zuflüsse in Fremdwährungen erhalten und dies auch für die Zukunft planen, ist eine Berücksichtigung in der Planung erforderlich. Wechselkursbedingte Ergebniseffekte schlagen sich dabei regelmäßig in den Periodenergebnissen eines Unternehmens nieder, entweder als Aufwendungen oder Erträge aus Kurssicherungsgeschäften oder als direkte Währungsgewinne/-verluste. Regelmäßig wird hinsichtlich der Relation zwischen zwei Währungen für die künftigen Umrechnungskurse entweder eine absehbare „Forward Rate“ zugrunde gelegt oder ein Median ermittelt, welcher den Planungsprognosen zugrunde gelegt werden kann. Letzteres gilt insbesondere bei der empirischen Beobachtung mehr oder weniger starker Schwankungen, welche

die Antragsgegnerinnen vorliegend für das Verhältnis zwischen Schweizer Franken und Euro reklamieren.

bb) Abweichungen in der späteren tatsächlichen Entwicklung sind dabei allerdings eher die Regel als die Ausnahme, da Wechselkurse sich grundsätzlich als volatil erweisen und nicht lediglich von wirtschaftlichen Fundamentaldaten, sondern von einer Vielzahl objektiver und subjektiver Faktoren geprägt werden. Ausschläge sind dabei – je nach Position des jeweiligen Marktakteurs – sowohl in positiver wie in negativer Richtung möglich. Die Antragsgegnerinnen betonen in diesem Zusammenhang allerdings nur die durch die Bewegung von Wechselkursen ausgelösten Risiken und verteidigen unter diesem Gesichtspunkt die im -Gutachten enthaltenen Abschläge auf die Planergebnisse. Diese Betrachtung unterstellt aber, dass aus Wechselkursen ausschließlich ein Risiko resultiert und impliziert ein dauerhaft vorhersehbares Absinken einer Währung gegenüber einer anderen bis in die Phase der ewigen Rente. Sie blendet dagegen den Umstand aus, dass Veränderungen der Wechselkurse sich auch positiv auf das Unternehmensergebnis auswirken können. Eine solche Sichtweise verstößt gegen den Grundsatz, dass bei der Berechnung der nach § 327a AktG geschuldeten Abfindung im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung das handelsrechtliche bilanzielle Vorsichtsprinzip nicht zur Anwendung gelangen darf.

cc) Die gerichtliche Sachverständige weist in ihrem Ergänzungsgutachten ausdrücklich darauf hin, dass es hinsichtlich der in Fremdwährung betriebenen Hotels der KISA zum Bewertungsstichtag keine konkreten Hinweise auf eine signifikante Veränderung der erwarteten Währungsparitäten gegeben habe. Damit waren Abschläge für die auf der Ebene der KISA zu planenden Erträge wegen fehlender Änderungen im strukturellen Risiko nicht gerechtfertigt.

dd) Die Kammer schließt sich im Übrigen der Wertung der Sachverständigen an, dass Währungsrisiken bei internationalen Hotelbetreibern bereits in den allgemeinen Risikozuschlag einfließen, so dass zur Vermeidung der bereits oben angesprochenen doppelten Berücksichtigung von Risiken keine weiteren Abzüge im Nenner der Bewertungsgleichung vorzunehmen waren.

ee) Für das von den Antragsgegnerinnen mehrfach betonte doppelte Währungsrisiko, welchem die KAG dadurch ausgesetzt sei, dass die KISA in Schweizer Franken fakturiere, das Konzernergebnis aber in Euro ausgewiesen werde, gelten ähnliche Erwägungen. Je nach Verlauf der Wechselkursrelationen kann sich aus der notwendigen zweifachen Währungsumrechnung auch eine doppelte Chance ergeben. Soweit die Antragsgegnerinnen auf die aus Sicht der KAG negative Entwicklung des Eurokurses gegenüber dem Schweizer Franken in nach dem Jahr 2002 liegenden Zeiträumen verweisen, war dies unbeachtlich, da die Antragsgegnerinnen nicht behauptet hat, dass ein solcher Verlauf zum Bewertungsstichtag erwartet werden konnte oder musste. Nach dem

Stichtagsprinzip waren lediglich solche Entwicklungen zu berücksichtigen, die in diesem Zeitpunkt bereits absehbar waren.

ff) Wenn die Antragsgegnerinnen schließlich darauf verweisen, dass in den Planungen Währungsdifferenzen noch nicht enthalten gewesen seien, war dies für das einzelne Hotel plausibel, da dieses nicht die Erträge auf der Ebene der Konzernmutter planen konnte. Wie oben bereits ausgeführt, war es jedoch nicht plausibel, die entsprechende Konsolidierung durch einen pauschalen Abschlag auf die jeweiligen Ergebnisse abzubilden. Die Argumentation der Antragsgegnerinnen erwies sich bei genauerer Betrachtung auch aus dem Grund als inkonsistent, dass im Bewertungsgutachten von [redacted] Abschlüsse für „Währungsrisiken“ lediglich bei einigen ausländischen Hotels im Verhältnis zur KISA enthalten sind. Wenn man den Antragsgegnerinnen folgen wollte, hätten solche Abschlüsse aber für sämtliche Häuser vorgenommen werden müssen, die nicht in Schweizer Franken fakturieren. Daneben hätte auch ein weiteres Sicherheitsäquivalent im Verhältnis zwischen KISA und KAG wegen der Schwankungen zwischen Schweizer Franken und Euro eingefügt werden müssen. Beides ist jedoch nicht geschehen, so dass davon auszugehen war, dass im Bewertungszeitpunkt weder die KAG noch [redacted] eine solche Vorgehensweise für erforderlich gehalten haben.

k) Bewertung der Rechtsstreitigkeiten mit Bock/ADVANTA

Zum Bewertungszeitpunkt waren mehrere Rechtsstreitigkeiten zwischen der KAG auf der einen und ihrem ehemaligen Mehrheitsgesellschafter [redacted] sowie von diesem beherrschten Gesellschaften, insbesondere der [redacted]

[redacted] anhängig. Zum diesen Streitigkeiten zugrunde liegenden Sachverhalt finden sich sowohl im Gutachten der [redacted] auf Seite 23 f. als auch im Gutachten der gerichtlichen Sachverständigen auf den Seiten 141 f. genauere Ausführungen.

Sämtliche Rechtsstreitigkeiten waren zum Stichtag ausgesetzt oder ruhten, da zwischen den Parteien Vergleichsverhandlungen geführt wurden. Am 24. Februar 2002 war ein so genanntes „umbrella-Abkommen“ erstellt worden, welches eine mögliche Vergleichslösung beinhaltete. Die Umsetzung scheiterte in der Folgezeit aber daran, dass der hälftige Verkauf der Anteile am Hotel Vier Jahreszeiten an [redacted] vorgesehen war, was sich für die KAG als nicht akzeptabel herausstellte.

aa) Da sich [redacted] auch unter Berücksichtigung von der Gesellschaft vorliegenden Rechtsgutachten nicht in der Lage sah, die Erfolgsaussichten für KAG in den jeweiligen Gerichtsverfahren zuverlässig zu beurteilen, entwickelte sie ein Vergleichsmodell, unter dessen Zuhilfenahme sie die für die KAG folgenden Vor- und Nachteile bewertungstechnisch umsetzte. Die Kammer hielt diese Vor-

gehensweise aus Sicht des Bewertungsstichtages, auf den es allein ankommt, für pragmatisch und plausibel.

bb) Im Rahmen der Bewertung der KAG konnte es dagegen nicht darauf ankommen, den voraussichtlichen Ausgang der verschiedenen Rechtsstreitigkeiten detailliert zu prognostizieren, wie dies der gemeinsame Vertreter gefordert hat. Maßgeblich waren allein die aus Sicht des Stichtages vor auszusehenden wirtschaftlichen Folgen der Auseinandersetzungen auf den Unternehmenswert der KAG.

cc) Nach den Ausführungen im Bewertungsgutachten der [redacted] waren der KAG im Zeitpunkt der Gutachtenerstellung trotz der Existenz mehrerer anwaltlicher Gutachten

[redacted] weder zu den konkreten Erfolgsaussichten in den einzelnen Streitigkeiten noch zur Frage der endgültigen Vor- und Nachteile eindeutige Aussagen möglich. Zugleich stand jedoch fest, dass die Streitparteien – auch angesichts der zu erwartenden Länge der Verfahren und der damit verbundenen weiteren Kosten – eine vergleichsweise Lösung anstrebten. Zu einer solchen Einigung ist es schließlich im Oktober 2003 auch gekommen, wenn auch mit anderem Inhalt, da der Ausgang der Verhandlungen und die damit verbundenen detaillierten Regelungen zum Stichtag schlechthin nicht bekannt sein konnten. Vor diesem Hintergrund war es nach Ansicht der Kammer nicht geboten, die Situation, wie sie sich im August 2002 darstellte, im Spruchverfahren aus ex-post-Sicht einer umfassenden juristischen Bewertung zu unterziehen und theoretische Betrachtungen zu der Frage anzustellen, welchen Ausgang die Rechtsstreitigkeiten bei einer Fortführung möglicher Weise genommen hätten.

dd) Nach dem Ergebnis der Untersuchung durch die gerichtliche Sachverständige war das Vergleichsmodell von [redacted] auch grundsätzlich geeignet, eine angemessene Bewertungsgrundlage zu bilden. Zwar führt [redacted] aus, ihr Modell sei beispielhaft ohne Bezug auf die Verhandlungen der Parteien erarbeitet worden (Gutachten Seite 71). Es weist nach den Ausführungen von [redacted]

[redacted] aber dem Grunde nach dieselben Rahmendaten auf wie auch das Anfang 2002 diskutierte „umbrella-Abkommen“, ohne jedoch die darin zugunsten von [redacted] als Kompensation für die Beendigung des Mietvertrages über das Hotel Bristol Übertragung der hälftigen Anteile am Hotel Vier Jahreszeiten zu berücksichtigen. Die gerichtliche Sachverständige hat diesen Punkt aus dem Grunde, dass eine solche Belastung des Ergebnisses der KAG zumindest wertmäßig absehbar gewesen sei, in ihre Betrachtungen aufgenommen. Die Kammer hielt diese Vorgehensweise für nachvollziehbar und in der Sache zutreffend.

ee) Es war auch nicht ersichtlich, dass die Antragsteller durch die oben geschilderten Annahmen benachteiligt worden wären. Der letztlich abgeschlossene Vergleich besitzt in weiten Teilen die Inhalte, welche in das Modell eingeflossen sind, belastete die KAG im Ergebnis aber noch stärker.

ff) Gegenüber den Berechnungen von hielt die gerichtliche Sachverständige eine abweichende Abzinsung der sich aus dem Vergleich für KAG ergebenden Steuervorteile für erforderlich, wogegen nichts zu erinnern war.

3. Bewertungsstandard

Die Kammer vertritt die Auffassung, dass im vorliegenden Verfahren die Bestimmung des Ertragswerts der Kempinski AG unter Anwendung des neueren Bewertungsstandards IDW S1 2005 zu erfolgen hat.

a) Der ursprünglichen Bewertung durch und der Überprüfung des ermittelten Abfindungsbeitrages durch die gerichtlich bestellte Prüferin alltreu liegt die sowohl im Zeitpunkt der Erstellung der Gutachten als auch zum Stichtag geltende Fassung des IDW S1 vom 28. Juni 2000 zugrunde. Im Laufe des Verfahrens sind am 18. Oktober 2005 der revidierte IDW S1 2005 sowie am 2. April 2008 der Standard IDW S1 2008 in Kraft getreten.

b) Die Frage, ob angesichts der regelmäßig langen Dauer von Spruchverfahren nach dem Bewertungsstichtag eingetretene Änderungen des von der berufsständischen Praxis herangezogenen IDW Standards zu berücksichtigen sind, ist in der Literatur und der obergerichtlichen Rechtsprechung umstritten. Das Gericht ist in einem laufenden Spruchverfahren zwar nicht grundsätzlich gehindert ist, eine frühere Unternehmensbewertung im Licht neuerer Erkenntnisse zu überprüfen, es muss jedoch derartigen veränderten Auffassungen nicht folgen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 15.02.2010 , 5 W 52/09, BeckRS 2010, 21946). Auf der anderen Seite wird die Ansicht vertreten, dass das Gericht bei einem Rückgriff auf die Erkenntnisquelle des IDW S1 in der Regel nicht die im Bewertungsstichtag aktuelle Fassung, sondern den im Zeitpunkt der gerichtlichen Entscheidungsfindung aktuellen Stand berücksichtigen müsse, da die aktuellere Expertenauffassung grundsätzlich geeigneter erscheint, das Bewertungsziel der Ermittlung des objektiven Unternehmenswerts zu erreichen, als ältere Fassungen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, BeckRS 2011, 18552; Beschluss vom 14. September 2011 - 20 W 6/08, BeckRS 2011, 23677).

c) Für den vorliegenden Bewertungsfall dürfte insoweit allerdings feststehen, dass die Anwendung der Empfehlungen des IDW S1 2008 auf einen Bewertungsstichtag im Jahr 2002 ausscheiden muss, da die Überarbeitung des IDW S1 im Jahr 2008 wesentlich der Anpassung des Standards

an die Änderung der (steuer-) rechtlichen Rahmenbedingungen im Zuge der Unternehmenssteuerreform diene, deren Inhalte im Jahr 2002 naturgemäß noch nicht absehbar waren (vgl. für eine ähnliche Konstellation auch OLG Stuttgart, AG 2011, 420, Rz. 273 zitiert nach juris).

d) Darüber hinaus wird die Anwendung eines neuen Standards dann abgelehnt, wenn hiermit eine Verfahrensverzögerung verbunden wäre, ungeachtet des Umstands, ob mit dem neuen Standard bessere Erkenntnisse verbunden sind. Eine solche Verlängerung des Verfahrens kann hier durch die Berücksichtigung des Standards IDW S1 2005 und damit insbesondere mit der Anwendung des Tax-CAPM nicht eintreten, da die gerichtliche Sachverständige – wenn auch insoweit ungefragt – bereits alternative Berechnungen vorgenommen hat, da aus ihrer Sicht die neuere Fassung maßgeblich sein sollte.

e) Eine rein rechtliche Betrachtungsweise führt gleichfalls nicht weiter. Bei den vom IDW herausgegebenen Handlungsanweisungen für die Durchführung von objektivierten Unternehmensbewertungen im Rahmen des Standards S1 handelt es sich nicht um Rechtsvorschriften, sondern um berufsständische Regelungen. Diese mögen zwar aus haftungsrechtlichen Gründen für Wirtschaftsprüfer faktisch bindend sein. Die Spruchgerichte sind von Rechts wegen aber nicht gezwungen, sich an die im IDW S1 niedergelegten Verfahrensvorschriften zu halten. Damit ist fraglich, ob insoweit der Grundsatz zu beachten ist, dass ein Schuldverhältnis für die Dauer seines Bestehens dem bei seiner Begründung geltenden Recht unterliegt (so BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Auf der anderen Seite ist es aber auch unerheblich, dass der IDW selbst die Anwendung des S1 2005 auch auf Altfälle vor dessen Inkrafttreten empfiehlt.

f) Andere Argumente hat jüngst das OLG Frankfurt in die Diskussion eingebracht, wenn es ausführt, dass die Durchführung eines Spruchverfahrens und die Überprüfung der Angemessenheit einer Abfindung stets zwei Funktionen zu erfüllen habe. Zum einen gelte es, Einzelfallgerechtigkeit zu schaffen, indem für die betroffenen Aktionäre die zutreffende Höhe der Entschädigung festgesetzt wird. Zum anderen gelte es zusätzlich, durch die Korrektur im konkreten Einzelfall Anreize für die Unternehmen zu setzen, zur Vermeidung künftiger gerichtlicher Verfahren keine hinter dem zutreffenden Wert zurückbleibenden Abfindungen zu zahlen. Mit Blick auf die zweite Steuerungsfunktion eines Spruchverfahrens sei es kontraproduktiv, nachträglich einen Standard anzuwenden, der bei der Ermittlung der Abfindung durch das Unternehmen noch nicht bekannt gewesen sei. Nur bei der Vorhersehbarkeit gerichtlicher Entscheidungen für die betroffenen Unternehmen bestehe regelmäßig die Chance, dass sie sich an das gesetzlich verankerte Gebot der Zahlung einer angemessenen Abfindung halten werde. Eine solche Vorhersehbarkeit sei nicht gegeben, wenn in einem Spruchverfahren Bewertungsstandards zur Anwendung kämen, die zum Bewertungsstichtag nicht bekannt waren.

Der Vorrang des alten, zum Bewertungsstichtag gültigen Standards folge darüber hinaus auch aus der Überlegung, dass die Abfindung sich nach dem Grenzpreis zu richten habe, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden könne (BGHZ 138, 136, 140). Dieser Grenzpreis, der letztlich als Verkehrswert des Anteils zu verstehen ist (vgl. etwa Pilz, ZGR 2001, 185, 193 f; Stilz, ZGR 2001, 874, 881), könne sich aber nur auf der Grundlage der im Bewertungsstichtag zugänglichen Erkenntnisse bilden (vgl. insgesamt OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010, 5 W 52/09, BeckRS 2010, 21946).

g) Nach Auffassung der Kammer war für die konkrete Frage, ob trotz des vor dem 18. Oktober 2005 liegenden Bewertungsstichtages aus den IDW Standard S1 2005 abzustellen ist, allerdings entscheidend, ob mit diesem Standard gegenüber dem Vorläufer IDW S1 2000 eine Fehlerbereinigung oder sonstige nachvollziehbare, methodische Verbesserungen verbunden sind (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006, 15208).

aa) Die Annahme einer generellen Überlegenheit des IDW S1 2005 gegenüber dem IDW S1 2000 lässt sich pauschal nicht rechtfertigen, da der neuere Standard auch in der betriebswirtschaftlichen Literatur nicht unumstritten war (vgl. etwa die Ausführungen bei Peemöler/Beckmann/Miethe-/Meitner, BB 2005, 90 ff.). Um eine verlässliche Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswerts in einem Spruchverfahren nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO zu erhalten, muss sich die Rechtsprechung jedoch darauf verlassen können, dass die bei der Ertragswertermittlung angewandten Methoden allgemeine Berufsauffassung der Wirtschaftsprüfer sind (so zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Aus diesem Grunde hat die Kammer auch in einer früheren Entscheidung noch die Auffassung vertreten, es müsse im Spruchverfahren bei der Anwendung des Bewertungsstandards IDW S1 2000 verbleiben, der zum Stichtag angewandt worden war.

bb) Aus heutiger Sicht hat sich der Standard IDW S1 2005 allerdings trotz der anfänglichen Kritik durchgesetzt, auch wenn mit der Einführung des TAX-CAPM eine zusätzliche Verkomplizierung verbunden war. Zudem beruhte die Modifikation des IDW S1 2000 durch den IDW S1 2005 nicht lediglich auf dem Umstand, dass ein „anderes Kalkül“ eingeführt wurde, welches lediglich eine Alternativbetrachtung darstellt und aus diesem Grunde in laufenden Verfahren grundsätzlich nicht berücksichtigt werden müsste. Vielmehr war zwar die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens zum 1. Januar 2001 im IDW S1 2000 schon berücksichtigt worden, die Auswirkungen der unterschiedlichen Besteuerung der Unternehmensüberschüsse und der zum Vergleich herangezogenen Erträge aus einer risikolosen Anleihe wurden jedoch nur unzureichend berücksichtigt. Dies führte dazu, dass der Ertragsstrom des Bewertungsobjekts um einen Steuersatz von 17,5 % gekürzt wurde, derjenige der Alternativanlage wegen des höheren persönlichen Ertragssteuersatzes

um einen Satz von 35 %, worauf die gerichtlich bestellte Sachverständige auf Seite 33 ihres Gutachtens ausdrücklich hinweist. Unter dem Gesichtspunkt des Umstandes, dass einer Bewertung regelmäßig ein Vergleich zugrunde liegt, erscheint diese Inkonsistenz in der Sache nicht gerechtfertigt. Damit stellte der IDW S1 2005, bei dem als Alternativanlage auf ein im Vergleich zur Anlage im zu bewertenden Unternehmen identisch besteuertes Investment abgestellt wird, in der Sache eine Fehlerkorrektur dar, die in ein Spruchverfahren Eingang finden kann und letztlich auch muss, will man nicht Wertverzerrungen in Kauf nehmen.

h) Zwar führt die Anwendung des IDW S1 2005 gegenüber dem IDW S1 2000 zu tendenziell niedrigeren Unternehmenswerten, wobei die Differenz im konkreten Bewertungsfall mehr als 20 % betragen kann (vgl. Knoll, AG S/2005, 39 ff.). Allerdings stellt sich insoweit die Frage, ob die Ergebnisse nach dem neueren Standard zu niedrig sind oder ob sie nicht vielmehr wegen der oben aufgezeigten Fehlerhaftigkeit des IDW S1 2000 nach diesem Standard zu hoch ausfallen. Sofern eine Neufassung des IDW S 1 auf einer Korrektur von Fehlern der Neufassung beruht, wird regelmäßig auch nur die Anwendung der neueren Fassung zu einem angemessenen Unternehmenswert führen (vgl. auch Simon/Leverkus, SpruchG, Rz. 45 Anh § 11 SpruchG).

i) Vor diesem Hintergrund hielt die Kammer die oben aufgeführten Argumente des OLG Frankfurt letztlich nicht für stichhaltig. Der im Spruchverfahren gebotene Vertrauensschutz wird dadurch gewährleistet, dass die angebotene Barabfindung, die von den Minderheitsaktionären zur Überprüfung gestellt wird, nicht herabgesetzt werden kann. Eine Meistbegünstigung der Antragsteller mit der Maßgabe, dass es bei der Anwendung eines zum Stichtag geltenden Bewertungsstandards zu verbleiben hat, wenn dieser zu höheren Unternehmenswerten führt, ist dagegen nicht anzuerkennen. Der Grenzpreis wird im Übrigen von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst, die nicht mit den Vorgaben des IDW S1 und einem auf dieser Basis ermittelten Ertragswert gleichgesetzt werden können.

4. Ausschüttungsprognose

Der von der gerichtlichen Sachverständigen befürwortete und nach den obigen Ausführungen vorliegend auch anwendbare Bewertungsstandard IDW S1 2005 gibt vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung zum einen des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie zum anderen rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, da insbesondere unter der Geltung des Halbeinkünf-

teverfahrens aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse bestand.

a) Nach den Ausführungen der Sachverständigen in ihrem Gutachten vom 30. Mai 2008 lag eine auf den Bewertungsstichtag bezogene, schriftlich dokumentierte Ausschüttungsplanung der KAG nicht vor. Die Gesellschaft plante jedoch, wie die Antragsgegnerinnen im Verfahren auch ausdrücklich geltend gemacht haben, ihre Gewinne vollständig auszuschütten. Sie hat dies gegenüber der gerichtlichen Sachverständigen damit begründet, dass hiermit die Interessenlage des Mehrheitsgesellschafters, der die Ausschüttungspolitik bestimme, abgebildet werde. Dieser halte die KAG als in hohem Maße fremdfinanzierte Finanzbeteiligung und sei vor diesem Hintergrund auf Ausschüttungen angewiesen, um seinerseits den Kapitaldienst leisten zu können. Angesichts der geplanten Ergebnisse habe zum Bewertungsstichtag nicht in absehbarer Zukunft davon ausgegangen werden können, dass sich der diesbezügliche Kapitalbedarf des Gesellschafters ändern würde.

b) Die Sachverständige hielt die auch im Gutachten von [] angenommene Vollausschüttung in der Detailplanungsphase für sachgerecht, da sie dem Ausschüttungsverhalten der KAG im vorangegangenen Referenzzeitraum entspreche, in dem regelmäßig die vollen Jahresüberschüsse ausgeschüttet wurden, soweit nicht auf Grund von Bilanzverlusten Ausschüttungen nicht möglich waren. Dem schließt sich die Kammer an, zumal im der Planungsphase für die Sanierung des Hotels Vier Jahreszeiten eine weitere Aufnahme von Fremdkapital vorgesehen war. Auf den Umstand, dass eine Teilthesaurierung für die Minderheitsaktionäre aus steuerrechtlicher Sicht vorteilhafter wäre, konnte es angesichts der plausiblen Annahmen zur künftigen Ausschüttungspolitik nicht ankommen.

c) Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerinnen war demgegenüber für die spätere Phase der ewigen Rente nicht von einer Vollausschüttung der verfügbaren Unternehmensüberschüsse auszugehen. Für diese Phase wird nach dem IDW S 1 2005 nämlich bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

aa) Die gerichtliche Sachverständige hat nach diesen Maßgaben zunächst das Ausschüttungsverhalten börsennotierter Unternehmen in Deutschland in den Jahren 2000 und 2001 betrachtet und ist hier zu dem Ergebnis gelangt, dass entsprechende Untersuchungen Werte zwischen 30% und 60% aufzeigen. Eine Betrachtung der später im Rahmen der Bestimmung des Betafaktors herangezogenen Vergleichsunternehmen ergab demgegenüber ein höchst inhomogenes Bild, da der

Mittelwert der Ausschüttungen im Zeitraum der Jahre 1997 bis 2001 von 4,9% bei Four Seasons bis hin zu 78,2% bei Starwood reichte. Allerdings zeigen hier deutlich über 100% reichende Werte auch, dass Sondereinflüsse eine Rolle beim Ausschüttungsverhalten gespielt haben müssen. Hinzu kam, dass sich in der Peer Group ausschließlich ausländische Unternehmen befinden, bei denen das Ausschüttungsverhalten nicht von den Besonderheiten des deutschen Steuersystems geprägt ist, so dass die Orientierung an anderen im Inland ansässigen Unternehmen nahe liegender erschien. Soweit die Sachverständige angesichts der konkreten Verhältnisse der KAG dennoch von einer überdurchschnittlich hohen Ausschüttungsquote von 70% ausgegangen ist, hielt die Kammer dies für nachvollziehbar und schließt sich dieser Wertung an.

bb) Die von den Antragsgegnerinnen geforderte Annahme einer Vollausschüttung auch in der ewigen Rente würde im Rahmen der Systematik des IDW S 1 2005 nur in besonderen Fällen in Betracht kommen, vor allem bei einer rechtlichen Verpflichtung zu einem entsprechenden Ausschüttungsverhalten. Eine solche Situation lag bei der KAG jedoch nicht vor.

Nach alledem ergeben sich nach Anpassung der Planung im Übertragungsbericht die folgenden Ergebnisse für die ausschüttungsfähigen Erträge von KAG und KISA:

Ausschüttungsfähiges Ergebnis	Deckungsbeiträge					Fortsetzungsergebnis					Normjahr
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Normjahr	
	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	
KAG											
Ergebnis vor Steuern											
Anpassung der Kostenstrukturen Hotels	-159	-46	-51	-56	-57	-59	-60	-61	-63	-64	
Anpassung Zinserträge KISA	0	0	0	3.723	2.230	-5.439	-514	0	0	0	
Anpassungsgesamt	-159	-46	-51	3.657	2.173	-5.498	-574	-61	-63	-64	
Bisheriges Ergebnis vor Steuern (Übertragungsbericht Anlage 6)	2.495	5.241	1.214	4.251	7.022	8.685	3.761	8.182	8.401	8.915	
Ergebnis vor Steuern der KAG nach Anpassungen	2.336	5.195	1.163	8.018	10.055	3.187	3.187	8.121	8.338	8.851	
Summe Gewerbesteuer	0	0	117	1.951	2.324	1.114	1.123	2.038	2.076	1.932	
Summe Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag	767	1.521	427	1.751	2.190	785	790	1.855	1.930	2.095	
Unternehmenssteuern KAG gesamt	767	1.521	544	3.702	4.514	1.900	1.913	3.893	3.987	4.027	
Ausschüttungsfähiges Ergebnis nach Anpassungen	1.569	3.674	619	4.316	5.541	1.287	1.274	4.227	4.352	4.824	
KISA											
Ausschüttungsfähiges Ergebnis KISA bisher (Übertragungsbericht Anlage 6)	0	0	0	0	0	0	4.546	5.334	5.814	6.720	
Anpassung ausschüttungsfähiges Ergebnis KISA	0	0	0	0	24	6.690	2.634	2.278	2.357	2.307	
Ausschüttungsfähiges Ergebnis KISA nach Anpassungen	0	0	0	0	24	6.690	7.180	7.612	8.171	9.027	
Ausschüttungsfähiges Ergebnis KISA und KAG nach Anpassung	1.569	3.674	619	4.316	5.565	7.977	8.454	11.839	12.523	13.851	

5. Kapitalisierung der Erträge

a) Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu bezie-

hen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des gegebenenfalls vorhandenen nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

b) Bei Ertragswertgutachten ist regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines objektiv vernünftigen dritten Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt somit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714; OLG Frankfurt, ZIP 2012, 124 ff. Rz. 33 zitiert nach juris). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass auch trotz nicht vollständig geklärt betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachten abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47).

e) Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Gutachtens der zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes, eines niedrigeren Risikozuschlages und eines höheren Wachstumsabschlages korrigiert wissen wollen.

f) Die Kammer hielt insoweit auf der Basis des Gutachtens des gerichtlichen Sachverständigen gegenüber dem Gutachten von Korrekturen für erforderlich, wobei sich diese sowohl auf die

Höhe von Basiszins und Risikozuschlag als auch auf die Höhe des Wachstumsabschlages beziehen.

6. Basiszinssatz

a) Der Basiszinssatz wird regelmäßig aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747).

b) Nach dem Stichtagsprinzip ist grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin den 23. August 2002. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle, NZG 1998, 987, 988; Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 56 a und 57 f zu § 305 AktG.; Riegger in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

c) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz jedoch gerade nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hoch- oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325; Großfeld, a.a.O., Rz. 583). Da die erforderliche Zukunftsprognose sich auf eine zu unterstellende unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens erstreckt und nach dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz (auf dem Markt nicht existierende) zeitlich unbegrenzte Anleihen der öffentlichen Hand heranzuziehen wären, kann der Basiszinssatz auch nicht mit dem aktuellen Zinssatz für die längstlaufenden öffentlichen Anleihen von 10 Jahren oder länger gleichgesetzt werden. Bei der Festlegung der Elemente des Kapitalisierungszinssatzes ist nämlich grundsätzlich zu beachten, dass sie laufzeitäquivalent sein müssen, da die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist.

d) Auf der anderen Seite können für den Zeitpunkt nach der Endfälligkeit 30-jähriger Anleihen keine objektivierbaren Zinsprognosen mehr getroffen werden. Zudem ist bei Heranziehung von Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren nach deren Ablauf regelmäßig ein Abflachen der Zinskurve zu beobachten, wobei der Einfluss auf den Ertragswert bei Zinsänderungen in entfernter liegenden Zeiträumen ohnehin abnimmt.

e) Damit bietet sich die unmittelbare Heranziehung des am oder im Zeitraum um den Bewertungsstichtag für 10-jährige oder 30-jährige Bundesanleihen erzielbaren Zinssatzes nicht an. Dies gilt auch für die Bildung von Misch- oder Mittelwerten, wie sie zum Teil vorgeschlagen wird.

f) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der seit dem Standard S1 2005 geltenden Empfehlung des IDW, der die Vorgehensweise der gerichtlichen Sachverständigen entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die nach derzeitigem Erkenntnisstand am besten geeignete Methode. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise erheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Diese Vorgehensweise hält auch die Kammer grundsätzlich für sinnvoll. Die Sachverständige hat nach dieser Methode einen einheitlichen Basiszinssatz in Höhe von 5,5 % ermittelt und diese Größe auch anhand der Betrachtung der Renditen für 10-jährige und 30-jährige Bundesanleihen verifiziert.

g) Soweit im Beweisbeschluss vom 19. Oktober 2004 ein Basiszinssatz von nicht mehr als 5,35 % vorgegeben wurde, hält die Kammer an dieser Vorgabe angesichts des eindeutigen Ergebnisses der Untersuchungen der Sachverständigen nicht mehr fest.

h) Den Argumenten der Antragsgegnerinnen, die den von [redacted] verwendeten Basiszinssatz von 6,0 % verteidigen, vermochte die Kammer nicht zu folgen. So führt die gerichtliche Sachverständige zutreffend aus, dass nicht transparent wird, auf welcher Datengrundlage [redacted] diesen Wert ermittelt hat.

Letztlich basiert er auf der Einschätzung von [redacted], dass die zum Bewertungsstichtag zu beobachtenden Zinssätze eine nur vorübergehende Niedrigzinsphase widerspiegeln und aus diesem Grund für die Zukunft wieder höhere Renditen zu erwarten sind. Zwar mag es zutreffend, dass die vergangenheitsbasierte Ermittlung des Basiszinssatzes auf der Grundlage des IDW S1 2000 und seiner Vorgängerregelungen noch die gängige Praxis gewesen ist, die bei einem konstant abnehmenden Zinsniveau, wie es sich zum Stichtag feststellen ließ, zu tendenziell zu hohen (Schätz-) Werten geführt hat. Da die Kammer jedoch, wie oben ausgeführt, den IDW S1 2005 für einschlägig hält, kam eine Ermittlung des Basiszinssatzes nach dieser Methode nicht mehr in Frage. Zwar besitzt auch die Ableitung des Basiszinses aus der Zinsstrukturkurve ihre Schwächen, ihr Vorteil liegt aber auf jeden Fall darin begründet, dass sie sich auf Marktdaten stützen kann und nicht lediglich auf subjektiven Einschätzungen des jeweiligen Bewerter beruht.

Für unerheblich hielt die Kammer auch den weiteren Einwand der Antragsgegnerinnen, für den Zeitpunkt des Bewertungsstichtages habe eine Empfehlung des IDW existiert, bei Unternehmensbewertungen von einem Basiszinssatz in Höhe von 6,0 % auszugehen. Zum einen konnte eine solche Empfehlung für die Kammer in keiner Weise maßgeblich sein. Zum anderen lässt sich ein Zinssatz in dieser Höhe aus den Fundamentaldaten in Form der Schätzungen der Deutschen Bundesbank gerade nicht herleiten. Da diese bereits einen Zukunftsbezug beinhalten, kam auch ein Aufschlag von 0,5 % auf den von der gerichtlichen Sachverständigen ermittelten Wert für ein erwartetes Ende der Niedrigzinsphase nicht in Betracht.

7. Risikozuschlag

a) Es ist im Wesentlichen anerkannt und auch sinnvoll, das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Anlage in öffentlichen Anleihen. Zu diesen Risiken gehören nicht nur solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich berücksichtigt werden können, sondern auch außergewöhnliche Umstände wie Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches, sowie das stets vorhandene Insolvenzrisiko (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

b) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages – gerade auch im Fall des Ausschlusses von Minderheitsaktionären – umstritten.

Ihm wird zum einen entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüber stehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., S. 126).

Zum anderen wird geltend gemacht, dass gerade im Falle des Squeeze-Out die Mehrheitseigner der Gesellschaft das zukünftige Unternehmensrisiko nicht zum Teil auf die Abfindung der ausscheidenden Aktionäre abwälzen und diese darum kürzen dürfen (vgl. etwa LG Berlin, AG 1983, 137, 138; LG Frankfurt, AG 2007, 42 ff.). Auch diese Ansicht kann aber in der Konsequenz nicht

überzeugen. Die Bewertung des Unternehmens erfolgt nämlich regelmäßig unter der Prämisse der unveränderten Betriebsfortführung, so dass nicht bei der Frage des Risikozuschlages darauf abgestellt werden kann, welche Strategie der Hauptaktionär nach der Übernahme sämtlicher Aktien verfolgen wird – etwa den Rückzug von der Börse im Wege des Delisting. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die Minderheitsaktionäre ohne die Strukturmaßnahme ihre Aktien behielten mit ihrer Investition weiterhin am Unternehmensrisiko teilnahmen. Daran zeigt sich, dass das in Ansatz zu bringende Marktrisiko keineswegs dasjenige des Hauptaktionärs ist, da Gegenstand der Betrachtung gerade nicht das Unternehmen nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre ist (so zutreffend Reuter, AG 2007, 1, 5).

Schließlich wird behauptet, die Risikoprämie sei für die Unternehmensbewertung im Rahmen eines Squeeze-Out irrelevant, da ein Marktrisiko bei Unternehmen, deren Anteile sich zu mehr als 95 Prozent in der Hand eines Hauptaktionärs befänden, nicht festgestellt werden könne (so Erhardt/Nowak in Sonderheft AG 2005, 3 ff.). Dies widerspricht aber grundsätzlich der Erkenntnis, dass unternehmerisches Handeln stets mit einem höheren Risiko verbunden ist als die Investition in Anleihen. Zudem sind in die zu Grunde liegende Studie Renditedaten eingeflossen, denen aufgrund des geringen Handelsvolumens keine wirkliche Aussagekraft beigemessen werden kann (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 130 Anh § 11 SpruchG). Plausibel erschiene allenfalls die Annahme, dass für den Fall einer weit gehenden Integration des zu betrachtenden Unternehmens in das Unternehmen des Hauptaktionärs eine Annäherung der Risikoeinschätzung für beide Unternehmen stattfindet. Selbst bei einer solch engen Verzahnung würde das Risiko des mehrheitlich „beherrschten“ Unternehmens jedoch nicht auf Null sinken.

c) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine andere Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel (vgl. auch Großfeld, a.a.O., S. 127). Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist. Dies zeigt sich bereits in der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie, die auf Portfolios und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen setzt, um so für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen.

d) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG

2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Nach Bay-ObLG, NZG 2006, 156, 159 sind Risikozuschläge von über 2% besonders begründungsbedürftig. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz-68 zu § 305 AktG; zur Rechtsprechung auch Großfeld, a.a.O., S. 129 f.).

e) Dem Risikozuschlag ist früher vornehmlich dadurch Rechnung getragen worden, dass entweder die nach der Unternehmensplanung angenommenen Ergebnisse noch einmal explizit mit einem Risikoabschlag versehen oder umgekehrt der Kalkulationszinsfuß um einen pauschalen Risikozuschlag erhöht wurde. Diese Vorgehensweisen sind wegen ihrer rational kaum zu begründenden Spielräume teilweise als willkürlich abgelehnt worden, werden andererseits aber auch noch in der neueren Rechtsprechung für vertretbar gehalten. Sie begegnen vor allem dann Bedenken, wenn sie in einer Weise vermischt werden, die offen lässt, welche Risiken an welcher Stelle (unter Umständen mehrfach) Berücksichtigung gefunden haben, aber auch, wenn allgemeine Unternehmensrisiken und Spezifika des untersuchten Unternehmens nicht getrennt werden.

f) Bedenken gegen eine „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie als „Gestaltungsinstrument erster Ordnung“ (so Großfeld, a.a.O., Rz. 628) trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modelle des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, wobei die durchschnittliche Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen definiert wird. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

g) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist.

h) Das CAPM beruht auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.). Damit stellt sich aber bereits grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

i) Auf der anderen Seite erscheint es aber nicht unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Dieser weitere Modifikation der Modellannahmen ist bei einer unterschiedlichen Besteuerung der Erträge aus Aktien und Rentenpapieren aber konsequent, da der typisierte Anleger seine Investition regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten wird, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

j) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen zudem auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist. Diese beiden Faktoren haben aber entscheidendes Gewicht. Durch die Wahl des Vergleichszeitraums in der Vergangenheit - obwohl es eigentlich um eine Schätzung für die Zukunft geht - und durch die Wahl eines Wiederanlagezeitraums bei einem arithmetisches Mittel wird die Höhe der beobachtbaren Marktrisikoerprämie entscheidend beeinflusst

(vgl. Großfeld-Stöver-Tönnies, BB-Spezial 7/2005, 2, 6). Vor diesem Hintergrund wurde in der Rechtsprechung zum Teil die Auffassung vertreten, das CAPM stelle gegenüber der pauschalen Zuschlagsmethode keine überlegene Schätzprozedur dar, da die abgeleiteten Werte nur modelltheoretische Marktwerte darstellen (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 158; OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006 15208). In neueren Entscheidungen scheint das OLG München die unter Anwendung des CAPM gefundenen Ergebnisse allerdings nicht mehr grundsätzlich abzulehnen und sieht diese so gewonnenen Daten nunmehr als ein taugliches Element für die Schätzung des Risikozuschlags an (vgl. OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06, BeckRS 2009, 21658).

k) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existieren nach Kenntnis der Kammer verschiedene Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie in Deutschland, die kein einheitliches Bild ergeben und sowohl von der ermittelten Höhe her selbst als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich schwanken (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 110 f.). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite ergeben können (Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien aus ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

l) Eine Klärung dieses Streits war im vorliegenden Verfahren nicht herbeizuführen, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

m) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und entsprechend trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, AktG, 3. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Wie oben bereits erwähnt, kann die früher praktizierte pauschale Zuschlagsmethode nicht als überlegen gelten, da der Risikozuschlag weitgehend willkürlich aufgrund einer subjektiven Einschätzung der Risikoposition des zu bewertenden Unternehmens am Markt festgesetzt wird.

n) Im Gutachten von [redacted] findet sich trotz der Komplexität der Thematik keine weitergehende Auseinandersetzung mit der Frage, wie die Höhe der Marktrisikoprämie zu bestimmen ist. Es wird lediglich ausgeführt, dass – nicht näher benannte – empirische Untersuchungen für längere Zeiträume überwiegend Marktrisikoprämien zwischen 5 % und 6 % ermittelt hätten, wobei [redacted] ohne nähere Erläuterungen einen Ansatz von 5 % für zutreffend hält.

o) Demgegenüber hat sich die gerichtliche Sachverständige intensiv mit der Problematik auseinandergesetzt, so dass die Kammer dem Ergebnis des Gutachtens vom 30. Mai 2008 zustimmt.

aa) In diesem Zusammenhang war zu berücksichtigen, dass die Kammer aufgrund des Stichtagsprinzips davon ausging, dass sowohl im Hinblick auf tatsächliche Erkenntnisse, insbesondere aufgrund von veröffentlichten Studien, als auch im Hinblick auf Markterwartungen auf den Kenntnisstand zum Bewertungsstichtag abzustellen war. Damit konnte die erst im Jahr 2004 veröffentlichte Studie von Prof. Stehle nicht in die Überlegungen einbezogen werden, da deren Grundlagen und Ergebnisse im August 2002 noch nicht bekannt waren. Aus diesem Grunde war auch nicht darauf einzugehen, dass diese Studie seit ihrem Erscheinen vielfacher Kritik ausgesetzt ist.

bb) Entgegen der Behauptungen der Antragsgegnerinnen bestand für den Bewertungsstichtag auch keine vom IDW vorgegebene und für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer bindende Vorgabe dahin gehend, die Marktrisikoprämie im Korridor zwischen 5 % und 6 % anzusetzen. Unabhängig von dem Umstand, dass eine solche Empfehlung für die Kammer allenfalls indizielle Wirkung hätte entfalten können, hat die Kl. 1 klargestellt, dass der AKU des IDW erstmals im Dezember 2004 – offenbar als Reaktion auf die Stehle-Studie – eine konkrete Stellungnahme zur Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie abgegeben hat.

cc) Die gerichtliche Sachverständige hat auf Seite 67 ihres Gutachtens die Ergebnisse der zum Bewertungsstichtag allgemein bekannten Studien zur Höhe der Marktrisikoprämie dargestellt. Dabei ergab sich für das arithmetische Mittel eine Spannenbreite von -0,1 bis 10,4 und für das geometrische Mittel eine solche von 0,9 bis 6,8. Allein dieser Umstand zeigt, dass für den hier maßgeblichen Zeitraum keine allgemein verbindliche Auffassung zur Höhe der für den deutschen Markt anzunehmenden Marktrisikoprämie existierte. Vielmehr zeigt sich, dass abhängig von der Wahl des Beobachtungszeitraums, der verwendeten Datengrundlage und des Untersuchungsverfahrens erhebliche Unterschiede zutage traten. So bezieht etwa die Studie, welche den höchsten Wert ausweist, die Zeit des Wiederaufbaus nach dem Krieg ab 1949 mit ein, was das Ergebnis insoweit erklärt. Die extremen Gewinne in dieser Zeit dürften aber nicht maßgeblich für die Frage sein, mit welchen künftigen Überrenditen Anleger im August 2002 rechnen konnten.

Auch die spätere Studie von Stehle erstreckt ihre Untersuchungen durch die Wahl den Anfangszeitpunkt im Jahr 1955 noch auf die Jahre des so genannten Wirtschaftswunders. Alternative Berechnungen zeigen, dass bereits ein Betrachtungszeitraum von 1960 bis 2003 die zu beobachtende Marktrisikoprämie deutlich unter den von Stehle für zutreffend erachteten Nachsteuerbetrag von 5,5 % fallen lässt, nämlich auf einen Betrag von 3,21 % bei geometrischem und 0,7 % bei arithmetischem Mittel (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215, unter Heranziehung der Basisdaten von Stehle).

dd) Auch die gerichtliche Sachverständige weist darüber hinaus darauf hin, dass sich eine deutliche Abhängigkeit zwischen der Höhe der Marktrisikoprämie und der unterstellten Haltedauer aufzeigen lässt, wonach eine längere Haltedauer die ermittelte Risikoprämie sinken lässt. Eine Beschränkung der Betrachtung auf Untersuchungen, welche in Analogie zur unterstellten ewigen Lebensdauer des betrachteten Unternehmens Haltedauern von mindestens 20 Jahren unterstellen, führe zu Nachsteuerprämien zwischen 3,3 % und 6,4 % (vgl. Gutachten vom 30. Mai 2008, S. 69).

ee) Die Sachverständige hat weiter ausgeführt, dass nach einer Studie der
 im Jahr 2002 mit einer grundsätzlichen Reduzierung der zukünftigen Marktrisikoprämie gegenüber den empirisch zu beobachtenden Vergangenheitswerten gerechnet wurde. Begründet wurde dies mit dem Ende des Kalten Krieges und den zunehmend besseren Möglichkeiten zur auch internationalen Diversifikation für die Anleger.

ff) Vor diesem Hintergrund erschien es der Kammer plausibel, für die im Bewertungsstichtag zu erwartende künftige Marktrisikoprämie einen Wert von 4,5 %, und damit einen 0,5 % niedrigeren Wert als anzunehmen, wobei es sich allerdings im -Gutachten – entsprechend der Systematik des IDW S1 2000 – um eine Vorsteuerrisikoprämie gehandelt hat.

gg) Die oben zitierte Entscheidung BayObLG in NZG 2006, 156, 159, welche Risikozuschläge von über 2% für besonders begründungsbedürftig hält, ist noch auf der Grundlage des HFA 2/1983 ergangen und deshalb auf den hier zu beurteilenden Sachverhalt nicht übertragbar. Unter der Geltung dieses Bewertungsstandards ist den Risiken der Investition in ein Unternehmen nämlich vornehmlich dadurch Rechnung getragen worden, dass entweder die nach der Unternehmensplanung angenommenen Ergebnisse noch einmal explizit mit einem Risikoabschlag versehen oder umgekehrt der Kalkulationszinsfuß um einen pauschalen Risikozuschlag erhöht wurde. Vor allem in der zuerst genannten Alternative muss der Risikozuschlag naturgemäß geringer ausfallen als bei einer vollständigen Abbildung im Kapitalisierungszinssatz.

8. Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Unternehmen nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das individuelle Unternehmen anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

a) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. So hat sich in Wissenschaft und Bewertungspraxis bislang keine einheitliche Auffassung dazu entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine unlängst erschienene Untersuchung zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, *Corporate Finance* biz 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgeblich künftige Betafaktor zu bestimmen ist.

b) Die Einschätzung von [redacted] dass sich vorliegend ein belastbarer eigener Betafaktor der KAG nicht ermitteln lässt, wird auch von der gerichtlichen Sachverständigen [redacted] im Ergebnis bestätigt. Im Gutachten von [redacted] wird zu dieser Frage lediglich ausgeführt, der Betafaktor sei wegen des geringen Handelsvolumens der Aktien der KAG nicht aus dem Börsenkurs der Gesellschaft, sondern als Durchschnittswert der Betafaktoren der in der Tabelle auf Seite 32 des Gutachtens aufgeführten Vergleichsunternehmen entnommen. Als Mittel der von 1,32 bis 0,45 reichenden Betafaktoren bestimmt [redacted] einen Wert von 0,90, welchen sie nachfolgend für ihre Berechnungen verwendet.

c) Die gerichtliche Sachverständige hat zur Frage der Ermittlung eines eigenen Betafaktors der KAG den Börsenhandel mit deren Aktien über Zeiträume von einem bis fünf Jahren untersucht, und zwar sowohl bezogen auf den Bewertungsstichtag als auch bezogen auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des geplanten Squeeze Out. In ihrem Gutachten vom 30. Mai 2008 führt sie einleitend aus, dass in den zwei Jahren vor dem Bewertungsstichtag lediglich an 148 Tagen ein Handel mit den Aktien der KAG zu verzeichnen war und dabei insgesamt 2.066 Stück umgesetzt worden sind.

Dieser relativ geringe Handel spiegelt sich auch in der statistischen Güte der unter Verwendung der Werte aus der Datenbank Bloomberg abzulesenden Betafaktoren wider. Die Sachverständige bezieht sich hier allein auf das Bestimmtheitsmaß R^2 , welches beschreibt, wie „gut“ das hinter dem Betafaktor stehende statistische Modell die verfügbaren empirischen Daten erklärt. Dabei bezieht sich das Bestimmtheitsmaß auf die Prüfung der statistischen Aussagekraft des gesamten Modells

vor der Hintergrund der konkret verfügbaren Stichprobe (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 130). Die möglichen Werte liegen dabei zwischen 0 und 1, wobei eine Annäherung an 1 eine höhere Wahrscheinlichkeit eines funktionalen Zusammenhangs zwischen den Renditen des Bewertungsobjekts und denjenigen des Gesamtmarkts beschreibt. Zwar mag bezweifelt werden, ob eine ausschließliche Betrachtung des Bestimmtheitsmaßes R^2 für die Beantwortung der Frage, ob der eigene Betafaktor eines Unternehmens für Zwecke der Bewertung verwendet werden kann, ausreichend ist. Im vorliegenden Fall war die Kammer allerdings der Auffassung, dass angesichts der festgestellten Werte zwischen 0 und 0,02 davon ausgegangen werden kann, dass die beobachteten Werte keine Signifikanz für die Höhe des vom Kapitalmarkt vermuteten Risikos eines Investments in die KAG besitzen können.

d) Damit war der in Ansatz zu bringende Betafaktor aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der KAG vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln. Zwar liegt der wesentlichen Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zu entnehmen sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

e) Die gerichtliche Sachverständige hat in diesem Zusammenhang auf die von ausgewählte Peer Group zurückgegriffen und diese näher analysiert.

aa) Angesichts der sehr unterschiedlichen Größe der einbezogenen Unternehmen merkt die Sachverständige im Hinblick auf den entsprechenden Einwand des gemeinsamen Vertreters zunächst an, dass bislang keine empirisch gesicherten Nachweise vorlägen, die eine unmittelbare Relation zwischen der Unternehmensgröße und der Höhe des Betafaktors nahe legen. Gegenteiliges ist auch der Kammer nicht bekannt, so dass eine mangelnde Vergleichbarkeit eines Teils der Vergleichsgruppe mit der KAG allein wegen der erheblichen Unterschiede bei der Anzahl der betriebenen Hotels und der Gesamtanzahl der Zimmer nicht festgestellt werden kann.

bb) Insgesamt blieb aber festzuhalten, dass eine vollständige oder auch nur annähernde Vergleichbarkeit der für die Peer Group herangezogenen Unternehmen mit der KAG offensichtlich nicht gegeben war. Die Gruppen Oberoi, Shangri-La und Mandarin-Oriental sind vorwiegend in Indien und Asien tätig, während sich der überwiegende Teil der von KAG im Bewertungszeitpunkt

betriebenen Hotels in Europa befand. Im Gegensatz zu den weiteren, weltweit tätigen Hotelgruppen ist KAG nicht im US-amerikanischen Markt vertreten. Zudem ist das Portfolio dieser Gruppen, zu denen Marriott und Starwood gehören, nicht auf das Premiumsegment beschränkt, wobei die Sachverständige einräumt, dass zu einem sich hieraus ergebender Effekt auf die Höhe des Unternehmensrisikos keine Aussage getroffen werden kann. Wie die Sachverständige in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 10. Juli 2009 ausführt, beschränken sich die Gemeinsamkeiten zwischen den Unternehmen der Peer Group und der KAG letztlich darauf, dass alle Gesellschaften mehr oder minder international tätig sind und laufen neue Projekte initiieren.

cc) Die Sachverständige hielt dann gerade wegen der nicht hinreichend gegebenen Vergleichbarkeit die Einbeziehung einer möglichst umfassenden Peer Group für sinnvoll. Sie ist der Auffassung, dass sich auf diese Weise durch die Bildung eines Mittelwerts der beobachtbaren Beta-Faktoren Effekte aus der fehlenden Vergleichbarkeit eliminieren ließen.

Auch wenn die Kammer diese Vorgehensweise aus methodischer Sicht nicht für zweifelsfrei hält, handelte es sich dennoch um einen „vertretbaren Weg“, wie die Sachverständige ausführt. Als Alternative zu einer Bestimmung des Risikozuschlages über das TAX-CAPM-Modell bliebe lediglich dessen freie Schätzung, was regelmäßig nicht als vorzugswürdig anzusehen ist. Dennoch bedarf das sich aus der Marktrisikoprämie und dem Betafaktor ergebende Produkt einer kritischen Überprüfung auf seine Plausibilität im vorliegenden Bewertungsfall.

f) Soweit die Antragsgegnerin zu 2) die Zusammensetzung der Peer Group und hier insbesondere die fehlende Vergleichbarkeit der in Asien tätigen Hotelbetreiber mit der KAG bemängelt, konnte dies nicht überzeugen. Zum einen hat die Antragsgegnerin zu 2) bei dem in ihrem Auftrag erstellten Gutachten der offensichtlich an der Auswahl eben dieser Unternehmen nicht gestört, so dass sie sich ein widersprüchliches Verhalten vorwerfen lassen muss. Zum anderen hat die gerichtliche Sachverständige diese Problematik, wie soeben ausgeführt, durchaus gesehen.

g) gelangt im Gegensatz zu zu einem Mittelwert der Betafaktoren der Peer Group von 0,89 statt 0,90, da die Sachverständige die Anwendung des so genannten Raw-Beta anstelle des Adjusted-Beta für zutreffend hielt. Für den zuletzt genannten Wert wird davon ausgegangen, dass sich das künftige Beta von Wertpapieren im weiteren Zeitablauf den Marktmedian von 1,0 annähert. Allerdings ist für die Existenz einer solchen autoregressiven Tendenz bislang keine überzeugende ökonomische Begründung gefunden worden. Auch die Kammer hält es nicht für vertretbar, künftige Betafaktoren nicht allein aus historischen Werten abzuleiten, sondern diese aufgrund einer empirisch bislang nicht hinreichend belegten Theorie pauschal zu erhöhen.

h) Da es sich bei den am Markt beobachtbaren Betafaktoren um den verschuldeten Beta handelt und der Kapitalmarkt nicht nur das operative Risiko eines Unternehmens, sondern auch das jeweilige Kapitalstrukturrisiko mit ins Kalkül zieht, muss der Betafaktor einer Peer Group zunächst auf das operative Risiko zurückgeführt werden, bevor er auf das zu bewertende Unternehmen angewendet werden kann. Diesen als „unlevern“ bezeichneten Vorgang hat die Sachverständige nach Maßgabe der auf Seite 80 ihres Gutachtens sowie auf Seite 26 f. ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 10. Juli 2009 wiedergegebenen Ausführungen vorgenommen und ist so zu einem durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktor der Peer Group von 0,67 ohne und von 0,65 mit Einbeziehung der Oberoi-Gruppe gelangt. Dieser Wert ist in einem weiteren Schritt an das periodenspezifische Kapitalstruktur der KAG anzupassen („relevern“), was nach den Ermittlungen des Sachverständigen bei abnehmender Verschuldung zu einem in Ansatz zu bringenden Betafaktor von 0,74 im Jahr 2002 bis hin zu einem solchen von 0,70 für die Phase der ewigen Rente führt.

i) Den Einwendungen der Antragsgegnerinnen gegen diese Vorgehensweise konnte die Kammer nur insoweit folgen, als sich die Einbeziehung der Oberoi-Hotels in die Peer Group letztendlich als kritisch herausstellte, da am Markt keine Daten zu deren Verschuldungsgrad verfügbar waren. Dieser Umstand bestätigt die Darstellung der Antragsgegnerinnen, dass es sich bei Oberoi, jedenfalls vor August 2002, um ein Familienunternehmen handelte, welches keine Kennzahlen veröffentlicht hat. Stehen dem Markt solche Daten aber nicht zur Verfügung, stellt sich die Frage, auf welcher Tatsachengrundlage die Marktteilnehmer zu einer Risikoeinschätzung gelangen sollen, so dass die Aussagekraft des Oberoi-Betas trotz statistischer Validität anzuzweifeln war. Dies wird letztlich auch durch den Umstand bestätigt, dass der allein festzustellende verschuldete Beta deutlich niedriger lag als derjenige der vergleichbaren Unternehmen Shangri-La und Mandarin-Oriental.

j) Im Übrigen nimmt die Berücksichtigung der Kapitalstrukturen der Peer-Group-Unternehmen gerade die weitere Kritik der Antragsgegnerin zu 2) auf, dass diese zum Teil eine deutlich höhere Eigenkapitalquote aufweisen als die KAG.

k) Auch gegen die weitere Vorgehensweise der gerichtlichen Sachverständigen bestanden keine Bedenken, da es sachgerecht ist, die Werte von Eigen- und Fremdkapital im Wege einer Annäherung aus der Marktkapitalisierung abzuleiten. Die Ermittlung der „tatsächlichen“ Werte würde voraussetzen, dass für jedes in die Peer Group einbezogene Unternehmen eine eigene Unternehmensbewertung durchgeführt würde, was nicht realistisch ist.

Die zum Bewertungsstichtag vorhersehbare weitere Entwicklung der Betas der Peer Group war nicht in die Betrachtung einzubeziehen, da der zu diesem Zeitpunkt festgestellte Mittelwert allein der Einschätzung des Risikos des Bewertungsobjekts dient. Aus diesem Grunde konnte es nicht auf die von der Antragsgegnerin zu 2) dargelegte weitere Entwicklung der Betafaktoren von Unternehmen der Peer Group ankommen, wobei eine Berücksichtigung von Werten in den Jahren 2003 bis 2007 ohnehin gegen das Stichtagsprinzip verstoßen hätte.

l) Im Ergebnis hält die Kammer den sich als Produkt von Marktrisikoprämie und Betafaktor ergebenden Risikozuschlag von 3,015 % nach Steuern unter Berücksichtigung sämtlicher Aspekte des Falls für plausibel, so dass eine weitere Auseinandersetzung mit der grundsätzlichen Frage der Anwendbarkeit beziehungsweise Nichtanwendbarkeit des (TAX-) CAPM-Modells vorliegend nicht weiter führend wäre.

9. Wachstumsabschlag

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein so genannter Wachstumsabschlag abzusetzen.

a) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG, Rz. 23). Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstanter finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG). Zudem sind auch in der Phase II mengenmäßige Steigerungen oder auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

b) In der gerichtlichen Praxis sind für die Höhe der angenommenen Wachstumsabschläge Prozentsätze zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

Da der Wachstumsabschlag aber – im Gegensatz zur Marktrisikoprämie - nicht global zu bestimmen ist, sondern in erheblichem Maße auch vom Markt- und Wettbewerbsumfeld des zu bewertenden Unternehmens abhängt, verbietet sich der Ansatz von „Standardwerten“. Aus diesem Grunde war zunächst unerheblich, welche Wachstumsabschläge in den von den Antragsgegnerinnen herangezogenen Gerichtsentscheidungen verwendet worden sind. Diesen kam vorliegend nicht einmal eine entscheidende Indizwirkung zu, da nicht ersichtlich war, dass es sich bei den jeweils betrachteten Unternehmen um solche aus der Hotel- oder Tourismusbranche gehandelt hat.

c) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlags maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, ob auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass es bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls dürfte der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen sein (so Piltz, a.a.O., S. 179).

d) Ein alleiniger Rückgriff auf die Inflationsrate greift auch bereits aus dem Grund zu kurz, als im Basiszinssatz bereits eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden kann. Zum anderen ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Auch der aktuelle IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüssen sein kann, da es auf die Situation im konkreten Bewertungsfall ankomme. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG).

e) Darüber hinaus ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente regelmäßig angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben.

f) hat für den Wachstumsabschlag einen Wert von 1 % angenommen und diesen lediglich floskelhaft damit begründet, dass im Hinblick auf die Wachstumschancen und die zukünftige

Marktentwicklung langfristig ein Wachstum der ausschüttbaren finanziellen Überschüsse der Gesellschaft in dieser Höhe für möglich gehalten werde.

g) Die gerichtliche Sachverständige hielt diesen Wert lediglich für die Untergrenze der anzunehmenden Bandbreite, was sie bereits darin begründet sieht, dass für den letzten Zeitraum der Detailplanungsphase ein Wachstum von 2 % angesetzt wird. Es sei nicht plausibel, dass die KAG ab 2011 von dem in ihrem Marktsegment prognostizierten Wachstum nur noch unterproportional partizipieren werde. Als Wachstumsobergrenze nimmt die Sachverständige das ihrer Auffassung nach langfristig zu erwartende Weltwirtschaftswachstum an, welches bei 2,0 % liege. Die gerichtliche Sachverständige räumt bei ihren Überlegungen ein, dass in Erwartung einer wachsenden Konkurrenz im Segment der 5-Sterne-Hotellerie zunehmend Preisgrenzen erreicht würden, die eine Weitergabe inflationsbedingter Preissteigerungen erschwerten.

h) Nach im August 2002 vorliegenden Studien wurde von Seiten der WTO davon ausgegangen, dass im Bereich der internationalen Reisen bis zum Jahr 2020 jährliche Steigerungsraten von im Durchschnitt 4,1 % zu erwarten seien, wobei die geringsten Zuwächse für Europa und die höchsten Zuwächse für den mittleren Osten prognostiziert wurden. Hieraus schließt die gerichtliche Sachverständige, dass auch für Geschäftsreisen von einem im Vergleich zum allgemeinen Wirtschaftswachstum überproportionalen Anstieg auszugehen sei. Schließlich nimmt sie an, dass sich die Kostenstrukturen von im Ausland befindlichen Hotels langfristig an das mitteleuropäische Niveau anpassen und folgert aus alledem, dass der Mittelwert der von ihr festgestellten Bandbreite mit 1,5 % angemessen sei. Hierbei sei auch zu berücksichtigen, dass in der Planung der KAG kein Wachstum durch den Abschluss zusätzlicher Managementverträge enthalten sei.

i) Dem halten die Antragsgegnerinnen wiederum entgegen, dass gerade aufgrund der Wachstumsannahmen im Detailplanungszeitraum nicht von einem weiteren starken Wachstum der Erträge ausgegangen werden könne. Auch sei zwischen dem Tourismus als Ganzem und der Branche, in welcher die KAG tätig sei, deutlich zu unterscheiden. Ein aggressives Wachstum über die Zimmerpreise sei angesichts der zunehmenden Konkurrenz und dem Kostendruck, dem Geschäftsreisende unterlägen, nicht realistisch.

j) Die Kammer hielt die von der Sachverständigen eingebrachten Argumente für eine moderate Erhöhung des Wachstumsabschlages auf 1,5 % für überzeugend. Entscheidend war in diesem Zusammenhang vor allem das von der KAG beziehungsweise der Antragsgegnerin gewählte Bewertungsmodell, welches die Abbildung zukünftigen Wachstums nur über die Erträge einer fixen Anzahl von einbezogenen Hotels beziehungsweise Managementverträgen erlaubt. Zwar wäre eine Übertragung der Wachstumsprognosen für den weltweiten Tourismus nicht zulässig, da das Ge-

schäftsmodell der KAG nur einen kleinen Ausschnitt abbildet. Auf der anderen Seite kann die von den Häusern der KAG angesprochene Klientel auch nicht auf die Geschäftsreisenden verengt werden, wie die im Stichtag betriebenen oder geplanten Resorts zeigen, die sich an Urlauber mit gehobenen Ansprüchen richten.

10. Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern

Nach allgemein anerkannter Konvention ist der Kapitalisierungszinssatz um die persönlichen Ertragsteuern zu kürzen. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. IDW S. 1 a.F. Tz. 101).

a) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektiver und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

b) Entsprechend sind auf die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern in Höhe des in der Bewertungspraxis gemeinhin angenommenen pauschalen Steuersatzes von 35 %, der keinen grundlegenden methodischen Einwänden begegnet, zu erheben (vgl. auch OLG Düsseldorf, BeckRS 2006, 07149; OLG München, NJOZ 2006, 3010, 3015).

11. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG). Dieses ist regelmäßig mit seinem Liquidationswert in Ansatz zu bringen (vgl. BayObLG, NZG 1998, 946). Hierbei handelt es sich um den Erlös, der sich erzielen lässt, wenn sämtliche Gegenstände des Unternehmens ver-

äußert werden (Summe der Einzelveräußerungspreise nach Abzug von Schulden, Liquidationskosten und eventuellen Steuern).

a) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.

b) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der KAG bestand gemäß den Ausführungen von im Wesentlichen aus Beteiligungen und Finanzanlagen. Die Ableitung der entsprechenden Werte wurde von den Antragstellern nicht beanstandet, so dass sie der weiteren Bewertung zugrunde gelegt werden konnten.

c) Weiterhin befand sich ein Hotelgrundstück in Neu-Isenburg über die HGK Hotel Gravenbruch GmbH & Co. KG und deren Muttergesellschaft M.Kempinski & Co. GmbH im Besitz der Gesellschaft. Der dortige Hotelbetrieb war bereits im Jahr 2000 an die Octavian Hotel Holding GmbH veräußert worden. Diese übte am 30. April 2002 das ihr vertraglich eingeräumte Recht auf den Erwerb des Grundstücks aus, wobei der Kaufpreis durch die Übernahme von Bankverbindlichkeiten erbracht wurde. Mehrere Antragsteller bezweifelten, dass die im Zusammenhang mit der Abwicklung dieses Geschäfts angenommene Körperschaftssteuerbelastung eintreten würde, so dass sich ein höherer Wertbeitrag ergeben müsse.

Hierzu führt die gerichtlich bestellte Sachverständige im Ergebnis aus, dass die im Übertragungsbericht wiedergegebene Steuerbelastung nicht nur zutraf, sondern aufgrund ihrer Berechnungen sogar um rund 71.000,00 EUR höher gelegen hätte.

Negativere Auswirkungen auf den Ertragswert als im Gutachten der angenommen ergaben sich aus dem Verkauf des Grundstücks aber im Zusammenhang mit dem Vergleichsmodell betreffend die im Bewertungsstichtag anhängigen Rechtsstreitigkeiten der Gesellschaft.

d) Darüber hinaus gehende Vermögenswerte der Gesellschaft, die einer Veräußerung zugänglich wären, waren weder ersichtlich noch ist das Vorhandensein solchen Vermögens von den Antragstellern behauptet worden.

12. Ergebnis/Barwert

Unter Berücksichtigung der zu erwartenden Ergebnisse führte dies zum 1. Januar 2002 zum folgenden Barwert:

Ertragsvermittlung	Kapitalflussrechnung				Vorzugsbelegplan (BWR)				Mitteljahr		
	2001 T€	2002 T€	2003 T€	2004 T€	2005 T€	2006 T€	2007 T€	2008 T€	2009 T€	2010 T€	(T€) ab 2011
Zufluss beim Anteilseigner											
von Ausschüttungsfähigen Ergebnis											
Ausschüttungsfähiges Ergebnis KISA und KAG nach Anpassungen		1.559	3.674	619	4.316	5.565	7.977	8.454	11.839	12.523	13.851
davon Ausschüttung		0	0	0	0	0	0	0	0	0	3.696
persönliche Ertragsteuern	17,50%	275	643	106	755	974	1.396	1.479	2.072	2.191	1.697
Zufluss beim Anteilseigner		1.284	3.031	511	3.561	4.591	6.581	6.974	9.767	10.331	12.155
Kapitalisierungszins											
Basiskon											
- vor Steuern	5,50%										
- persönliche Ertragsteuer	1,93%										
- nach Steuern	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Marktdiskoprämie	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Betafaktor											
- unverschuldet	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
- Marktwert des Fremdkapitals		35.994	34.063	35.741	33.897	32.115	32.129	31.991	29.853	27.716	26.438
- Marktwert des Eigenkapitals		155.063	164.720	173.256	184.850	194.203	203.063	210.518	218.067	223.778	228.724
- Verschuldungsgrad		0,23	0,21	0,21	0,18	0,17	0,16	0,15	0,14	0,12	0,12
- TaxShield											
Körpers	18,67%										
Steu	25,00%										
Pers	5,50%										
$\beta_{FS} = 0,5 \cdot \beta_{Korps} \cdot (1 - \text{Steu} \cdot (1 + \beta_{Steu})) + \beta_{Steu} \cdot (1 + \beta_{Steu})$											
β_{FS}	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%	32,51%
- verschuldet		0,77	0,77	0,76	0,75	0,74	0,74	0,74	0,73	0,73	0,72
Wachstumsfaktor	1,50%										1,50%
Kapitalisierungszins periodenspezifisch		7,08%	7,02%	7,01%	6,96%	6,93%	6,91%	6,90%	6,87%	6,84%	5,33%
periodenspezifischer Kapitalisierungsfaktor		0,9340	0,9344	0,9345	0,9349	0,9352	0,9353	0,9355	0,9357	0,9360	18,7768
Kapitalisierungsfaktor auf den Bewertungsstichtag		0,9340	0,8728	0,8156	0,7625	0,7131	0,6670	0,6239	0,5838	0,5465	10,2607
Barwerte auf den 1.1.2002		1.209	2.645	417	2.715	3.274	4.350	4.352	5.703	5.646	124.714
Ertragswert zum 1.1.2002 nach persönlichen Ertragsteuern		155.063									
Ertragswert zum 1.1.2002 vor persönlichen Ertragsteuern			187.956								

Nach Maßgabe der oben besprochenen Anpassungen folgt hieraus für den Bewertungsstichtag am 23. August 2002 die nachfolgend wiedergegebene Berechnung:

	01.01.2002 T€	23.08.2002 T€
Ertragswert	187.956	
abzgl. persönliche Ertragsteuern 17,5%	-32.892	
	<u>155.063</u>	
Vertragserfüllung Hotel Bristol	-14.638	
abzgl. persönliche Ertragsteuern 17,5%	2.562	
	<u>-12.076</u>	
Rechtsstreit Kempinski AG ./. Dieter Bock / ADVANTA u.a. (nach persönlichen Ertragsteuern)		
Vergleichsmodell		
Ausgleich der Unterdeckung Bristol 1998 bis 2001	-4.343	
Erlas der Ausleihung M. Kempinski	-17.895	
Verzicht auf Rechtsanwalts-Kostenerstattung	2.465	
	<u>-19.773</u>	
abzgl. Steuerersparnis Untermehmenssteuern 40%	7.909	
	<u>-11.864</u>	
abzgl. persönliche Ertragsteuern 17,5%	2.076	
	<u>-9.788</u>	
Belastung KAG	-9.788	
Übernahme Hotel Bristol durch LGV	14.638	
abzgl. persönliche Ertragsteuern 17,5%	-2.562	
	<u>12.076</u>	
Entlastung KAG	12.076	
	<u>2.289</u>	
Entlastung / Belastung KAG auf den 1.1.2002 (+/-)	2.289	
Mehrbelastung wegen Berücksichtigung Übertragung 50% - Anteil HVJ	-8.031	
Abzinsung Steuervorteil	-604	
	<u>-6.346</u>	
	136.641	138.002
Ergebnisvortrag		1.458
Restitutionsansprüche		511
Beteiligungen und Darlehen		15.871
Abwicklung Gravenbruch gemäß Übertragungsbericht		3.510
Anpassungen wegen Auswirkungen steuerliche Außenprüfung		8.420
		<u>29.770</u>
abzgl. persönliche Ertragsteuern 17,5%		-5.210
		<u>24.561</u>
Anpassung Grand Hotel des Bains (nach persönlichen Ertragsteuern)	-1.070	-1.080
Unternehmenswert		<u>161.482</u>
Anzahl an Aktien		385.000
Wert pro Aktie		419,44

13. Liquidationswert

Eine Gesamtbewertung des Unternehmens auf der Grundlage von Liquidationswerten angesichts des Ergebnisses der Ertragswertermittlung nicht mehr zu erfolgen.

a) In Rechtsprechung und Lehre wird zwar zum Teil die Auffassung vertreten, dass der so genannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellt (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509; Großfeld, a.a.O., S. 203). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs, kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 47 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: Die KAG soll auf Dauer profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig nicht unerheblich übersteigen, eine Liquidation der Gesellschaft war nicht vorgesehen. Eine im Branchenvergleich besonders geringe Ertragskraft der Gesellschaft war weder ersichtlich noch ist eine solche von den Antragstellern behauptet oder dargetan worden.

14. Börsenkurs

Die Berücksichtigung des Börsenkurses der KAG konnte nicht zur Festsetzung einer höheren Barabfindung führen, da ihm keine hinreichende Aussagekraft beigemessen werden konnte. Darüber hinaus war auch nicht ersichtlich, dass der Kurs im Durchschnitt des maßgeblichen Referenzzeitraums von drei Monaten vor der erstmaligen Bekanntgabe der Absicht, den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeizuführen, oberhalb des Ertragswerts gelegen hat.

a) Der Hauptaktionär legt beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre die Höhe der Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss, § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

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

c) Ob im konkreten Einzelfall auf den Börsenkurs als maßgeblichen Wert der Mindestentschädigung der Minderheitsaktionäre abgestellt werden muss, hängt jedoch davon ab, ob ein effektiver Handel der Aktien der betroffenen Aktiengesellschaft an der Börse festgestellt werden kann. Der Börsenkurs am Stichtag gibt nämlich nur dann den Verkehrswert der Aktie wieder, wenn er tatsächlich erzielbar gewesen wäre.

Da Artikel 14 Absatz 1 GG keine Entschädigung zum Börsenkurs, sondern zum „wahren“ Wert, mindestens aber zum Verkehrswert verlangt, kommt eine Unterschreitung in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengpass der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist (vgl. BGHZ 147, 108 [DAT/Altana]; OLG Düsseldorf AG 2000, 421, 422; 2003, 329; OLG Karlsruhe, AG 2005, 45; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Januar 2006, I-26 W 7/06 (AktE), BeckRS 2011, 21499).

So kann, wie das BVerfG in seinem Beschluss vom 27. April 1999 (NZG 1999, 931) ausführt, im Fall der Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss eine Marktengpass entstehen, weil mindestens 95% der Aktien unverkäuflich sind und damit ungewiss sein kann, ob ein Minderheitsaktionär seine Aktien tatsächlich zum Börsenkurs hätte verkaufen können. Ähnlich liegt die Situation beim zwangs-

weisen Ausschluss der Minderheitsaktionäre, da der Hauptaktionär aufgrund der Regelung in § 327a Abs. 1 AktG ebenfalls über eine Aktienmehrheit in Höhe von 95% des Grundkapitals der Gesellschaft verfügen muss. Das BVerfG hat aber auch ausgeführt, dass auch in einem solchen Fall dem Börsenkurs nicht jede Eignung zur Feststellung des Wertes der Unternehmensbeteiligung fehlt, solange die Aktien an der Börse gehandelt werden. Allein aus dem Umstand, dass sich nahezu 95 % der Aktien im Besitz des Hauptaktionärs befinden, ergibt sich eine solche „Marktengé“ nicht, denn schematisierende Betrachtungsweisen, die allein auf ein Mindesthandelsvolumen abstellen, sind nicht gerechtfertigt. So hat es der BGH für die Feststellung einer Marktengé für nicht ausreichend gehalten, wenn nur 2,5 bis 3,7 % der Aktien eines Unternehmens gehandelt werden.

Entscheidend ist die Frage, ob insoweit Aktien in einem Ausmaß gehandelt wurden, die es den Anbietern ermöglichte hätte, ihre Anteile zum Börsenkurs tatsächlich zu veräußern, wobei dieser Umstand von demjenigen, der ihn geltend macht, darzulegen ist (vgl. BGH AG 2001, 417, 420). Es muss noch ein ausreichendes freies Spiel der Marktkräfte bestehen, damit der Börsenkurs tatsächlich mit dem Verkehrswert gleichgesetzt werden kann. Aus diesem Grunde dürfen die Anforderungen an das Vorliegen einer Marktengé auch nicht überspannt werden, da es nicht ausreichen kann, wenn abfindungsberechtigte Aktien nur in geringem Umfang oder mit erheblichen Kursabschlägen hätten veräußert werden können (vgl. zutreffend Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 211 Anh § 11 SpruchG).

d) Nach den von den Antragstellern nicht angegriffenen Feststellungen im Bewertungsgutachten von waren gut sieben Wochen vor der Hauptversammlung am 23. August 2002 nur lediglich 1,72 % der Aktien der KAG im freien Börsenhandel. Darüber hinaus war zwischen dem 11. April und dem 11. Juli 2002 nur an 18 von 63 Börsentagen eine Handelstätigkeit festzustellen, wobei ein Handel mit 191 Aktien, entsprechend einem Anteil von 0,07 % am Free Float zu verzeichnen war. Angesichts dieses im Promillebereich liegenden Handelsvolumens war die Kammer der Auffassung, dass der sich hieraus ergebende Börsenpreis nicht geeignet war, mit dem Verkehrswert der Anteile an der KAG gleichgesetzt zu werden.

c) Darüber hinaus war, wie oben bereits angeführt, auch nicht ersichtlich, dass der Börsenkurs den Ertragswert überstiegen hat.

Bei der Feststellung der Höhe des maßgeblichen Kurses sind die Zivilgerichte gehalten, durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses der Gefahr von Manipulationen des Börsenkurses zu begegnen.

aa) Der Bundesgerichtshof hat in seiner Entscheidung vom 12. März 2001 (NJW 2001, 2080) hierzu ausgeführt, dass aus Gründen der Rechtssicherheit auf den auf den Stichtag der Hauptversammlung bezogenen Durchschnittskurs der vorangegangenen drei Monate abzustellen ist. Auf diesen Beschluss nehmen diejenigen Antragsteller Bezug, die eine unzutreffende Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses durch die Antragsgegnerin rügen.

bb) Diese Entscheidung ist allerdings zum einen nicht unumstritten geblieben und wurde in der Literatur überwiegend abgelehnt. Aber auch das Kammergericht hat bereits im Jahr 2007 entschieden, dass bei grundsätzlicher Beachtung der genannten Rechtsprechung des BGH auf einen Referenzzeitraum abzustellen ist, der drei Monate vor der (ersten) Veröffentlichung der Abfindungskonditionen liegt (vgl. Kammergericht, NZG 2007, 71, 72). Zuvor hatte bereits das Oberlandesgericht Stuttgart einen identischen Zeitraum für maßgeblich gehalten (Beschluss vom 16. Februar 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 03081).

cc) Zum anderen hat der BGH seine Entscheidung aus dem Jahr 2001 nunmehr revidiert und vertritt jetzt die Auffassung, dass der Börsenwert nach dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung, die nicht notwendig eine Bekanntmachung im Sinne des § 15 WpHG sein muss, zu bestimmen ist. Der entsprechende Zeitraum endet damit im vorliegenden Fall am 17. Juli 2002, da die KAG die Absicht, einen Beschluss über den Ausschluss ihrer Minderheitsaktionäre durchzuführen gemeinsam mit der an diesem Tag veröffentlichten Einladung zur Hauptversammlung bekannt gegeben hat.

dd) In Übereinstimmung mit den kritischen Stimmen in Literatur und Rechtsprechung vertritt der BGH jetzt die Auffassung, dieser Zeitraum sei besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu ermitteln, als ein mit dem Tag der Hauptversammlung endender Referenzzeitraum, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt habe. Der Tag der Hauptversammlung liege zwar besonders nahe an dem nach für die Bewertung maßgebenden Tag, sei aber als Stichtag des Referenzzeitraums nicht geeignet, weil der Börsenkurs in dem Zeitraum davor regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und weil mit einer Bemessung nach dieser Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an, also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel innerhalb des Dreimonatszeitraums liegt, nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert. Dabei werde er in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder – als Lästigkeitswert – im Anfechtungsprozess häufig leicht überschritten (vgl. hierzu KG, NZG 2007, 71; OLG Stuttgart, NZG 2007, 302). Der angebotene Preis für die Aktie werde sicher erreicht, ungewiss sei lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder schon im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchzusetzen sei. Schon vor

der Bekanntgabe des Abfindungsangebots ändere sich mit der Bekanntgabe der Maßnahme die Börsenbewertung von der Erwartung an den künftigen Unternehmenswert hin zur Erwartung an die künftige Abfindung oder den künftigen Umtauschkurs, was nicht selten zu heftigen Kursauschlägen führe. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegele der ermittelte Börsenkurs nicht mehr – wie geboten – den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne (vgl. BGH, NZG 2010, 939, 941 f. –STOLLWERCK).

ee) Die Kammer hält diese Entscheidung aus den vom BGH näher erläuterten Gründen für zutreffend. Da es sich bei der Frage des für die Bestimmung des Börsenkurses maßgeblichen Referenzzeitraums um eine reine Rechtsfrage handelt, konnte die geänderte obergerichtliche Rechtsprechung auch unter Beachtung des Stichtagsprinzips herangezogen werden.

ff) Nach den unbestritten gebliebenen Angaben der Antragsgegnerinnen betrug der durchschnittliche Börsenkurs der KAG in den sechs Monaten vor der Hauptversammlung vom 23. August 2002 bei 362,43 €, ohne Berücksichtigung des auf die Einladung zu dieser folgenden Zeitraums bei lediglich 341,86 €.

Auf den deutlichen Anstieg des Kurses nach der Bekanntgabe der Ausschlussabsicht der Antragsgegnerin zu 2) konnte es nach dem oben Gesagten nicht ankommen. Nach dem Schriftsatz der Antragsgegner-Vertreter vom 17. März 2003 war es nach dem 17. Juli 2002 an der Wertpapierbörse in Berlin zu einem Kursanstieg von mehr als 5 % und an der Frankfurter Wertpapierbörse von mehr als 23 % gekommen.

gg) Eine Anpassung des auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des Squeeze Out gemittelten Börsenkurses im Sinne der STOLLWERCK-Rechtsprechung des BGH war vorliegend nicht geboten. Es fehlte bereits evident an dem hierfür erforderlichen „längeren Zeitraum“ zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 17. Juli 2002 und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung am 23. August 2002.

15. Verzinsung

Von der Festsetzung einer Verzinsung des pro Aktie geschuldeten Mehrbetrages hat die Kammer abgesehen, da sich der Anspruch unmittelbar aus dem Gesetz ergibt, § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG in der zum Bewertungsstichtag geltenden Gesetzesfassung.

Der Verfahrensgegenstand des Spruchverfahrens erstreckte sich auch unter dem vor Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes geltenden Recht lediglich auf die Bestimmung der Höhe der vom Hauptaktionär geschuldeten Barabfindung, nicht aber auch auf die gesetzlich vorgesehenen Sekundäransprüche (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008, 20 W 10/06, BeckRS 2008, 04922).

16. Kosten und Geschäftswert

a) Für die Kosten des Verfahrens war gemäß § 327f Abs. 2 Satz 3 AktG a.F. die Regelung des § 306 AktG a.F. sinngemäß anzuwenden, so dass hinsichtlich der Gerichtskosten § 306 Abs. 7 AktG a.F. die maßgebliche Rechtsgrundlage ist. Hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten findet sich die entsprechende Regelung in § 13a Abs. 1 FGG (vgl. Hüffer, a.a.O., Rz. 22 zu § 306 AktG a.F. m.w.N.). Die Kosten des Verfahrens treffen danach in beiden Fällen regelmäßig die Vertragsteile des Unternehmensvertrages, woraus sich in entsprechender Anwendung auf die Fälle des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nach § 327f AktG die Kostenbelastung des Mehrheitsaktionärs ergibt.

b) Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch einem anderen Beteiligten auferlegt werden (§ 306 Abs. 7 Satz 7 und 8 AktG a.F.), von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. Bay-ObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003 Nr. 30331282). Einen solchen Fall vermochte die Kammer angesichts der Begründetheit der Anträge aber nicht zu erkennen.

c) Es entsprach der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin zu 2) auch die notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu tragen hat (§§ 327f, 306 Abs. 2 AktG a.F., 99 Abs. 1 AktG, § 13 a FGG), wobei zu beachten ist, dass sich der Wert für die Rechtsanwaltsgebühren nur nach den von den konkreten Antragsteller bis zum Wirksamwerden des Ausschlusses gehaltenen Anzahl der Aktien zu orientieren hat.

d) Im aktienrechtlichen Spruchverfahren ist der Geschäftswert von Amts wegen nach § 30 Abs. 1 KostO festzusetzen (§ 306 Abs. 7 Satz 5 AktG a.F.). Danach ist der Wert in einer vermögensrechtlichen Angelegenheit nach freiem Ermessen zu bestimmen, wobei die in § 30 Abs. 2 KostO enthaltene Begrenzung keine Anwendung findet. Der wichtigste tatsächlichen Anhaltspunkt für die Bestimmung nach freiem Ermessen ist der Wert des durch das Geschäft betroffenen Wirtschaftsgutes und das Ausmaß, in welchem dieses durch das Geschäft betroffen wird (vgl. OLG Düsseldorf, AG 2000, 323, 326). Im Spruchverfahren ist der Geschäftswert damit einheitlich unter

Berücksichtigung der mit der Festsetzung verbundenen wirtschaftlichen Bedeutung für sämtliche außenstehenden Aktionäre festzusetzen. In der Regel wird der Geschäftswert aus der Differenz zwischen der angebotenen und der angemessenen Leistung je Aktie multipliziert mit der Anzahl der „außenstehenden“ Aktien abgeleitet, wenn der Antrag beziehungsweise die Anträge wenigstens zum Teil erfolgreich waren (vgl. Hüffer, a.a.O., Rz. 21 zu § 306 AktG a.F.).

Bei dieser Berechnung ist bei einer späteren Erhöhung der angebotenen Abfindung nicht die ursprünglich von der Hauptversammlung beschlossene Kompensation, sondern der erhöhte Betrag für die Berechnung maßgeblich, was hier bei 6.545 Aktien, die sich im Streubesitz befanden, zu einem Verfahrenswert von 364,818,30 € führt.

Rechtsmittelbelehrung

Gegen den anliegenden Beschluss ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben. Diese ist innerhalb einer Frist von zwei Wochen ab Zustellung entweder bei dem Landgericht Berlin, Littenstraße 12-17, 10179 Berlin oder dem Kammergericht Berlin, Eißholzstraße 30-32, 10781 Berlin, einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung eines von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Schriftsatzes eingelegt werden.

