

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN

Beschlüss

In dem Spruchverfahren

hat das Landgericht Frankfurt am Main – 8. für Handelssachendurch Vorsitzenden Richter am Landgericht und den Handelsrichtern und

am 27. 01, 2010 beschlossen:

Die angemessene Barabfindung gemäß §§ 327 a Abs. 1 Satz 1, 327 Abs. 1 Satz 2 AktG a.F. wird anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MSH International Service AG

auf insgesamt 18,72 Euro je Aktie der MSH International Service AG nebst Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz der EZB seit 14.11.2002 festgesetzt.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller hat die Antragsgegnerin zu 2) zu tragen.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten wird auf 644.811,-Euro festgesetzt.

Die Vergütung für den Vertreter der außenstehenden Aktionäre, wird für den ersten Rechtszug auf 13.000,-Euro einschließlich Mehrwertsteuer festgesetzt.

Gründe:

Die Antragsgegnerin zu 1), die frühere (Bl. 656 – 667 d. A.), war eine Holding- und Konzerngesellschaft des MSH Konzerns. Der MSH Konzern befasste sich als Anbieter integrierter IT-Lösungen mit dem Vertrieb und der Implementierungen von Computer-Netzwerk- und Speicherprodukten sowie der Erbringung damit verbundener Dienstleistungen. Die Aktivitäten wurden Ende 2001 in die Geschäftsfelder Field Service,

Mit Wirkung vom 01.01.2001brachte die Tochtergesellschaft Memorex Systemhaus GmbH ihren Geschäftsbereich Daten- und Netzwerktechnik in die ein und erhielt dafür einen Anteil am Stammkapital von 53 %.

Das Grundkapital der Antragsgegnerin zu 1) war in 12.500.000 Aktien aufgeteilt. Davon hielt die Antragsgegnerin zu 2) 97,73 % (12.217.188 Aktien). Die restlichen 282,812 Aktien befanden sich im Streubesitz.

Die Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) beschloss am 22.08.2002, die sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Antragsgegnerin zu 2) zu übertragen, und zwar gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von 16,44 Euro je Aktie.

Im Übertragsbericht, der mit Unterstützung von

Maintenance und Technology Solutions aufgeteilt.

erstellt wurde, wurde

zum 22.08.2002 nach der Ertragswertmethode ein Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1) von 205,4 Mio Euro, was einer Abfindung von 16,43 Euro je Aktie entspricht, ermittelt. Wegen der Einzelheiten der Ermittlung des Unternehmenswerts wird auf den Übertragungsbericht vom 03.08.2002 in Bl. 15-27 d.A. und die gutachterliche Ermittlung des Unternehmenswerts durch vom 02.07.2002 in Bl. 28-75 d.A. verwiesen.

Mit Beschluss des Landgerichts Frankfurt vom 21.03.2002 wurde zur sachverständigen

Prüferin gemäß § 327 Abs. 2 Satz 3 AktG a. F. bestellt. Wegen deren Prüfungsergebnisse wird auf den Bericht über die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung vom 03.07.2002 in Bl. 76-96 d. A. verwiesen.

Die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses erfolgte im Handelsregister der Antragsgegnerin zu 1) am 17.10.2002 und die Veröffentlichung dieser Eintragung im Bundesanzeiger am 14.11.2002.

Die Kammer hat durch Beschluss vom 21.12.2005 (Bl. 462-466 d.A.) Beweis durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens erhoben. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten des Sachverständigen vom 27.03.2008 (im Folgenden: Gutachten) verwiesen.

Die Anträge sind zulässig.

Insbesondere sind alle Antragsteller antragsberechtigt. Hinsichtlich der Antragsberechtigung beim Squeeze out geht die Kammer, wie im Hinweisbeschluss vom 21.12.2005 (Bl. 474 d.A.) dargelegt, davon aus, dass es für die Antragstellung darauf ankommt, dass ein Antragsteller zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister Minderheitsaktionär war, d.h. Inhaber mindestens einer Aktie.

Soweit die Antragsgegnerin die Zulässigkeit der Anträge der Antragsteller zu 1), 4), 7), 8), 9) und 11) rügen, sind diese Rügen unbegründet, weil diese Antragsteller durch Vorlage von Urkunden nachgewiesen haben, dass sie zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses, 17.10.2002, Inhaber mindestens einer Aktie der Antragsgegnerin zu 1) waren. Insoweit wird auf die Urkunden in

- -Bl. 13 a d. A. bezüglich des Antragstellers zu 1,
- -Bl. 717 d.A. bezüglich der Antragstellerin zu 4.
- -Bl. 593 d.A. bezüglich der Antragstellerin zu 5,
- -Bl. 208 d.A. bezüglich der Antragstellerin zu 7,
- -Bl. 221 d.A. bezüglich des Antragstellers zu 8,
- -Bl. 219 d.A. bezüglich der Antragstellerin zu 9 und
- -Bl. 688 d.A. bezüglich des Antragstellers zu 11.

Die Antragsgegnerinnen wurden hierauf ausdrücklich in der mündlichen Verhandlung am 18. 02. 2009 hingewiesen.

Die Anträge sind auch begründet.

Aufgrund des Gutachtens des Sachverständigen steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass die angebotene Barabfindung von 16,44 Euro je Aktie der Antragsgegnerin zu 1 unangemessen ist. Ausgehend von der Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht, deren Angemessenheit nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG a. F. durch

geprüft wurde, und der Überprüfung der Einwendungen der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen ist der Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1 zum Stichtag 22.08.2002 auf 233.988.000,-Euro zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO), was einer Barabfindung von 18,72 Euro (233.988.000,-Euro : 12.500.000 Aktien) entspricht.

Die Kammer geht in ständiger Rechtsprechung davon aus, die Funktion eines Spruchverfahrens ist, die bereits erfolgte Unternehmensbewertung aufgrund schlüssiger Einwendungen auf ihre Plausibilität hin (Oberlandesgericht Düsseldorf AG 2003, 329 Tz.85) unter Anwendung des § 287 Abs. 2 ZPO (BGH WM 2001, 856, 859; BayObLG ZIP 2000, 858 f., AG 2006, 41, OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; AG 2008, 783, 784 und OLG Karlsruhe AG 2009, 47 ff.) zu überprüfen.

Dies ergibt sich zum einen daraus, dass es sich bei dem Spruchverfahren um ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt (OLG Düsseldorf AG 2000, 421, 423). In einem solchen echten Streitverfahren endet die Amtsermittlungspflicht dort, wo es die Verfahrensbeteiligten in der Hand haben, die notwendigen Erklärungen abzugeben, um eine ihren Interessen entsprechende Entscheidung herbeizuführen. Deshalb obliegt den Antragstellern eine Darlegungslast für solche Umstände, die eine höhere Bemessung der Barabfindung möglich erscheinen lassen. Tun sie das nicht, ist auch das Gericht nicht verpflichtet, weitere Nachforschungen anzustellen, wenn hierzu keine Anhaltspunkte gegeben sind. Vielmehr kann das Gericht – ohne seine Aufklärungspflicht zu verletzen – davon ausgehen, dass die Beteiligten die für sie günstigen Umstände von sich aus vortragen und bei unbestrittenem Sachvortrag von Amtsermittlungen absehen.

Zum anderen ist dies auch die Auffassung des Gesetzgebers, wie sie in § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG zum Ausdruck kommt. Zwar findet dieses Gesetz vorliegend keine Anwendung. Aber deren Verfahrensgrundsätze können entsprechend herangezogen werden.

Die Kammer geht des weiteren davon aus, dass die nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG a. F. geprüfte Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht eine ausreichende Grundlage darstellt, den Unternehmenswert nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen. Denn die Unternehmensbewertung erfolgte aufgrund der vom

Bundesverfassungsgericht (ZIP 1999, 1436, 1441) gebilligten und in der Praxis durchgesetzten Ertragswertmethode.

Das Ertragswertverfahren beruht auf der Überlegung, dass sich der Wert eines Unternehmens in erster Linie danach bestimmt, welche Erträge es in Zukunft erwirtschaften kann. Bei der Unternehmensbewertung ist daher primär der Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens unter Berücksichtigung der prognostizierten Einnahmen – und Ertragsüberschüsse zu ermitteln. Nach dieser Methode werden somit die zukünftigen Erträge geschätzt und auf den maßgeblichen Stichtag (Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung) mit dem Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Verfügt das Unternehmen neben dem betriebsnotwendigen Vermögen über nicht betriebsnotwendiges Vermögen, so ist dieses gesondert zu bewerten und dem betriebsnotwendigen Vermögen hinzuzufügen. Die Summe daraus ist sodann der Ertragswert.

Das Vorgehen des dargestellten Ertragswertverfahrens wurde im Übertragungsbericht auch korrekt angewendet.

Der mit Hilfe des Ertragswertverfahrens im Übertragungsbericht ermittelte und durch überprüfte

Unternehmenswert ist lediglich einer Plausibilität- und Rechtskontrolle zu unterziehen. (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 Tz. 85). Denn ein errechneter

Unternehmenswert beruht auf einer Vielzahl von Prognoseentscheidungen, die alle zu einer mehr oder weniger großen Unschärfe der Bewertung des

Unternehmens führen. Insbesondere stellt auch die Ertragswertwertmethode lediglich ein Hilfsverfahren dar, das methodisch stets anfechtbare Schätzungen liefert, weil die Zukunft im Dunkeln bleibt und der Wert eines Unternehmens sich nicht auf Euro und Cent berechnen lässt. Allerdings gibt die Ertragswertmethode einen geordneten Rahmen, innerhalb dessen die Schätzung des

Unternehmenswerts zu transparenten und darstellbaren Ergebnissen führt (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 268 f.).

Deshalb ist die Unternehmensbewertung vorliegend nur darauf hin zu überprüfen, ob die Ertragswertmethode korrekt angewendet, insbesondere der rechtliche Rahmen eingehalten wurde und die jeweiligen Prognosen plausibel und nachvollziehbar dargestellt wurden. Dabei ist es nicht Aufgabe des Gerichts, anstelle der Prognosen im Übertragungsbericht eigene Prognosen aufzustellen. Auch ist es grundsätzlich unzulässig, anstelle von Prognosen eine wegen der Dauer des Spruchverfahrens im Einzelfall durchaus mögliche ex-post-Betrachtung der realen Geschehnisse zu setzen (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 ff.). Vielmehr bleiben für die Plausibilitätskontrolle grundsätzlich einzig und allein die auf den Stichtag bezogenen Prognosen im Bericht der Hauptaktionärin maßgebend, solange sie auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen aufbauen und in sich widerspruchsfrei sind (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 und NZG 2007, 112, 116; OLG Karlsruhe NZG 2008, 791). Dies gilt insbesondere, soweit es um unternehmerische Entscheidungen im Rahmen der Prognosen geht.

Allerdings kann der spätere, tatsächliche Verlauf als Indiz für das am Stichtag "in der Wurzel" Angelegte herangezogen werden (OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 52), wenn die Geschäftspolitik gleich geblieben ist (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 5. Auflage, R. 244 f. und 247) und ein zeitlicher Bezug zum Stichtag gegeben ist. Neue Erkenntnisse nach dem Stichtag erlauben und gebieten jedenfalls ein kritisches Überdenken und sind geeignet für eine Plausibilitätskontrolle (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 5. Auflage R. 245 und 247).

Daraus ergibt sich, dass der im Rahmen des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert wegen der Ungenauigkeit der Prognosemethoden nur ein Näherungswert ist. Dem gegenüber gibt es keinen mathematisch exakt zu bestimmenden Unternehmenswert. Vielmehr stellt jedes gutachterliche Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts dar, was zur Folge hat, dass die Verfahrensbeteiligten es hinnehmen müssen, dass eine Bandbreite von

unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (OLG Stuttgart AG 2008, 483, 484, BayObLG DB 2006, 39,40; OLG Karlsruhe NZG 2008, 791).

Erschwerend kommt bei der Darstellung der Ergebnisse in der praktischen Unternehmensbewertung hinzu, dass letzte widerspruchsfreie theoretische Begründungen hierzu noch ausstehen. Trotzdem ist eine Kommunizierbarkeit der Ergebnisse gefordert, was letztlich nur durch eine Reduktion der Komplexität möglich ist. Deshalb sind in der Bewertungspraxis regelmäßig vereinfachende Prämissen und Lösungsansätze zu verwenden (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel "Unternehmensbewertung in der Praxis", in: Die Wirtschaftsprüfung 2006, 1005, 1006).

Die Kammer geht aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen in seinem Gutachten von einem Basiszinssatz von 5,5 % aus.

Ausgangspunkt für die Festlegung der Höhe des Basiszinses ist die aus der Sicht des Stichtags - hier: 22.08.2002 - auf Dauer zu erzielende Verzinsung einer quasi – risikolosen Alternativanlage. Der Zinssatz ist also zukunftsbezogen (OLG Düsseldorf NZG 2000, 323, 325; Großfeld, Recht zur Unternehmensbewertung 5. Auflage R. 574; OLG Stuttgart NZG 2000, 747).

Dem gegenüber kommt es nicht auf die Höhe des Basiszinses am Stichtag selbst an, weil der Zins am Stichtag gerade in einer Phase niedriger oder hoher Zinsen fallen kann und eine solche Annahme auch nur dann sachgerecht wäre, wenn aus Stichtagssicht keine Anhaltspunkte für eine im Zeitablauf steigende oder sinkende Rendite vorliegen. Eine solche Erwartung gibt es jedoch hinsichtlich eines Anlagezinses nicht. Vielmehr kommt es auf den Durchschnitt zukünftiger Zinserwartungen an.

Um den Durchschnitt der zukünftigen Zinserwartungen vertretbar festzulegen, orientiert man sich an inländischen, öffentlichen Anleihen – nur solche Anleihen gelten als quasi- risikofrei – mit einer Laufzeit von bis zu 30 Jahren. Da ein

Unternehmen aber eine zeitlich unbegrenzte Lebensdauer hat, ist eine Prognose über die danach zu erwartende Umlaufrendite erforderlich. Erst die zur Herstellung der Laufzeitgleichheit zwischen Anlage und Unternehmen erforderliche Wiederanlageprämisse macht es nötig, bei dem Basiszinssatz künftige Zinssätze zu schätzen. Eine solche Prognose – wie hoch der Zinssatz in 30 Jahren sein wird – ist immer mit Unsicherheiten behaftet. Deshalb legt die Kammer für die Schätzung der aus Sicht des Stichtages zu erwartende zukünftige Verzinsung nicht inländische öffentliche Anleihen mit Restlaufzeiten von 9-10 Jahren zugrunde, sondern solche mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren, weil insbesondere die am Markt zu beobachtende Zinsstruktur die beste Prognose für die nächsten 30 Jahre ist und die Wiederanlageprognose erst einen Zeitraum betrifft, der in spätestens 30 Jahren beginnt (Jonas "Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted Cash-flow-Methode in Deutschland", in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1995, 83, 87 f.).

Soweit es um die Anschlussverzinsung geht, kann der insoweit zu schätzende, nachhaltig zu erzielende Zinssatz aus der Zinsentwicklung der letzten 15-20 Jahre vor dem Stichtag abgeleitet werden (Standard IDW S 1 2005 Tz. 127). Auch wenn es um zukünftige Zinsen geht, ist für die Vorhersehbarkeit des Anlagezinses am Stichtag die Vergangenheit ein geeigneter Maßstab, wenn man zusätzlich erwägt, ob sich am Stichtag ein Trend zu höheren oder niedrigeren Zinsen zeigt (Großfeld a.a.O. R. 574). Darüber hinaus kann auch zur Orientierung für die erforderliche Wiederanlage auf die aktuelle Zinsstrukturkurve zurückgegriffen werden (Standard IDW S 1 2005 Tz. 127).

Daraus ergibt sich folgende Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes (zu diesem Berechnungsmodell Wenger "Der unerwünscht niedrige Basiszins als Störfaktor bei der Ausbootung von Minderheiten", in: Frank Richter (2003) "Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Firmenwert", Seite 475):

Im ersten Schritt wird der Stichtagszins inländischer öffentlicher Anleihen mit langen Laufzeiten ermittelt. Im Schritt 2 wird der Wiederanlagezins anhand der

Zinsentwicklung in der Vergangenheit (historische Durchschnittsrendite) oder der aktuellen Zinsstrukturkurve bestimmt. Schritt 3 betrifft die mathematische Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes aus den im Schritt 1 und Schritt 2 ermittelten Eckdaten.

Diese Methode ist nicht wegen der im Vordringen begriffenen Zinsstrukturkurve überholt (Großfeld a.a.O. R. 576).

Dem entspricht schon im Ansatz nicht die Ableitung des Basiszinssatzes im Übertragungsbericht. Dies gilt auch, soweit die Antragsgegnerinnen in ihrem Schriftsatz vom 29.09.2008 von Anleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens 10 Jahren ausgegangen sind, historische Durchschnittsrenditen von 5,7 % bis 7 % zum Bewertungsstichtag zugrunde gelegt und daraus einen Basiszins von 6 % ermittelt haben. Denn dieses Berechnungsmodell greift allein auf historische Durchschnittsrenditen vor dem Stichtag zurück. Ein solches, allein auf die Vergangenheit gestütztes Berechnungsmodell ist jedoch überholt, weil – wie bereits ausgeführt – der Basiszins zukunftsbezogen ist.

Danach ist von einer Umlaufrendite öffentlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren in Höhe von 5,1 % zum Bewertungsstichtag auszugehen und daraus zusammen mit einem Wiederanlagezins von 6,7 % ein Basiszinssatz von 5,5 % finanzmathematisch zu errechnen (Gutachten, 47). Dabei trifft insbesondere die Ableitung des Wiederanlagezinses zu, auch wenn der Sachverständige insoweit nur einen Zeitraum von 14 Jahren (1988 bis 2002) wählte, weil Anleihen mit einer Restlaufzeit von über 15 Jahren bis 30 Jahren erst seit Juni 1988 verfügbar sind (Gutachten, 47).

Soweit dieser Zinssatz mit 6,7 % unter der langjährigen durchschnittlichen Rendite von 7,1 % liegt, ist auch dies nicht zu beanstanden, weil zusätzlich zu berücksichtigen ist, dass die zum Stichtag zeitnähere Niedrigzinsphase nunmehr schon eine längere Zeit dauerte und deshalb angenommen werden kann, dass

der Wiederanlagezins unterhalb dem langjährigen Durchschnitt der in der Vergangenheit erzielten Renditen liegen werde (Gutachten, 48). Der so ermittelte Basiszins liegt im unteren Bereich der bisher in der Rechtsprechung für 2002 angenommenen Basiszinssätze. So hat das OLG Stuttgart in zwei Beschlüssen (AG 2007, 209 und 128, 132) einen solchen von 5,75 % (Stichtag 18.12. bzw. 15.08.2002), das OLG München in zwei Beschlüssen (AG 2007, 246 und ZIP 207, 375) einen solchen von 6 % (Stichtag 27.06. bzw. 17.05.2002) und das OLG Celle im Beschluss 6 W 154/04 einen solchen von 5,50 % (Stichtag 15.07.2002) angenommen. Auch die bislang von der Kammer festgesetzten Basiszinssätze bewegen sich in diesem Rahmen:

- ~5,4 % (3-08 O 208/02, Stichtag 27.08.2002),
- -6,0 % (3-08 O 171/02, Stichtag 27.06.2002),
- -5,4 % (3-08 O 212/02, Stichtag 22.08.2002).

Des Weiteren ist im Rahmen der Feststellung des Kapitalisierungszinses ein Risikozuschlag nach Steuern in Höhe von 4,87 % anzunehmen.

Der Risikozuschlag berücksichtigt den Umstand, dass eine Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen risikoreicher ist als eine Anlage in einer quasi – risikolosen öffentlichen Anleihe, weil das Unternehmen zahlungsunfähig werden kann. Diesem Risiko des Totalverlusts stehen nicht begrenzte Chancen gegenüber.

Das Risiko einer Unternehmensbeteiligung spaltet sich in besondere Risiken wie z.B. Konkurrenzsituation, Managementqualifikation, besondere Einkaufs- und Umsatzverträge, Finanzierungs- und Kapitalstrukturverhältnisse, Flexibilität des Unternehmens etc. (Großfeld a.a.O. R. 595) und allgemeine Risiken wie z.B. nicht absehbare Entwicklungen aus Konjunktur, Politik, Umwelt und Branche des Unternehmens auf. Die besonderen Risiken werden zumindest teilweise schon bei den zukünftigen Überschüssen in der Planungsrechnung (z.B. Konkurrenzsituation, Einkaufs- und Absatzverträge) berücksichtigt (OLG Celle, NZG 1998, 987, 989; Großfeld a.a.O. R. 598).

Im Risikozuschlag wird das gesamte – besondere und allgemeine Risiken - Unternehmensrisiko, d.h. sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das durch den Verschuldensgrad beeinflusste Kapitalisierungsrisiko erfasst (IDW S 1 2005, Tz. 90). Dies gilt zumindest dann, wenn sich die Risikozuschlagmethode – wie von der Kammer angenommen - an Marktrisikoprämie und Betafaktor (CAPM-Modell) orientiert (Großfeld a.a.O. R. 611).

Ein einheitlicher Risikoansatz läuft jedoch Gefahr einer Doppelzählung der beiden Risiken (sowohl im Zähler als auch im Nenner), da bei der Schätzung der Überschüsse unvermeidbar besondere Risiken einfließen (Großfeld a.a.O. R. 615). Dies ist bei der Ermittlung des Risikozuschlags zu berücksichtigen.

Die Höhe des Risikozuschlags ist nach dem vom Sachverständigen angewendete Tax-CAPM, dem auch die Kammer folgt, das Produkt aus den Faktoren Marktrisikoprämie und Betafaktor (Großfeld DB 2004, 2799, 2801). Beim Tax-CAPM handelt es sich um eine pauschale Ermittlung des Risikozuschlags (Marktrisikoprämie nach Steuern individualisiert durch den Betafaktor) aufgrund bestimmter modelltheoretischer Annahmen. Im Gegensatz zum Standard CAPM, den noch der IDW S 1 2000 empfahl, wird beim Tax-CAPM im Rahmen der Ermittlung der Marktrisikoprämie typisierte persönliche Ertragsteuer berücksichtigt und damit die Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen erfasst.

Zur Ermittlung der Marktrisikoprämie wird auf die Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt werden kann, abgestellt. Dabei soll ein Zeitraum von mehr als zehn Jahren zugrunde gelegt werden (Großfeld DB 2004, 2799, 2801). Wenn man von der Marktrendite den Basiszins abzieht, erhält man den Betrag, den der Markt über den Basiszins hinaus verlangt, wenn eine Anlage in einem Unternehmen anstelle einer quasi – risikolosen Anleihe erfolgt (Marktrisikoprämie):

Marktrendite

- quasi risikoloser Basiszins
- Marktrisikoprämie.

Mit Hilfe des Betafaktors wird dann aus der Marktrisikoprämie das konkrete Risiko einer Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen ermittelt, indem der Betafaktor mit der Marktrisikoprämie multipliziert wird.

Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktien des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung (Volatilität des in Bezug genommenen Marktes) aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1.

Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem für die Korrelation in Bezug genommenen Index, so liegt der Betafaktor über 1 (Großfeld DB 2004, 2799, 2802).

Bei nicht börsennotierten Unternehmen und solchen, die in keinem Index gelistet sind, erfolgt die Abbildung des Betafaktors über börsennotierte Vergleichsunternehmen, die hinsichtlich Chancen und Risiken zum Bewertungsobjekt vergleichbar sind, sogenannte Peer Group, Insoweit ist im Einzelfall zu entscheiden, ob bereits eine Peer Group von 3-4 Unternehmen ausreichend sein kann.

Diese Vorgehensweise ist jedenfalls methodisch transparenter als das Vorgehen des OLG München im Beschluss vom 26.10.2006 (ZIP 2007, 375), das – zumindest beim Squeez out – regelmäßig einen Risikozuschlag von 2 % für sachgerecht und einen über 2 % - so auch der Vertreter der außenstehenden

Aktionäre und die Antragstellerin zu 5 – für besonders begründungsbedürftig erachtet (BayObLG AG 2006, 41, 44), weil die speziellen Risiken des zu bewertenden Unternehmens, insbesondere das operative Risiko und das Kapitalstrukturrisiko, mit Hilfe des Betafaktors transparenter dargestellt werden können (so auch OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116 f.; OLG Düsseldorf NZG 2006, 911, 913; OLG Celle ZIP 2007, 2025, OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 51).

Der Anwendung des Tax-CAPM steht vorliegend –entgegen der Ansicht der Antragstellerin zu 3 – auch nicht entgegen, dass zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags der IDW S 1 2000 das Standard CAPM als maßgebend für die Ermittlung des Risikozuschlags vorgegeben und erst der IDW S 1 2005 das Tax-CAPM empfohlen hat (Tz. 130). Der maßgebliche Unterschied zum Standard CAPM ist, dass der Risikozuschlag nicht mehr um den typisierten Einkommensteuersatz von 35 % gekürzt wird, sondern die Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird, weil nach Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens – 01.01.2001 – Dividenden nur noch pauschal mit 17,5 % besteuert werden und Kurssteigerungen in der Regel steuerfrei bleiben, was zur Folge hat, dass beim Tax-CAPM durch den Einfluss der vorstehend beschriebenen einkommensteuerrechtlichen Wirkungen die Marktrisikoprämie um etwa einen Prozentpunkt höher ist als beim Standard CAPM.

Der erst am 18.10.2005 beschlossene Standard IDW S 1 2005 ist auch rückwirkend anzuwenden, weil in diesem Standard im Vergleich zum Standard IDW S 1 2000 gesichertere Erkenntnisse zur Feststellung der Marktrisikoprämie niedergelegt sind. Denn der Bewertung eines Unternehmens ist grundsätzlich der neueste Erkenntnisstand in der Betriebswirtschaftslehre zugrunde zu legen, zumindest dann, wenn der neueste Erkenntnisstand einen Erkenntnisgewinn im Vergleich zum früheren Erkenntnisstand bringt (BayObOLG DB 2006, 39, 40 und OLG Stuttgart AG 2007, 128, 132).

Der Standard IDW S 2 2005 bringt im Vergleich zum Standard IDW S 1 2000 einen erheblichen Erkenntnisgewinn, soweit die Änderungen im Standard IDW S

1 2005 Ausfluss des körperschaftsteuerlichen Halbeinkünfteverfahrens sind. Da die Besteuerung der Gewinnausschüttung seit 2001 nach dem Halbeinkünfteverfahren erfolgt, sind Änderungen im Standard IDW S 1, die auf das körperschaftsteuerliche Halbeinkünfteverfahren zurückgehen, auch rückwirkend auf Unternehmensbewertungen, deren Stichtag – wie hier – nach dem 01.01.2001 liegt, anzuwenden.

Dem steht die Entscheidung des BayObLG vom 28.10.2005 in DB 2006, 39 nicht entgegen.

Denn die Überprüfung einer Bewertung eines Unternehmens im Spruchverfahren hat entgegen der Ansicht des BayObLG nicht nach den zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags geltenden Bewertungsgrundsätzen zu erfolgen, sondern nach neuesten Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, selbst wenn diese zum Zeitpunkt des Stichtages noch nicht erkennbar waren.

Bewertungsgrundsätze sind nämlich nicht mit dem zum Stichtag geltenden Recht vergleichbar, sondern eher mit der zum Stichtag geltenden Rechtsprechung (so im Ergebnis auch OLG Stuttgart AG 2007, 128, 132 und OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 50). In beiden Fällen geht es um Erkenntnisse im wissenschaftlichen Sinne. Soweit es um die Anwendung von der Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen geht, ist jeweils die neueste Rechtsprechung anzuwenden, auch wenn sie zum Zeitpunkt des zu beurteilenden Sachverhalts noch nicht gegolten hat. Die Grenze der rückwirkenden Anwendung einer neuen Rechtsprechung auf einen in der Vergangenheit abgeschlossenen Sachverhalt ist der Vertrauensgrundsatz. Erst wenn die neue Rechtsprechung einer Partei nicht zumutbar ist, findet eine neuere Rechtsprechung auf einen schon in der Vergangenheit abgeschlossenen Sachverhalt keine Anwendung. Entsprechendes gilt für die Rückwirkung von Bewertungsgrundsätzen im Spruchverfahren. Eine Rückwirkung ist erst dann ausgeschlossen, wenn die Verfahrensbeteiligten mit der rückwirkenden Anwendung von Bewertungsgrundsätzen nicht rechnen mussten. Soweit es um die steuerlichen Auswirkungen des Halbeinkünfteverfahrens geht, war für alle Beteiligten vorhersehbar, dass die

Besteuerung der Dividende nach dem Halbeinkünfteverfahren auch Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung haben wird.

Denn bereits aus dem Stichtagsprinzip folgt, dass das jeweils zum Stichtag geltende Steuerrecht anzuwenden ist. Außerdem war schon zum Zeitpunkt der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens unklar, ob der zuvor angewendete typisierte Steuersatz von 35 % auch für die Ermittlung des Risikozuschlages noch zutrifft.

Darüber hinaus hält auch das BayObLG eine rückwirkende Anwendung von Bewertungsgrundsätzen dann für zulässig, wenn die neuen Grundsätze einen Erkenntnisgewinn bringen (DB 2006, 39, 40).

Schließlich kann auch der Entscheidung des Bundesgerichtshofs in WM 2001, 856 ff. entnommen werden, dass der Bundesgerichtshof keine Bedenken gegen eine rückwirkende Anwendung von Bewertungsgrundsätzen hat. Denn in der vorstehenden Entscheidung beruft sich der Bundesgerichtshof mehrfach auf den seit 2000 geltenden Standard IDW S 1, obwohl zum Bewertungsstichtag des zu beurteilenden Unternehmens (Altana) noch der Standard HFA 2 – 1983 galt.

Der neue Standard IDW S 1 2005 bringt auch einen Erkenntnisgewinn gegenüber dem alten Standard IDW S 1 2000, soweit IDW S 1 2005 eine Reaktion auf die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens ist. Dies ergibt sich aus Folgendem:

Nach dem Standard IDW S 1 2000 wurde ein typisierter persönlicher Steuersatz von 35 % sowohl bei den zu kapitalisierenden Erträgen als auch beim Kapitalisierungszinssatz in Abzug gebracht, insbesondere auch vom – um den es vorliegend geht – Risikozuschlag. Dieser typisierte Abzug in Höhe von 35 % vom Risikozuschlag ist jedoch seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr zutreffend, weil die typisierte Einkommensteuer auf Dividenden nur noch die Hälfte von 35 %, also 17,5 %, beträgt. Dieser Prozentsatz wurde auch bei der

Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses im Übertragungsbericht abgezogen. Dem gegenüber wurde beim Risikozuschlag, also auch bei der Marktrisikoprämie ein typisierter Einkommensteuersatz von 35 % in Abzug gebracht. Diese unterschiedliche Behandlung im Zähler und Nenner ist durch den Standard IDW S 1 2005 mit Einführung des Tax-CAPM abgeschafft, weil das Tax-CAPM besser als das Standard-CAPM geeignet ist, die Besteuerung für die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatz konsistent abzubilden. Demgegenüber ist das Standard-CAPM grundsätzlich nicht vereinbar mit dem Halbeinkünfteverfahren (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel a.a.O., 1006).

Ausgangspunkt der Ermittlung der zukünftigen Marktrisikoprämie ist die in der Vergangenheit beobachtbare Mehrrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien im Vergleich zu einer Anlage in quasi – risikolosen öffentlichen Anleihen erzielt werden kann. Die Differenz aus Marktrendite und Basiszins stellt die Marktrisikoprämie dar.

Anhaltspunkt für die dem Basiszins gegenüber gestellte Marktrendite ist dabei ein typisches Aktienportfolio. Dieses wird jedoch nach Geltung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr mit einem pauschalierten Einkommensteuersatz von 35 % besteuert, sondern Dividenden nur noch mit der Hälfte (17,5 %) und Kursgewinne außerhalb der Spekulationsfrist bleiben sogar steuerfrei. Deshalb soll nach dem Standard IDW S 1 2005 die Steuerbelastung des Aktienportfolios als Alternativanlage nicht mehr in der Form eines typisierten Abschlags in Höhe von 35 % erfolgen, sondern unmittelbar durch Anwendung eines an das deutsche Halbeinkünfteverfahren angepasste und weiter entwickelte Tax-CAPM. Die Anwendung dieses Tax-CAPM, das von der Betriebswirtschaftslehre als Reaktion auf die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens entwickelt wurde und durch den Standard IDW S 1 2005 empfohlen wird, ist gegenüber dem Standard – CAPM aufgrund der vorstehenden Ausführungen sachgerechter, weil das Tax-CAPM im Gegensatz zum Standard-CAPM die Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren berücksichtigt. Dieser erhebliche Erkenntnisgewinn wirkt sich nicht nur in der

Zukunft aus, sondern muss auch rückwirkend im Spruchverfahren zur Geltung gebracht werden. Denn es geht um eine reine Methodenänderung, die losgelöst von Änderungen des bewertungsrelevanten Sachverhalts zur Anwendung kommt (Dörschell /Franken "Rückwirkende Anwendung des neuen IDW-Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen", in: DB 2005, 2257 f.). Deshalb ist die Kammer der Auffassung, dass es nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr vertretbar ist, die Marktrisikoprämie genauso wie den Basiszinssatz mit einem typisierten Steuersatz von 35 % zu belasten. Vielmehr muss rückwirkend Rechnung getragen werden, dass als Alternativanlage für die Bestimmung der Marktrendite konsequenterweise von einem Aktienportfolio ausgegangen werden muss, das nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens anders zu besteuern ist als mit einem typisierten Steuersatz von 35 %.

Diesen Anforderungen kam der Sachverständige mit der Anwendung des von der Betriebswirtschaftslehre entwickelten und vom Standard IDW S 1 2005 empfohlenen Tax-CAPM im Grundsatz nach (Gutachten, 60-68).

Die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie wird aus empirisch beobachteten langfristigen Durchschnittswerten der Vergangenheit abgeleitet. Auf Prognosen basierende zukunftsbezogene Methoden kommen derzeit praktisch nicht zur Anwendung.

Aus den in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien ist sodann in einem zweiten Schritt die zukünftige zu schätzen.

Die bislang einzige empirische Studie, die eine Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt, ist die von Stehle ("Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften", in WPg 2004, 906 ff.), der eine um rund 1 Prozentpunkt höhere Nachsteuerrisikoprämie im Vergleich zur Vorsteuerrisikoprämie ermittelte (Gutachten, 63). Im Ergebnis errechnete Stehle eine Risikoprämie nach Steuern

von 6,65 % im arithmetischen Mittel (WPg 2004, 921) und hält eine zukünftige Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung eines Abschlags von 1 bis 1,5 Prozentpunkte, weil es heute im Vergleich zur Vergangenheit größere Möglichkeiten der Risikoreduzierung durch Diversifikation und eventuell in der Zukunft ein niedrigeres Risiko von Kursschwankungen bei Aktien gibt, von ca. 5,5 % für vertretbar (WPg 2004, 921). Die Studie von Stehle bezieht einen Zeitraum von 1945 bis 2003 ein und ist deshalb auch grundsätzlich aussagekräftig. Allerdings erfasst dieser Zeitraum die beiden Boomzeiten von 1955 bis 1960 (nach dem Korea-Krieg) und 1996 bis 2000 (Internetblase) mit ein, was bedenklich ist, weil die damaligen Verhältnisse nicht mit denen zum Stichtag vergleichbar sind (Großfeld a.a.O. R. 855). Deshalb ermittelte der Sachverständige unter Ausblendung der Jahre 1955 bis 1959 und sonst unveränderter Übernahme der Ergebnisse von Stehle eine durchschnittliche Marktrisikoprämie von 4,48 bis 4,96 % im arithmetischen Mittel und eine solche von 1,94 bis 2,0 % im geometrischen Mittel (Gutachten, 64).

Da bislang kontrovers diskutiert wird, ob das geometrische oder das arithmetische Mittel zu nehmen ist (Ballwieser, Unternehmensbewertung 2004, Seite 96; Großfeld a.a.O. R. 717), hat der Sachverständige zusätzlich eine Durchschnittsbildung der beiden möglichen Berechnungsalternativen vorgenommen und eine Marktrisikoprämie zwischen 5,25 und 5,43 % nach Stehle und zwischen 3,21 und 3,48 % nach eigenen Berechnungen ermittelt (Gutachten, 65).

Entgegen der Ansicht der Antragstellerin zu 5 entspricht auch nicht das geometrische Mittel der systematischen Funktion der Marktrisikoprämie im Rahmen der Ermittlung der Abfindung der Minderheitsaktionäre. Vielmehr wird in der Literatur (so Ballwieser a.a.O., Seite 96) eher das arithmetische Mittel für richtiger gehalten.

Schließlich ergab eine Auswertung von 20 weiteren Kapitalmarktstudien durch den Sachverständigen (Gutachten, 65 f.) eine Marktrisikoprämie vor Steuern von

3-4 % in der Vergangenheit, was auf eine Marktrisikoprämie von etwa 4-5 %

Aus den vom Sachverständigen aufgezeigten Marktrisikoprämien in der Vergangenheit ist auf eine Marktrisikoprämie von 4,5 % für die Zukunft, bezogen auf den Stichtag, 22.08.2002, zu schließen. Die zukünftige Marktrisikoprämie ist aus den historischen Marktdaten zwar nicht direkt ableitbar, aber sie haben indizielle Wirkung (Großfeld a.a.O. R. 709).

Der Kammer ist insoweit bewusst, dass es keine theoretisch saubere Ableitung der zukünftigen Marktrisikoprämie aus historischen Daten gibt, sondern eine vertretbare Marktrisikoprämie sich innerhalb einer bestimmten Bandbreite bewegt, die der Sachverständige aufgezeigt hat. Letztlich besteht insoweit ein erheblicher Prognosespielraum, den es auszufüllen gilt.

Insoweit geht die Kammer von der Studie von Stehle aus, well sie die einzige ist, die eine Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt und legt davon ausgehend den Mittelwert zwischen dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel zwischen 5,25 % und 5,43 % fest (Gutachten, 65). Von diesem Wert ist sodann ein Abschlag vorzunehmen, weil in diesem Wert die beiden Boomjahre 1955-1960 und 1996-2000 eingeflossen sind und Anleger in Aktien in der Zukunft größere Möglichkeiten haben, durch Diversifikation ihr Risiko zu reduzieren. Demgegenüber kann nicht davon ausgegangen werden, dass in der Zukunft ein niedrigeres Risiko von Kursschwankungen bei Aktien gegeben sein könnte. Vielmehr belegen die Kurseinbrüche ab März 2000 und Mitte 2008 eher das Gegenteil.

Schließlich berücksichtigt die Kammer bei der Höhe des Abschlags den Umstand, dass die zukünftigen Überschüsse in der Planung nicht ohne Risikobetrachtung, insbesondere des operativen Risikos, geschätzt werden können. Da in dem nach dem Tax-CAPM geschätzten Risikozuschlag – Marktrisikoprämie x Betafaktor – die allgemeinen und speziellen Risiken – also

auch das gesamte operative Risiko – einfließen, kommt es zwangsläufig zu einem doppelten Ansatz-des operativen Risikos (Großfeld a.a.O. R. 846).

Deshalb ist der Risikozuschlag wegen dieses Umstands zu senken. Dies nimmt die Kammer bereits bei der Marktrisikoprämie vor.

Die vorstehenden Umstände veranlassen die Kammer unter Berücksichtigung der Studie von Stehle und den nachvollziehbaren, in sich schlüssigen Ausführungen des Sachverständigen die zukünftige Risikoprämie auf 4,5 % zu schätzen.

Soweit der Antragsteller zu 11) dagegen einwendet, dass sich ein Portfolio von Aktien bei Annahme eines Basiszinses von 5,5 % und einer Marktrisikoprämie von 5 % mit 10,5 % verzinse und sich dann kein Anleger mehr festverzinsliche Wertpapiere mit bis zu 30jähriger Laufzeit kaufen würde, geht dieser Einwand ins Leere. Zum einen hat der Sachverständige die zukünftige Risikoprämie nicht auf 5 %, sondern auf 4,5 % geschätzt. Zum anderen handelt es sich bei der zukünftigen Marktrisikoprämie um einen langfristigen, fiktiven Durchschnittswert, der nichts darüber aussagt, welche Verzinsung ein Anleger in Aktien in der Zukunft tatsächlich erzielen könnte. Denn hierfür kommt es entscheidend auf das "timing" an (Großfeld a.a.O. R. 791 a.E.). Wenn ein Anleger zu einem Zeitpunkt in Aktien einsteigt, zu dem sich die Kurse auf einem Höhepunkt befinden, ist das Risiko hoch, noch nicht einmal eine Rendite in Höhe des Basiszinses zu erzielen. Andererseits hat er die Chance, mehr als die Summe aus Basiszins und Marktrisikoprämie als Rendite zu erzielen, wenn er Aktien zu einem Zeitpunkt kauft, zu dem sich die Kurse auf dem Tiefpunkt befinden. In die Schätzung der zukünftigen Marktrisikoprämie fließen sowohl das vorstehende Risiko als auch die Chance auf höheren Gewinn mit ein.

Zur Ermittlung des Risikozuschlags ist sodann die Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 4,5 % mit dem Betafaktor, den die Kammer auf 1,08 schätzt, zu multiplizieren.

Der Betafaktor dient – wie bereits ausgeführt – herauszufinden, wie sich das spezielle Risiko des zu bewertenden Unternehmens, insbesondere das operative und das Kapitalstrukturrisiko, zum Marktrisiko verhält. Das Verhältnis zwischen den beiden Faktoren der Volatilität wird als Betafaktor bezeichnet.

Die Bestimmung des zukünftigen Betas ist ähnlich problematisch wie die der Marktrisikoprämie. Bei börsennotierten Unternehmen kann grundsätzlich auf das historische Beta des zu bewertenden Unternehmens zurückgegriffen werden. Dieses beobachtete historische Beta muss jedoch nicht zwangsläufig auch das Risiko abbilden, dem das Bewertungsobjekt zukünftig unterliegt. Eine strategische Neuausrüstung oder die Einbindung des Bewertungsobjekts in einen Unternehmensverbund können sich positiv oder negativ auf den in die Zukunft gerichteten Beta-Faktor auswirken (Gutachten, 72).

Das historische Beta hängt vor allem von dem Index des Vergleichsmaßstabs (Alpha-Faktor), der Länge der Schätzperiode, der Periodizität des zugrunde gelegten Indexes und von der Definition des Beginns und des Endes der Referenzperiode ab (Gutachten, 72 f.).

In der Praxis sind wöchentliche Messungen über zwei Jahre hinweg oder monatliche Messungen über fünf Jahre hinweg üblich (Großfeld a.a.O. R. 736).

Auch der Sachverständige hat bei seiner Untersuchung auf Wochenbetas über einen Zeitraum von zwei Jahren abgestellt (Gutachten, 74). Insoweit ist zu berücksichtigen, dass bei den von Datenanbietern bereitgestellten Wochenbetas nicht vom Durchschnittswert der Handelswoche, sondern vom Schlusskurs des letzten Handelstags der Woche ausgegangen wird (Gutachten, 73).

Der Sachverständige ermittelte einen Raw-Beta der Antragsgegnerin zu 1 von 0,084 im Dax-Index und 0,0155 im C-Dax-Index (Gutachten, 75 f.).

Dieser Beta-Faktor ist jedoch nicht aussagekräftig, um das individuelle Risiko der Antragsgegnerin zu 1 auszudrücken. Denn ein Wert von 0,015 besagt, dass lediglich 1,5 % des Risikos durch Marktfaktoren (systemisches Risiko) bestimmt wird, sodass nahezu kein linearer Zusammenhang zwischen der Rendite der Aktie der Antragsgegnerin zu 1 und der Rendite des Referenzindexes besteht. Deshalb erlauben die in der Vergangenheit beobachteten Betas keinen Rückschluss auf einen zum Bewertungsstichtag zu erwartenden Beta-Faktor der Antragsgegnerin zu 1 (Gutachten, 76).

So außergewöhnlich niedrige Raw-Beta-Faktoren sind bei allen Unternehmen zu beobachten, die – wie beim Squeez-Out – durch eine Hauptaktionärin beherrscht werden. Die jüngste empirische Studie von Brüchle/Ehrhardt/Nowak (ZfB 2008, 455 ff.) bestätigt, dass in diesen Fällen die Betafaktoren des beherrschten Unternehmens gegen Null tendieren mit der Folge, dass sich bei Verwendung solcher Betafaktoren rechnerisch Risikozuschläge ergeben, die nahe der Risikoposition einer quasi – risikolosen öffentliche Anleihe liegen. Dies beruht darauf, dass eine wesentliche Voraussetzung der dem CAPM zugrunde liegenden Modellannahmen aufgrund der Beherrschung durch einen Hauptaktionär nicht mehr erfüllt ist.

Der Betafaktor soll – wie bereits mehrfach ausgeführt – nach den Modellannahmen des CAPM das operative Risiko des Unternehmens als auch dessen individuelles Kapitalstrukturrisiko abbilden. Bei diesen beiden Faktoren handelt es sich um sogenannte systemische Risiken, die ein Investor nicht durch Diversifikation seines Portfolios eliminieren kann.

Bei den Konzernierungsmaßnahmen (von der Übernahme eines Mehrheitsanteils bis hin zum abschließenden Squeeze out) überlagern die mit dieser Transaktion verbundenen Chancen und Risiken regelmäßig die über den Betafaktoren abzubildenden Risiken. In der Regel ist mit einer Konzernierungsmaßnahme ein Anstieg des Börsenkurses verbunden, der darauf beruht, dass die Marktteilnehmer eine transaktionsbezogenen Prämie (Abfindung bzw.

Bardividende) erwarten. Dies führt oftmals zu einem sprunghaften Anstieg des Kurses der Aktie, wobei der Kurs anschließend – unabhängig von den Marktentwicklungen oder anderen Unternehmensnachrichten des Bewertungsobjektes – auf dem Niveau verharrt.

Dadurch werden durch die Konzernierungsmaßnahme die Modellannahmen des CAPM ausgehebelt (Marktrisikoentkoppelung).

Eine der grundlegenden Voraussetzungen, unter denen das CAPM modelliert wird, ist eine atomistische Marktstruktur, so dass kein Investor die Preise durch sein Handeln beeinflussen kann. Diese Voraussetzung ist bei Mehrheitsbesitz von Aktien durch einen Investor – insbesondere beim Squeeze out – nicht mehr erfüllt. Die Risikolage des Unternehmens wird nicht mehr aus der Sicht einer großen Zahl von Marktteilnehmern gleichsam objektiviert, sondern von einem Investor aufgrund seiner subjektiven Einschätzung dominiert. Dies gipfelt in der Kursrigidität nach Ankündigung der Maßnahme.

Bei einem geringen Handelsvolumen besteht daneben das Problem, dass die Preise der Aktie durch einzelne Investoren beeinflussbar werden. Dies kann bewusst geschehen oder auch einfach in der Natur der Sache liegen, wenn z.B. ein Investor Aktien mangels Angebot oder Nachfrage am Markt nicht zu realistischen Preisen kaufen oder verkaufen kann und ggf. Kurse auch festgelegt werden, ohne dass zu diesen Handel zustande kommt. Damit kommt es zu erheblichen unregelmäßigen Bewegungen der Kurse, immer wenn gerade ein Investor kaufen oder verkaufen will, die völlig losgelöst von einer Preisfindung für funktionierende Märkte und damit den operativen Risiken der Gesellschaft sind.

Weiterhin ist denkbar, dass bei Bekanntsein von Mehrheitsverhältnissen, auch vor Ankündigung einer Strukturmaßnahme, individuelle Investoren in diese Aktien investieren, wobei diese dann nicht in Bezug auf die operativen Risiken der Gesellschaft ihr Investment tätigen, sondern im Hinblick auf die Erwartung einer strategischen Prämie im Rahmen einer späteren Strukturmaßnahme. Auch

hierdurch wird – verbunden mit einem geringen Handelsvolumen – der Kurs dann nicht mehr durch operative Risiken geprägt, sondern durch subjektive Einschätzungen von Sachverhalten, die nicht mit der operativen Risikolage zusammenhängen.

Hieraus zu schließen – wie die Antragssteller zu 3), 5) und 11) sowie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre –, dass das Bewertungsobjekt infolge der Konzernisierungsmaßnahme nahezu keinem operativem Risiko und Kapitalstrukturrisiko unterliegt, ist daher nicht überzeugend.

Vielmehr ist infolge des Versagens des CAPM bezogen auf das eigene Beta des Bewertungsobjektes auf die Risikostruktur von Vergleichunternehmen abzustellen und deren durchschnittliches Risiko für die Schätzung des zukünftigen Betafaktors der Antragsgegnerin zu 1) heranzuziehen. Auf diese Weise wird sicher gestellt, dass ein Risiko abgebildet wird, das nicht allein durch die Integration/Konzernierung und das damit einhergehende Marktversagen einseitig verzerrt wird.

Die Kammer ist sich bewusst, dass die speziellen Risiken der Antragsgegnerin zu 1) durch die Betafaktoren der vom Sachverständigen herangezogenen Peer Group nur hilfsweise und indirekt abgebildet werden. Aber der so ermittelte zukünftige Betafaktor spiegelt die speziellen Risiken der Antragsgegnerin zu 1) zutreffender wieder als ein aus dem Raw-Beta der Antragsgegnerin abgeleiteter Betafaktor. Deshalb ist es vertretbar, auf die vom Sachverständigen ausgewählte Peer Group zurückzugreifen.

Der Sachverständige hat acht Unternehmen ausgewählt, deren operative Risiken und Kapitalstrukturrisiken mit denen der Antragsgegnerin zu 1) vergleichbar sind (Gutachten, 76-78), einen durchschnittlichen, unverschuldeten Raw-Beta aller acht Unternehmen von 1,08 ermittelt und daraus einen zukünftigen verschuldeten Beta-Faktor von ebenfalls 1,08 für die Antragsgegnerin zu 1 abgeleitet (Gutachten, 79-81).

Soweit die Antragsgegner einwenden, dass der Sachverständige die Unternehmen TDS und PSB nicht in die Peer Group hätte mit einbeziehen dürfen, weil deren Raw-Betas weit unterdurchschnittlich niedrig seien, ist dieser Einwand unbegründet. Denn jede Ermittlung eines Durchschnittswertes aus mehreren Einzelwerten hat zwangsläufig zur Folge, dass es Einzelwerte gibt, die über oder unter dem Durchschnittswert liegen. Ansonsten könnte man mit dem gleichen Argument die Raw-Betas der Unternehmen Computerlinks AG und SAP SI als ungeeignet erachten, weil sie weit überdurchschnittlich hoch seien.

Schließlich hält es die Kammer auch für zutreffend, die Pensionsrückstellungen beim "Relevern" unberücksichtigt zu lassen, weil die Pensionsverpflichtungen als Sonderwert zum Abzug gebracht werden. Anderenfalls würde man diese Verpflichtungen zweimal zu Lasten der Antragsteller berücksichtigen.

Den Wachstumsabschlag schätzt die Kammer aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen auf 1,5 %.

Der Wachstumsabschlag berücksichtigt den Umstand, dass bei der ewigen Rente Ertragsüberschüsse eingestellt werden, ohne weitere Steigerungsraten in der Zukunft – insbesondere auch inflationäre Einflüsse – zu beachten. Dies ist aber eine verkürzte Sichtweise. Denn es darf angenommen werden, dass die Überschüsse eines Unternehmens auch in der Zukunft nominal steigen. Deshalb ist es gerechtfertigt, einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz nach Steuern bei der ewigen Rente vorzunehmen, wenn die Gewinne des zu bewertenden Unternehmens in der Zukunft voraussichtlich nominal wachsen werden (Großfeld a.a.O. R. 930).

Einen ersten Anhaltspunkt für die Schätzung des Wachstumsabschlags liefert die künftig zu erwartende Inflationsrate. Insoweit kann von einer künftigen langfristigen Inflationsrate von 1,5 % bis 2 % im Hinblick darauf, dass das Ziel

der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ist, eine Inflationsrate von knapp 2 % anzustreben.

Allerdings führen nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Entwicklung neuer Produkte, Eintritt von Wettbewerbern, Kosteneinsparungen) zu Änderungen der nominalen Überschüsse. Darüber hinaus kann nicht ohne weiteres erwartet werden, dass Preissteigerungen auf dem Beschaffungsmarkt voll über den Absatzmarkt auf die Kunden übergewälzt werden können. Vielmehr ist in jedem Bewertungsfall eine Annahme darüber zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwälzt werden können und ob darüber hinaus Mengen und Strukturveränderungen zu erwarten sind (Gutachten, 86).

Soweit es um die Überwälzung von inflationsbedingten Kostensteigerungen geht, ist es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit nicht gelungen, diese vollständig auf die Absatzpreise umzulegen. Vielmehr lagen die Steigerungen der Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich unter der Inflationsrate. Daraus kann jedoch nicht im Umkehrschluss angenommen werden, keinen Wachstumsabschlag anzusetzen. Eine solche Annahme wäre nicht plausibel, weil sie im Widerspruch zur Grundannahme steht, dass die Erträge eines Unternehmens in der Zukunft nominal wachsen werden. Außerdem ist die erwartete Inflationsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen Wachstums.

Darüber hinaus ist für die konkrete Schätzung des nachhaltigen, in der Zukunft gleich bleibenden nominalen Wachstums in der Phase der ewigen Rente auf langfristig zu prognostizierende Wachstumstrends abzustellen. Hieraus ist unter Berücksichtigung der konkjunkturellen Erwartungen in der Branche die zukünftige nominale Wachstumsrate des Bewertungsobjekts abzuleiten. Als angemessene Obergrenze für das langfristige zukünftige nominale Wachstum finanzieller Überschüsse eines Unternehmens wird das durchschnittliche Wachstum des Bruttoinlandsprodukts gesehen. Dieses belief sich im

Durchschnitt der letzten sechs Jahre vor dem Stichtag auf 2,5 % (Gutachten, 89 f.).

Zwar weist der Übertragungsbericht für den Detailplanungszeitraum ein Umsatzwachstum von durchschnittlich 5,8 % pro Jahr aus (Gutachten, 88). Aber der Sachverständige weist insoweit zutreffend darauf hin, dass eine lineare Fortschreibung dieser Wachstumssteigerung aus der Detailplanungsphase in die Unendlichkeit nicht vertretbar ist (Gutachten, 89).

Denn auch ein innovatives Unternehmen stößt in der Zukunft an eine Sättigungsgrenze mit der Folge, dass sich das Wachstum in der Zukunft abflachen und normalisieren wird. Zumal davon auszugehen ist, dass sich aufgrund der "Überrenditen" in der Vergangenheit am Mark zusätzlicher Wettbewerb einstellen wird, der dauerhaft zu einer Normalisierung des Wachstums führt (Nachhaltigkeitseffekt).

Außerdem ist bei der Bemessung des nominalen Wachstums mit zu berücksichtigen, dass zum einen im Basiszins bereits ein Teil der zum Bewertungsstichtag antizipierten und in der Zukunft erwarteten Geldentwertung Berücksichtigung gefunden hat und zum anderen Wachstum durch Berücksichtigung eines Wertbeitrags aus Thesaurierung (Gutachten, 169) zusätzlich abgebildet wird. Letzterer Wertbeitrag ist identisch mit dem nachhaltigen Thesaurierungsbeitrag und wird als Barwert der zukünftig wachsenden Nettoeinnahmen aus dem thesaurierten Betrag den Anteilseigner direkt zugerechnet (Schöninger, in IACVA Tagungsband Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung vom 18.11.2008 in Frankfurt, Seite 99).

Auch diese Umstände sprechen dafür, das nominale Wachstum unterhalb der Obergrenze von 2,5 % zu schätzen. Dies gilt jedenfalls bei Annahme einer durchschnittlichen zukünftigen Inflationsrate von 1,5 % bis 2 %.

Wenn man insoweit zusätzlich berücksichtigt, dass es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit nicht gelungen ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzpreise umzulegen, ist die Annahme eines Wachstumsabschlags von 1,5 % als wohlwollend für die Antragsteller zu bezeichnen. Zumal man zusätzlich berücksichtigen muss, dass das Wachstum auch finanziert werden muss. Da das Eigenkapital aufgrund der Ausschüttungsannahme konstant bleibt, wäre dieses Wachstum durch Fremdkapital zu finanzieren. Der für dieses zusätzliche Fremdkapital zu zahlende Zins wird tendenziell die zukünftigen Ergebnisse belasten.

Die vom Sachverständigen gewählte Vorgehensweise ist auch in sich stimmig und nachvollziehbar. Insbesondere ist die Abbildung des konkreten Wachstumsabschlags von 1,5 % ausreichend dargestellt.

Schließlich liegt der Wachstumsabschlag von 1,5 % auch am oberen Rand der von der Rechtsprechung zumeist als angemessen gehaltenen Bandbreite zwischen 0,5 bis 2 %. Diese Bandbreite hat auch die Kammer in der Vergangenheit ihren Entscheidungen zugrunde gelegt.

Die vorstehenden Ausführungen führen (Gutachten, 165) zu einem Kapitalisierungszins von 8,45 % für die Phase I (bis 2005) und einem solchen nach Wachstumsabschlag von 6,95 % für die Phase II (ab 2006).

Soweit es um die Ermittlung des Ertragswerts zum 22.08.2002 geht, schließt sich die Kammer den schlüssigen und nachvollziehbaren Ergebnissen des Sachverständigen an und schätzt diesen auf 214.204.000,-Euro (Gutachten, 169 und 170).

Soweit der Antragsteller zu 11) einwendet, dass ab 2004 nur Vergangenheitswerte fortgeschrieben worden seien, trifft dies schon im Ansatz nicht zu. Denn die Antragsgegnerin zu 1) erwartete nach ihrer Planung für 2004 ein Umsatzwachstum von 3,1 % (Gutachten, 116).

Dieses Umsatzwachstum hält der Sachverständige auch im Hinblick darauf, dass zum Zeitpunkt der Bewertung eine weltweite konjunkturelle Schwächephase geherrscht habe, die auch den IT-Markt betroffen habe (Gutachten, 122), für zutreffend. Diesen in sich stimmigen und nachvollziehbaren Feststellungen des Sachverständigen schließt sich die Kammer an.

Soweit es um das Jahr 2004 geht, ist zusätzlich zu berücksichtigen, dass es nach den Feststellungen des Sachverständigen zum Bewertungszeitpunkt keine geeigneten Marktstudien, die das Wachstum der IT-Branche prognostizierte (Gutachten, 123), gab. Auch deshalb gibt es keine quantifizierbaren Anhaltspunkte, dass die Umsatzprognose, insbesondere der Anstieg im Vergleich zum Vorjahr, nicht sachgerecht hergeleitet wurde. Zumal außerdem zu berücksichtigen ist, dass sich die Antragsgegnerin zu 1) aufgrund unternehmerischer Entscheidung auf ein margenträchtigeres Geschäft fokussierte. Letzteres bedeutet entgegen der Auffassung des Antragstellers zu 11) nicht, dass sich eine solche Ausrichtung zwangsläufig in höheren Überschüssen niederschlägt.

Unter Marge wird das Bruttoergebnis vom Umsatz verstanden, mithin die Differenz aus Umsatzerlösen und den Herstellungskosten der zur Erzielung der Umsatzerlöse erbrachten Leistungen. Dementsprechend stellt Margenwachstum die prozentuale Erhöhung des Bruttoergebnisses vom Umsatz dar. Wachstum der Marge kann auf Preis- und Mengeneinflüssen sowohl bei Umsatzerlösen als auch Herstellungskosten zurückzuführen sein.

Die Konzentration auf ein - wie von der Antragsgegnerin zu 1) geplant – margenträchtiges Geschäft bedeutet jedoch nicht, dass auch eine höhere Marge, sprich ein höheres Bruttoergebnis vom Umsatz, erzielt wird. Vielmehr war im Hinblick auf den Konjunktureinbruch in 2001 zu erwarten, dass Konkurrenten freie Kapazitäten aufgebaut hatten, die zu einem Verdrängungswettbewerb und einem Margenverfall führten.

Außerdem rechnete die Antragsgegnerin zu 1) ab 2006 mit einem nachhaltigen Ergebnis, das nicht mehr durch starke Umsatzerhöhungen gekennzeichnet werde (Gutachten, 115).

Deshalb bedeutete vorliegend die unternehmerische Entscheidung, sich auf den margenträchtigeren Servicebereich zu konzentrieren, lediglich ein bei unveränderter Geschäftstätigkeit zu erwartenden Margenrückgang aufzufangen.

Da es insoweit um eine unternehmerische Entscheidung geht, kommt es darauf an, dass diese Entscheidung auf zutreffenden Informationen beruht und auf realistische Annahmen aufbaut. Beides ist hier nach den vorstehenden Ausführungen gegeben. Insbesondere der Umstand, dass es zum Zeitpunkt der Bewertung keine Studie über das Wachstum der Branche in 2004 gab, erschwerte die Umsatzplanung ab 2004. Im Hinblick darauf ist die Planung für 2004 sachgerecht und nicht zu beanstanden.

Soweit das Planergebnis für die ewige Rente (ab 2006) aus dem des Jahres 2005 fortgeschrieben wurde, ist dieses Vorgehen ebenfalls nicht zu beanstanden. Der um 701.000,-Euro niedriger liegende Überschuss nach Steuern im Vergleich zum Jahr 2005 beruht einzig und allein darauf, dass der Aufwand für ausländische Steuern höher veranschlagt wurde (Gutachten, 140).

In der ewigen Rente werden grundsätzlich die Plandaten des letzten Jahres fortgeschrieben, insbesondere wenn sich die Plandaten des letzten Jahres in der Detailplanungsphase für die weitere Zukunft eignen, was in der Regel der Fall ist, wenn es sich bei dem Ergebnis des letzten Jahres um ein nachhaltig zu erzielendes handelt. Diese Fortschreibung geschieht aber nicht gleichsam automatisch (Großfeld a.a.O.R. 360). Insbesondere wenn das zu bewertende Unternehmen in besonderem Maß konjunkturellen Schwankungen unterliegt, ist es angemessen, nicht das Ergebnis des letzten Jahres in der Detailplanungsphase fortzuschreiben, sondern den Durchschnitt der Planjahre anzusetzen (OLG München Beschluss vom 31.03.2008, Az. 31 Wx 88/06, Seite 9).

Davon ausgehend ist es nicht zu beanstanden, dass ab 2006 (ewige Rente) der selbe Umsatz wie in 2005 geplant in Ansatz gebracht wurde. Dies ist sogar im Hinblick darauf, dass in den Planjahren zuvor Umsatzzuwächse von 13,4 bis 3,1 % angenommen wurden, als sehr ambitioniertes Ergebnis für in der Zukunft nachhaltig zu erzielende Überschüsse zu bewerten. Außerdem hat der Sachverständige das nachhaltig ausschüttungsfähige Ergebnis zusätzlich um den Wachstumsabschlag von 1,5 % erhöht (Gutachten, 145, 169). Danach liegt das ausschüttungsfähige Ergebnis noch über dem des Jahres 2005. Deshalb ist auch das ab 2006 (ewige Rente) langfristig geplante Ergebnis sachgerecht und nicht zu korrigieren.

Bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Überschüsse ist der Sachverständige zutreffenderweise von der Vollausschüttungannahme abgegangen und hat auch insoweit den Standard IDW S 1 2005 angewendet (Gutachten, 34 f.). Demgegenüber wird im Übertragungsbericht die im Standard IDW S 2000 empfohlene Vollausschüttung der errechneten Überschüsse angenommen.

Die Vollausschüttung der Überschüsse war jedoch nur bis zur Geltung des steuerlichen Anrechnungsverfahrens die ökonomisch sinnvollere Vorgehensweise. Mit der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens für Gewinnausschüttungen von Kapitalgesellschaften ab 2001 stellt die Vollausschüttung der Gewinne an die Anteilseigner aus ertragsteuerlicher Sicht nicht mehr die vorteilhafteste Entscheidungsvariante dar. In der Geltungsphase des Anrechnungsverfahrens war nämlich die Thesaurierung von Ergebnissen bei Annahme eines typisierten Einkommensteuersatzes von 35 % steuerlich nachteilig. Die Thesaurierungsbelastung von zuletzt 40 % lag oberhalb der Belastung von ausgeschütteten Gewinnen. Der Standard IDW S 1 2000 forderte deshalb im Grundsatz die Vollausschüttung von Gewinnen.

In der Geltungsphase des Halbeinkünfteverfahrens ist die Belastung von ausgeschütteten und thesaurierten Ergebnissen mit Körperschaftsteuer identisch. Durch die Thesaurierung von Ergebnissen kann aber die Belastung dieser Ergebnisse mit persönlicher Steuer vermieden werden. Nimmt man darüber hinaus an, dass die thesaurierten Beträge durch Aktienrückkäufe ausgeschüttet oder durch Wiederanlage zum Kapitalisierungszins vor allen Steuern kapitalwertneutral den Aktionären zugerechnet werden können, gelingt es, die Aktionäre ohne Belastung mit persönlicher Steuer an den Wertsteigerungen aus diesen thesaurierten Ergebnissen partizipieren zu lassen.

Aufgrund dieser Änderung des Steuersystems ist die bisherige Annahme der Vollausschüttung, zum Beispiel für abzufindende Aktionäre, nachteilig (Dörschell, Franken DB 2005, 2757, 2458).

Außerdem entspricht die Vollausschüttung von Gewinnen nicht der tatsächlichen Ausschüttungspraxis deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften.

Deshalb stellt auch insoweit die vom IDW S 1 2005 empfohlene Abkehr von der Vollausschüttungshypothese gegenüber dem Standard IDW S 1 2000 einen erheblichen Erkenntnisgewinn dar, soweit es um eine Unternehmensbewertung wie hier – nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens geht. Der Standard IDW S 1 2005 ist demzufolge, soweit es um die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese geht, ebenfalls rückwirkend anzuwenden. Danach ist die im Übertragungsbericht vorgenommene Vollausschüttung der Unternehmensgewinne im Hinblick auf die nachteiligen ökonomischen Folgen einer solchen Vollausschüttung nach Geltung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr vertretbar.

Vielmehr ist die Empfehlung im Standard IDW S 1 2005 zu folgen, nämlich in der ersten Phase des Prognosezeitraums die Ausschüttung auf Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen zu bemessen. Für die zweite Phase wird grundsätzlich typisierend angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des

Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten des angenommenen Aktienportfolios erfolgt, sofern dem nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur und der rechtlichen Rahmenbedingungen entgegen stehen (Gutachten, 35).

Diesen Anforderungen entspricht die Ermittlung des Ertragswerts durch den Sachverständigen auf Seite 169 und 170 des Gutachtens.

Dabei ging der Sachverständige zutreffenderweise von einer Ausschüttungsquote von 50 % sowohl für die erste Phase als auch für die zweite Phase aus. Zwar gibt es keine konkrete Planung des zukünftigen Ausschüttungsverhaltens der Antragsgegnerin zu 1). Auch werden seit dem Börsengang der Antragsgegnerin zu 1) im Jahr 1999 keine Ausschüttungen vorgenommen. Aber in der betriebswirtschaftlichen Literatur werden aufgrund empirischer Erhebungen für deutsche Aktiengesellschaften Ausschüttungsquoten von 40 – 70 % in der Vergangenheit ermittelt, wobei die IT-Branche eher am unteren Rand dieser Bandbreite liegt (Gutachten, 167). Deshalb ist die vom Sachverständigen getroffene Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % gerechtfertigt.

Für die Phase der ewigen Rente ist der Sachverständige zutreffenderweise in Übereinstimmung mit IDW S 1 2005 davon ausgegangen, dass das Ausschüttungsverhalten der Antragsgegnerin zu 1) äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der am Markt beobachtbaren Quoten von ebenfalls 50 % erfolgt (Gutachten 167).

Die thesaurierten Beträge hat der Sachverständige den Anteilseigner durch Kurssteigerungen bzw. Aktienrückkäufe und nicht durch eine Wiederanlage der Beträge zum Kapitalisierungszins vor Unternehmenssteuern gut gebracht, indem er die thesaurierten Beträge unmittelbar als Wertbeiträge aus Thesaurierung den Anteilseigener zugewendet hat. Auch dies entspricht den vorstehenden Grundsätzen.

Schließlich ist es nach den Feststellungen des Sachverständigen, denen sich die Kammer anschließt, vertretbar, dass der Wert der 53 %-igen Beteiligung der Antragsgegnerin zu 1 an der SCG derart ermittelt wurde, dass die geplanten Erträge und Aufwendungen der SCG unmittelbar in die aggredierte Prognoserechnung der Antragsgegnerin zu 1 gemäß dem Anteil der MSH GmbH an der SCG (53 %) einbezogen wurde, weil hinsichtlich der Beteiligung an der SCG von einem hohen Integrationsgrad auszugehen ist. Denn der Bereich Daten- und Netzwerktechnik ergänzt und vervollständigt das Leistungsangebot des MSH-Konzerns (Gutachten, 148 f.) mit der Folge, dass eine enge leistungsmäßige Verbundenheit der SCG mit der Antragsgegnerin zu 1 besteht. Der Zukunftserfolg der SCG hängt nämlich nicht nur von der eigenen Leistungsfähigkeit ab, sondern auch vom Erfolg der anderen Unternehmen im Konzern der Antragsgegnerin zu 1). Deshalb ist es sachgerecht die erwarteten Erträge und Aufwendungen der SCG in der Prognoserechnung der Antragsgegnerin zu 1 in Höhe deren Anteils an der SCG unmittelbar einzustellen.

Dem gegenüber ist es unerheblich, ob auch eine andere Bewertungsmethode geeignet ist, den Wert der Beteiligung an der SCG zu ermitteln. Insbesondere kommt es entgegen der Auffassung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre nicht darauf an, ob die unmittelbare Zurechnung der Erträge und Aufwendungen der SCG in Höhe der Beteiligungsquote der MSH GmbH in der Prognoserechnung der Antragsgegnerin zu 1) notwendig ein geeigneter Maßstab ist. Vielmehr ist entscheidend, dass eine solche Zurechnung nicht unvertretbar, sondern plausibel ist, was der Sachverständige entgegen der Auffassung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre schlüssig festgestellt hat.

Daraus folgt der vom Sachverständigen zum 22.08.2002 ermittelte Ertragswert von 214.204.000,-Euro (Gutachten, 169 f.), den auch die Kammer als angemessen und vertretbar erachtet. Dieser Ertragswert ist um das nicht betriebsnotwendige Vermögen unter Abzug der Pensionsverpflichtungen zu erhöhen.

Dabei sind liquide Mittel in Höhe von 16 Mio Euro als nicht betriebsnotwendiges Vermögen in Ansatz zu bringen.

Inwieweit liquide Mittel betriebsnotwendig sind, hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, insbesondere von geplanten Investitionen und Ausschüttungen. Darüber hinaus muss dem Unternehmer eine angemessene Liquiditätsreserve zur Verfügung stehen (Gutachten 155).

Als betriebsnotwendiger Mindestbestand wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur ein Betrag von 2 % der Umsatzerlöse ohne Berücksichtigung branchenspezifischer Umstände angesehen (Gutachten, 155).

Davon ausgehend legte der Sachverständige einen Bestand von liquiden Mitteln von 5 % der Umsatzerlöse als betriebsbedingt fest und ermittelte daraus eine freie Liquidität von mindestens 16 Mio Euro (Gutachten, 155-157).

Dem ist zu folgen.

Soweit die Antragsgegner einwenden, dass der Durchschnittswert der vom Sachverständigen für die Bestimmung der branchenspezifischen Liquidität zugrunde gelegte Peer Group nicht 5 % sondern 6,21 % betrage, ist dieser Einwand im Ergebnis unbegründet.

Zwar trifft es zu, dass der rechnerische Durchschnittswert der Peer Group (Gutachten, 156) bei 6,21 % liegt. Aber der hohe Anteil von liquiden Mitteln im Verhältnis zu den Umsatzerlösen bei den beiden Unternehmen Computerlinks AG und plenum AG beruht offensichtlich darauf, dass deren Börsengang nur wenige Jahre zurücklag und die hohe Liquidität deshalb aus dem Börsengang stammt und nicht betriebsbedingt ist.

Aus diesem Grund ist es sachgerecht, den branchenspezifischen Wert auf maximal 5 % der Umsatzerlöse festzulegen, weil die Prozentsätze der übrigen

Unternehmen der Peer Group wesentlich unterhalb von 5 % lagen, und nicht den Mittelwert der Peer Group zu nehmen.

Dem gegenüber ist es unerheblich, ob die übrigen Unternehmen auch in dem Zeitraum 1998/1999 an die Börse gegangen sind, weil diese Unternehmen ihre durch den Börsengang erzielte Liquidität bis auf die betriebsbedingte mittlerweile verbrauchten.

Soweit die Antragsgegnerinnen darüber hinaus beanstanden, dass der Sachverständige nicht auf die unternehmensspezifischen Besonderheiten der Antragsgegnerin zu 1 abgestellt habe, ist auch dieser Einwand unbegründet. Denn die Antragsgegner zeigen selbst nicht auf, dass die unternehmensspezifischen Besonderheiten der Antragsgegnerin zu 1 eine Liquidität von mehr als 5 % der Umsatzerlöse erfordern.

Danach ergibt sich ein Unternehmenswert von 233.988.000,-Euro (Gutachten 170) und eine Barabfindung von 18,72 Euro (Gutachten, 171), die um mehr als 10 % über der angebotenen liegt mit der Folge, dass die angebotene Barabfindung unangemessen ist.

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

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 7 und 8 AktG a. F.. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin zu 2) die Kosten zu tragen, weil nur sie passivlegitimiert ist. Insoweit wendet die Kammer § 5 Nr. 3 SpruchG entsprechend an.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 13 a Abs. 1 FGG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung. Dies ist hier der Fall.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 7 Satz 5 und 6 AktG a. F. in Verbindung mit § 30 Abs. 1 KostO. Dabei orientiert sich die Kammer mangels anderer Anhaltspunkte an § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-Euro und höchstens 7,5 Mio Euro. Da sich der Erhöhungsbetrag aller sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf 644.811,-Euro (2,28 Euro x 282.812 Aktien) beläuft und dieser Betrag über dem Mindestbetrag von 200.000,-Euro liegt, ist dieser Wert als Geschäftswert zugrunde zu legen.

Die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 4 Satz 6 und 7 AktG a. F. dem Grunde nach. Hinsichtlich der Höhe wendet die Kammer die in § 6 Abs. 2 SpruchG niedergelegten Grundsätze entsprechend an. Danach steht dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre eine Vergütung in entsprechender Anwendung des § 118 BRAGO zu. Der maßgebliche Geschäftswert für die Vergütung ist der für die Gerichtsgebühr maßgebliche Wert. Dieser beläuft sich nach den vorstehenden Ausführungen auf 644.811,-Euro.

Ausgehend davon stehen dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre 3 10/10tel Gebühren aus 644.811,-Euro zu. Darüber hinaus kann er Auslagen nach § 26, 27 und 28 BRAGO verlangen. Dies ergibt unter Berücksichtigung der Mehrwertsteuer von 19 % eine Vergütung in Höhe von 13.000,-Euro.