

Landgericht Hamburg

Az.: 417 HKO 103/10



Beschluss

In dem Rechtsstreit

gegen

wegen Feststellung

erlässt das Landgericht Hamburg - Kammer 17 für Handelssachen - durch
den Vorsitzenden Richter am Landgericht _____ und die Handelsrichter _____ und

am 02.08.2011 folgenden Beschluss:

1. Die Anträge der Antragsteller auf gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 327f AktG werden zurückgewiesen.
2. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die Kosten des gemeinsamen Vertreters und die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin hat die Antragsgegnerin zu tragen. Die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller fallen diesen jeweils selbst zur Last.
5. Der Geschäftswert für das Gericht, für den gemeinsamen Vertreter sowie für die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin wird auf € 200.000.- festgesetzt. Die Geschäftswerte für die Antragsteller betragen jeweils € 5.000.-

Gründe:

Die Parteien streiten über die Angemessenheit einer Barabfindung (§ 327f AktG) nach einer Übertragung von Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär (§ 327b AktG).

A. Die tatsächlichen Grundlagen

Die Antragsteller waren Aktionäre der Fa. Malhak AG (Im Folgenden: Fa. Malhak). Die Fa. Malhak ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg (HRB 1827) eingetragene Aktiengesellschaft. Bekanntmachungen der Gesellschaft hatten nach § 3 der vor und nach dem 29.4.10 geltenden Satzung (Bl. 17f. der Gerichtsakte, GA) lediglich im elektroni-

schon Bundesanzeiger zu erfolgen. Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr. Das Grundkapital betrug am 29.4.10 € 3.067.751,29 und war in 120.000 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien aufgeteilt. Die Aktien waren seit dem 27.5.99 an der Hamburger Wertpapierbörse notiert (ISIN DE0006553001). Die Fa. Maihak betreibt die Entwicklung, die Produktion und den Verkauf von Prozessmesstechnik und erbringt hierzu Dienstleistungen; sie hatte im März 2010 ca. 70 Mitarbeiter.

Die Antragsgegnerin ist eine in das Handelsregister bei dem Amtsgericht Freiburg im Breisgau eingetragene GmbH mit Sitz in Waldkirch mit einem Stammkapital von €1.000.000,-; sie betreibt die Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von Anlagen der Umwelt- und Prozesstechnik sowie verwandte Dienstleistungen. Die Antragsgegnerin gehört als Tochtergesellschaft zur [redacted] mit Sitz in [redacted], die weltweit die Fabrik-, Logistik- und Prozessautomation betreibt.

Am 29.4.10 hielt die Antragsgegnerin 119.196 Aktien (99,33%, Nachweis vgl. Bl. 37 GA) die übrigen 804 Aktien (0,67%) befanden sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern; diese haben in vorliegenden Verfahren nachgewiesen, dass sie zum Zeitpunkt der Übertragung der Aktien auf die Antragsgegnerin über mindestens 96 Aktien verfügten.

Zwischen der Antragsgegnerin und der Fa. Maihak bestand vom 2001 bis zum 31.12.2008 ein Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag. Die nach diesem Vertrag zu zahlenden Entgelte waren Gegenstand eines Spruchstellenverfahrens vor dem Landgericht Hamburg (414 O 99/01) und dem Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg (13 W 4/09, 13 W 5/09). Hier wurde durch Beschluss des HansOLG vom 11.6.09 die Entscheidung des Landgerichts bestätigt, wonach der anzubietende Übernahmepreis € 97,25 betrug.

Ende 2009 entschloss sich die Antragsgegnerin, die restlichen Aktien an sich zu bringen. Das Gesetz vom 20.12.01 zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen in Kraft (BGBl I, 3822f.), das am 1.1.2002 in Kraft trat, ermöglicht den Ausschluss von Minderheitsaktionären, wenn ein Aktionär mehr als 95% der Aktien auf sich vereinigt (§§ 327a f. AktG, sog. „Squeeze-Out“). Am 15.12.09 verlangt die Antragsgegnerin von der Fa. Maihak die Einleitung eines Ausschlussverfahrens und die Anberaumung einer Hauptversammlung mit diesem Tagesordnungspunkt (Bl.36 GA). Am selben Tage machte die Fa. Maihak im Rahmen einer ad-hoc-Mitteilung nach §15 WpHG dieses Verlangen bekannt (Bl. 116f GA). Am 18.12.09 bestimmte das Landgericht Hamburg auf ihren Antrag die von ihr u.a. vorgeschlagene [redacted] als gerichtliche Prüferin (im Folgenden: [redacted] Abfindungsprüferin) (Landgericht Hamburg, 417 O 102/09, Bl. 78 GA).

Am 8.3.10 legte die Abfindungsprüferin ihr Gutachten vor, in welchem sie einen Unternehmenswert von 9.800.000,- per 29.4.10 errechnete (entsprechend €81,35/Aktie) und die vorgeschlagene Abfindung von € 97,25/Aktie als angemessen attestierte (Bl. 80f., 102 GA, S. 41).

Am 11.3.10 übernahm [redacted] in Freiburg eine Bankgarantie für die Zahlung der Abfindung in der vorgesehenen Höhe von € 97,25/Aktie (Bl. 103f. GA).

Am 16.3.10 legte die Antragsgegnerin einen Bericht über die beantragte Übertragung vor (Bl. 20f. GA), dem eine Bewertung des Unternehmenswertes durch

(Im Folgenden: UnternehmensprüferIn)
 vom 26.2.10 zugrunde liegt (Bl. 39f. GA). In dem Unternehmensbericht wurde der Unternehmenswert der Fa. Malhak auf € 9.335.000.- angenommen; auf dieser Basis ergebe sich € 77,80 für eine Aktie.

Auf der Hauptversammlung am 29.4.10, zu der am 19.3.10 im elektronischen Bundesanzeiger geladen worden war (Anlage zu notariellen Protokoll Bl. 107f. GA) fassten die Aktionäre der Fa. Malhak mit 119.219 Ja-Stimmen und 11 Nein-Stimmen den folgenden Beschluss:

Die auf den Inhaber lautenden nehnwertlosen Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Malhak Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg werden gemäß §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von dem Hauptaktionär, mit Sitz in zu zahlenden Barabfindung in Höhe von € 97,25 je Stückaktie der Malhak AG auf den Hauptaktionär übertragen.

Am 17.6.10 wurde der Beschluss der Hauptversammlung vom 29.4.10 in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg eingetragen und dies am 18.6.10 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht (Bl. 115 GA).

Die Anträge der Antragsteller gingen vom 23.6.10 bis 20.9.10 bei diesem Gericht ein (Bl. 1f. GA). Das Gericht verband die Verfahren durch Beschluss vom 27.9.10 bestellte einen gerichtlichen Vertreter für alle nicht am Verfahren beteiligten Minderheitsaktionäre (Bl. 557f. GA) und machte dies am 4.10.10 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt (Bl. 565f. GA).

B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge

I. Die Antragsteller sind der Auffassung, ihre Anträge seien zulässig und enthielten sämtlich hinreichende Begründungen.

Die angemessene Abfindung sei aus zahlreichen Gründen höher zu bestimmen. Die Abfindung liege entgegen der höchstrichterlichen Rechtsprechung unter dem Börsenwert. Die zur Berechnung des abgezinnten Barwertes der zukünftigen Erträge herangezogenen Werte (Basiszins, Markrisikoprämie, sog. Beta-Faktor und Wachstumsabschlag) seien sämtlich unrichtig und nur mit dem Ziel angenommen worden, den Unternehmenswert auf den gewünschten Betrag herunter zu rechnen.

Die Antragsteller beantragen deshalb

eine angemessene, höhere Abfindung zu bestimmen.

II. Der gemeinsame Vertreter hat über die genannten Argumente hinaus geltend gemacht, die Abfindung müsse jedenfalls nach dem Börsenkurs erfolgen, denn die Marktlänge, die die Antragsgegnerin für die Nichtmaßgeblichkeit des Börsenkurses reklamiere, habe sie selbst herbeigeführt und ausgenutzt. Auch müsse die EBITDA-Marge anhand der konkreten Daten und nicht anhand der Peer-Group bemessen werden.

Er hat deshalb beantragt

die gerichtliche Festsetzung der angemessenen, höheren Barabfindung gemäß § 327f AktG, und zwar mindestens auf € 185.- pro Aktie.

III. Die Antragsgegnerin meint, einige Anträge seien unzulässig. Sie hält das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse für überzeugend. Der Einholung eines gerichtlichen Gutachtens bedürfe es nicht.

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,

die Anträge zurückzuweisen.

IV. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von Ihnen eingereichten Schriftsätze nebst Anlagen und auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten unter C.II. berichtet.

Am 20.6.11 fand eine mündliche Verhandlung statt, in die Wirtschaftsprüfer und der Abfindungsprüferin angehört wurden. Wegen des Anhörungsresultates wird ebenfalls auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11 verwiesen. Die danach eingegangenen Schriftsätze der und der ... sind berücksichtigt worden.

Diesem Beschluss sind drei Tabellen beigelegt. Die erste Tabelle vollzieht die Berechnungen der Antragsgegnerin zum Unternehmenswert nach; die geringfügig anderen Ergebnisse sind ausschließlich Rundungsfehlern und geringfügigen Abweichungen bei der Barwertberechnung geschuldet. Die zweite Tabelle stellt die Ergebnisse der dar. Die dritte Tabelle stellt die – jeweils kenntlich gemachten – Korrekturen des Unternehmenswertes durch das Gericht und den sich daraus ergebenden höheren Unternehmenswert dar.

C. Die Begründung der gerichtlichen Entscheidung in der Hauptsache

I. Zulässigkeit

1. Die Anträge der Antragsteller sind nach dem am 1.9.03 in Kraft getretenen SpruchG zu prüfen (§ 17 II SpruchG). Außerdem sind die am 1.9.09 eingetretenen Änderungen des FGG und des SpruchG nach dem FamFG zu berücksichtigen (Art. 111 FGG-RG, BGBl. 2008 I, 2586, 2743).

2. Ein Antrag nach § 327f AktG ist zulässig, wenn zuvor eine Übertragung der Aktien nach § 327a AktG (im Folgenden auch: Squeeze-Out) wirksam stattgefunden hat.

Die Aktien sind durch Beschluss vom 29.4.10 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin

Übertragen worden. Die Antragsgegnerin war im Besitz von über 95% der Aktien (§327a I AktG), hat die Übertragung der Aktien verlangt, diese ist mit der erforderlichen Mehrheit der Hauptversammlung am 29.4.10 beschlossen worden und der Beschluss hat am 17.6.10 durch Eintragung in das Handelsregister Wirksamkeit erlangt (§327e III AktG). Die Abfindungsbeträge wurden den Minderheitsaktionären ab dem 24.6.10 ausgezahlt. Die Börsenzulassung wurde später widerrufen.

Verfassungsrechtliche Bedenken bestehen weder gegen das Verfahren nach den §§ 327a ff. AktG insgesamt noch hinsichtlich der nicht bestehenden Absicherung der sich im Spruchverfahren höher ergebenden Abfindung (BVerfG, NJW 2007, 3268 = BB 2007, 1515 = WM 2007, 1329). Einer sachlichen Rechtfertigung bedarf die Übertragung nicht (BGH DStR 2009, 862).

3. Antragsberechtigt sind nach § 3 Nr. 2 SpruchG alle ausgeschiedenen Aktionäre.

Dass sie Aktionäre der Fa. Mailhak waren, haben alle Antragsteller behauptet. Soweit die Antragsteller angegeben haben, sie seien an der Körper AG beteiligt gewesen, handelt es sich um ein Versehen, wie die Aktionärsbescheinigungen und der sonstige Vortrag klar machen. Alle Antragsteller haben außerdem ihre Aktionärszugehörigkeit durch Vorlage von Bankbescheinigungen nachgewiesen. Diese lassen jeweils erkennen, dass den Antragstellern gegen Wegnahme der Aktien der Abfindungsbetrag gezahlt wurde und aus ihnen wird ferner jeweils im Einzelfall durch die verschiedensten Hinweise deutlich, dass die Antragsteller auch bereits bei Bekanntmachung der Eintragung Aktionäre gewesen waren.

Soweit einige Antragsteller die Urkunden erst nach Ablauf der Frist eingereicht haben, steht das ihrer Berechtigung nicht entgegen (BGH, NJW-RR 2008, 1355; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 197; OLG Düsseldorf, ZIP 2005, 1369; OLG Frankfurt/Main, AG 2006, 290 für Namensaktien).

4. Die Anträge sind auch rechtzeitig eingegangen. Die Antragsfrist beträgt nach § 4 I Ziffer 3 SpruchG drei Monate nach der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB. Die Frist begann am 18.6.10, dem Tage der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister (Bl. 115 GA). Alle Anträge sind jedenfalls als Fax bis zum 20.9.10 bei Gericht eingegangen. Das war ausreichend, weil der 18.9.10 ein Samstag war und die Frist daher erst am darauffolgenden Montag, dem 20.9.10 ablief.

5. Die Anträge enthalten auch die nach § 4 II 4 SpruchG verlangten konkreten Einwendungen gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert. Soweit die Antragsgegnerin reklamiert, die Begründung beziehe sich bei einzelnen Aktionäre lediglich auf die Kritik ganz weniger Punkte oder nur eines einzigen Punktes, hilft ihr das nicht. Das Gesetz lässt auch einen einzelnen Punkt ausreichen, sofern er die Höhe des Abfindungsbetrages tangieren kann.

6. Das Landgericht Hamburg ist für die Entscheidung zuständig. In Hamburg befindet sich der Sitz der Fa. Mailhak, der nach § 2 I 1 SpruchG für die Zuständigkeit maßgebend ist.

Bei dem Landgericht Hamburg sind auch Kammern für Handelssachen gebildet (§ 2 II SpruchG) und diese Sache fällt in die geschäftsplanmäßige Zuständigkeit der entscheidenden Kammer.

II. Begründetheit

Die Barabfindung muss nach § 327b I 1 AktG „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung Ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Gemeint ist damit eine volle Entschädigung; der Aktionär soll wie bei der Abfindung bei Abschluss eines Unternehmensvertrages (§§ 305f. AktG) einen vollen Ausgleich für den Vermögensverlust erhalten, der ihm durch den zwangsweisen Verkauf seiner Aktien entsteht (BVerfG NJW 1962, 1667; BVerfG NJW 1999, 3769, 3770; BGH NJW 2001, 2080, 2081; BGH NJW 2003, 3272, 3273). Der Vermögensverlust besteht darin, dass die zwangsweise verkaufte Aktie zukünftig nicht mehr (zu einem erhofften höheren Preis) verkauft werden kann und dass der Aktionär auf die Aktie zukünftig keine Dividenden mehr erhält.

1. Der Börsenkurs

Nach der Rechtsprechung des BVerfG (NJW 2007, 3265 = NZG 2007, 631, NJW 1999, 3769 = ZIP 1999, 1436, 1441; ZIP 1999, 1804ff) und des BGH NZG 2003, 280 = AG 2003, 273, NJW 2001, 2080, 2081 = ZIP 2001, 734, 736) ist davon auszugehen, dass die unterste Grenze der Abfindung stets der Verkehrswert ist, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig durch den Börsenkurs repräsentiert wird; der Aktionär soll nicht weniger erhalten, als er bei einer freien De-Investitionsentscheidung erhalten hätte. Das gilt nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs nur dann nicht, wenn über einen längeren Zeitraum kein Handel der Aktien stattgefunden hat, der einzelne Aktionär aufgrund einer Marktlage nicht in der Lage ist, seine Aktien zu verkaufen oder der Börsenkurs manipuliert ist (BGHZ, 147, 106, 116 = - DAT/Altana).

Die Aktien der Fa. Malhak wurden an der Börse in Hamburg gehandelt. Der Börsenkurs schwankte in dem Jahr vor der Hauptversammlung (29.4.09 bis 28.4.10) zwischen € 185,00 und € 275,10 und am Tag der Hauptversammlung selbst betrug er € 201,00 (Aufstellung der Antragsgegnerin Bl. 118f GA). In der Zeit von drei Monaten vor der Hauptversammlung betrug er durchschnittlich etwa € 230,- (Bl. 118f GA). Die Antragsgegnerin hat erstmals am 18.12.09 durch eine ad-hoc-Mitteilung die Absicht kundgetan, die Minderheitsaktien zu übernehmen (Bl. 116f. GA). Der Börsenkurs in den drei Monaten vor diesem Datum war durchschnittlich € 190,- (Bl. 116f.).

Auf welchen Börsenkurs abzustellen ist, ist im Einzelnen streitig. Einige Antragsteller meinen, es müsse auf den Börsenkurs am Tag der Hauptversammlung abgestellt werden. Andere halten den Durchschnittskurs aus einem Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung für zutreffend.

Demgegenüber vertritt die Antragsgegnerin die Ansicht, der Börsenkurs müsse bei der Er-

mittlung der Höhe der Abfindung unberücksichtigt bleiben. In jedem relevanten Zeitraum habe es außerhalb der Hauptaktionärin nur 804 außenstehende Aktien gegeben. In dem nach der jüngsten Rechtsprechung maßgeblichen Zeitraum von drei Monaten vor der Veröffentlichung der Squeeze-Out-Absicht am 18.12.09 seien überhaupt keine Aktien gehandelt worden und im ganzen Jahr vor dem 29.4.10 seien nur an 15 Tagen Aktien gehandelt worden, davon an 11 Tagen nach der Veröffentlichung. Vom 30.4.09 bis 14.12.09 seien nur 18 Aktien und danach nur 153 Aktien (Bl. 116f GA) gehandelt worden. Die Höhe der dabei gehandelten Preise habe sich nach anderen Kriterien als dem von den Akteuren angenommenen Wert des Unternehmens bestimmt, vornehmlich von der Erwartung eines Squeeze-Out und den damit verbundenen Verfahren. Maßgeblich sei vielmehr der Umstand, dass der Antragsgegnerin nach dem gerichtlichen Abschluss des Spruchverfahrens über den Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag am 11.6.09 von 5.980 damals außenstehenden Aktien 5.176 zu dem dort festgestellten angemessenen Abfindungswert von € 97,25 angekauft worden seien und von ihr zu diesem Preis übernommen wurden, obgleich zu dieser Zeit der Börsenkurs ebenfalls zwischen € 180.- und € 190.- gelegen habe.

Die Kammer ist der Auffassung, dass im Grundsatz jedenfalls auf einen Referenzzeitraum abzustellen ist. Der Börsenkurs eines einzigen Tages ist in so hohem Maß von Zufälligkeiten beeinflusst, dass hiervon die Höhe der Abfindung ganzer Aktionärsgruppen nicht abhängen darf. Vielmehr erscheint die Annahme eines Referenzzeitraumes von 3 Monaten sachgerecht. Die Rechtsprechung hierzu ist uneinheitlich. Das BVerfG hat entschieden, dass diese Festlegung den Instanzgerichten obliege (BVerfG, ZIP 2007, 175, 177). Verschiedene Oberlandesgerichte (u.a. OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 90.; OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 590; OLG Karlsruhe, AG 2005, 45, 47; OLG München, ZIP 2006, 1722, 1723) stellen auf einen Zeitraum von 3 Monaten vor dem Beschluss der Hauptversammlung ab, andere Oberlandesgerichte ziehen die 3 Monate vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens heran (OLG Stuttgart, NZG 2007, 302; KG, NZG 2007, 71). Der BGH hat sich unter Aufgabe seiner bisherigen Rechtsprechung (NJW 2001, 2080, 2081 = ZIP 2001, 736) der Auffassung des OLG Stuttgart angeschlossen (II ZB 18/09, DB 2010, 1693f.).

Im vorliegenden Fall ist die Kammer (anders als in zahlreichen zuvor entschiedenen Fällen) allerdings der Auffassung, dass es weder auf die Börsenkurse weder vor noch nach der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens am 18.12.09 noch auf die Kurse in der Zeit bis zur Hauptversammlung ankommen kann. Auf dem Markt waren seit Mitte 2009 Infolge der überragenden Mehrheit der Antragsgegnerin überhaupt nur 804 Aktien, das waren lediglich 0,67% aller Aktien. In dem Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens wurden überhaupt keine Aktien gehandelt, danach waren es bis zur Hauptversammlung nur 153 Stück. Das ist eine so geringe Anzahl, dass sie nicht mehr repräsentativ genannt werden kann. Vielmehr kann hieraus mit hoher Wahrscheinlichkeit geschlossen werden, dass die Preisbildung nachhaltig von der Erwartung geprägt wurde, dass eine Hauptversammlung mit der Festlegung einer Abfindung und daran anschließend Gerichtsverfahren (Anfechtungsklagen, Spruchverfahren) stattfinden würden. Allein in diesem Verfahren sind mindestens 96 Aktien durch Antragsteller selbst vertreten und unter Berücksichtigung der von Ihnen nicht offenbarten Aktien vermutlich deutlich mehr als die Anzahl der nach der Bekanntgabe des Vorhabens noch gehandelten Aktien.

Gegen die Berücksichtigung des Börsenkurses spricht auch nachhaltig, dass eine nennenswerte Anzahl von Aktionären (die Antragsgegnerin hat nach Schluss der mündlichen Verhandlung in ihrem Schriftsatz vom 11.7.11 ihre Zahl mit 5.176 angegeben) ihre Aktien

nach dem 11.6.09 bis zum 18.12.09 freiwillig zum Preis von €97,25 an die Antragsgegnerin abgegeben haben und gar nicht den Versuch unternahmen, sie an der Börse zu handeln, wo der Börsenkurs damals zwischen € 180,- und 190,- lag. Das Argument der Antragsteller zu 19 – 22, dies sei nur der verwirrenden Systematik der deutschen Banken zuzuschreiben, liegt neben der Sache.

Der Börsenkurs rechtfertigt die von den Antragstellern begehrte Erhöhung der Abfindung deshalb nicht.

2. Der Liquidationswert

Der **Liquidationswert** des Unternehmens ist der Wert, der nach seiner gedachten Liquidation, also nach Veräußerung seines gesamten Vermögens und Begleichung aller Verbindlichkeiten als Barvermögen verbleibe (zu Einzelheiten vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn.1097). Streitig ist, ob der Liquidationswert eine weitere Untergrenze des Unternehmenswertes bzw. des Anteils hieran ist, der durch die einzelne Aktie repräsentiert wird. Die herrschende Ansicht steht hierzu auf dem Standpunkt, dass es in allen Fällen, in denen der Unternehmer das Unternehmen fortführen wolle, der Liquidationswert als Untergrenze der Abfindung dann ausschelde, wenn die Unternehmensfortführung wirtschaftlich vertretbar und der Unternehmer nicht zur Liquidation verpflichtet sei (BGH NJW 1982, 2497; MüKoAktG-Bilda, §305 Rdn. 82, OLG Düsseldorf, AG 2004, 325, 327; Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 1100f.).

Diese Ansicht erscheint verfassungsrechtlich sehr bedenklich. Sie würde dazu führen, dass auch bei Unternehmen mit sehr umfangreichem, betriebsnotwendigem Immobilienbesitz (z.B. in der Land- und Forstwirtschaft) oder teuren Anlagen (z.B. im Bereich erneuerbarer Energien) die möglichen Veräußerungswerte unberücksichtigt bleiben würden. Die Kammer neigt deshalb dazu, dieser Ansicht und Rechtsprechung nicht zu folgen. Eine Entscheidung ist aber hierzu nicht veranlasst. Die Zahlungsansprüche der Aktionäre sind bei der gewährten Abfindung nämlich erheblich höher als die Ergebnisse einer Liquidation.

Die durch den Beschluss der Hauptversammlung gewährte Abfindung von € 97,25 entspricht einem Unternehmenswert von € 11.670.000,-. Dass durch eine Liquidation des gesamten Unternehmens ein höherer Betrag erzielt werden könnte, liegt fern und hat auch keiner der Antragsteller substantiiert behauptet. Nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht vom 8.3.10 (S. 32f, Bl. 97f. GA) wären bei einer Liquidationsbilanz per 31.12.09 – und die Werte waren am 29.4.10 nicht wesentlich anders zu bewerten – ein Eigenkapital von € 3.001.000,- sowie aus den Reserven bei den Pensionsrückstellungen € 959.000,-, aus den stillen Reserven bei den Finanzanlagen € 154.000,- und aus den stillen Reserven beim Sachanlagevermögen € 249.000,- zu berücksichtigen, insgesamt also € 4.363.000,-, was für jede Aktie lediglich € 36,36 ausmacht. Demgegenüber würden noch Liquidationskosten von € 2.678.000,- für die Freisetzung des Personals und € 2.018.000,- für Verpflichtungen aus laufenden Verträgen aufzuwenden sein. Diese überzeugenden Ausführungen führen dazu, dass der Wert der Fa. Maihak nicht anhand des Liquidationswertes berechnet werden kann.

3. Die Bewertung der Fa. Maihak nach den tatsächlichen Erwerbsvorgängen

Einige der Antragsteller verlangen, dass die Höhe der Abfindung auch an den Kaufpreisen zu messen sei, die die Antragsgegnerin bei Ihren tatsächlichen Erwerbsvorgängen gezahlt habe. In der Tat können Erwerbs- und Verkaufsvorgänge in zeitlichem Zusammenhang mit dem Squeeze-Out gewichtige Indizien für die Angemessenheit der Abfindung bieten (vgl. etwa die Entscheidung der Kammer vom 20.12.2008 zu 417 O 92/08 – Jil Sander -). Allerdings haben die Antragsteller hierzu keinerlei Informationen mitgeteilt, um welche Erwerbsvorgänge zu welcher Zeit es sich gehandelt habe. Die Antragsgegnerin ist zu Angaben darüber, wann sie wie viele Aktien zu welchem Preis von wem erworben hat, nicht verpflichtet. Zu den Erwerbsvorgängen nach der Entscheidung des HansOLG zu dem Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag hat sie berichtet; hiernach ist der dort entrichtete Preis nicht höher als die hier bereits bezahlte Abfindung.

4. Die Bewertung der Fa. Malhak nach Ihren zukünftigen Erträgen

a. Die Bewertungsmethode

Unter den insgesamt zur Verfügung stehenden Methoden zur Bestimmung des Unternehmenswerts (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, 61, Rn. 186f.; Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rn. 20) ist die Ertragswertmethode die am häufigsten verwendete Methode; ihre Anwendung ist von der Rechtsprechung gebilligt worden (BVerfGE 100, 289, 307 = NJW 1999, 3769 ff – Altana -; BGH DB 2001, 969ff.; weitere Nachweise bei Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rdn. 20). Ihr folgt deshalb das Gericht.

Auf die Kritik der Antragsteller zu den Methoden der Berechnung des Ertragswertes ist noch später einzugehen.

b. Die Durchführung der Bewertung

Bei der Bewertung der Fa. Malhak stützt sich das Gericht u.a. auf die schriftlichen Darlegungen der Antragsgegnerin in Ihrem Bericht vom 16.3.10 (Bl. 20f. GA), auf das Gutachten der vom 26.23.10 (Bl. 37f. GA), auf das Prüfgutachten der vom 8.3.10 (Bl. 80f. GA) sowie auf das Ergebnis der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11, insbesondere auf die mündlichen Ausführungen der sachverständigen Prüfer Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfer

aa. Einige Antragsteller und der gemeinsame Vertreter meinen, das Gutachten der könne schon deshalb nicht zur Bewertung herangezogen werden, weil es noch vordem Bericht der Antragsgegnerin und nur sehr kurze Zeit nach dem Gutachten der fertig geworden sei und deshalb aufgrund einer parallelen Prüfung erstellt worden sein müsse. Von einer unabhängigen Prüfung könne daher nicht die Rede sein. Deshalb sei das gesamte Gutachten nicht verwertbar und es müsse eine völlig neue gerichtliche Bewertung durch ein neues Gutachten stattfinden.

Das hat keinen Erfolg. Die Frage der Zulässigkeit der Parallelprüfung ist streitig (bejahend BGH DStR 2009, 862f.; BGH ZIP 2006, 2080, 2082; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; LG Bonn, Der Konzern 2004, 491, 494, OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87; Land/Hennings, AG 2005, 380, 383; dagegen Puzkajler, ZIP 2003, 518, 521; LG Berlin, ZIP 2003, 1352, 1355) Das Gesetz verhält sich nicht zu den Modalitäten der Prüfung durch den gerichtlich ernannten Prüfer. Es verbietet insbesondere dem Unternehmen nicht, eine einmal vorgeschlagene Abfindungshöhe nach Vorliegen des Prüfungsergebnisses des gerichtlich bestellten Prüfers zu verändern und einen erneuten Vorschlag zu unterbreiten. Auch eine vom Unternehmen eingeschaltete eigene Prüferin darf ihr Prüfungsergebnis selbstverständlich am Ergebnis des gerichtlich bestellten Prüfers ausrichten. Und schließlich ist der gerichtlich bestellte Prüfer von Gesetzes wegen gehalten, alle ihm vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und damit auch aktuelle Auswertungen wie Planungen und Bewertungen zur Kenntnis zu nehmen und für das Gericht auszuwerten. Die parallele Prüfung ist nichts anderes als das praktische Ergebnis dieser Abhängigkeiten und ist deshalb nicht untersagt (zuletzt OLG Hamburg, Beschluss vom 30.3.10, 13 W 8/09 zu Landgericht Hamburg 417 O 124/05 – Spar Handels AG -).

Soweit das Gericht in dem Beschluss über die Bestellung der 18.12.09, 417 O 102/09, Bl. 102f GA geäußert hatte, es solle möglichst eine separate Prüfung stattfinden, jedenfalls aber der Ablauf und der Hergang der Prüfung unter Einschluss der gegenseitigen Beratungen erläutert werden, ist dem durch die Erläuterungen der Prüfer in der mündlichen Verhandlung Rechnung getragen worden. Die Kammer hat den Eindruck, dass auch unter Berücksichtigung des oben geschilderten zulässigen Austausches eine letztlich unabhängige Prüfung stattgefunden hat.

bb, Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter meinen weiter, das Gutachten der 18.12.09, 417 O 102/09, Bl. 102f GA sei in allem unergiebig, lasse keine eigene Prüfungslistung erkennen und erschöpfe sich in der Bestätigung der Ergebnisse des Berichts bzw. der Begutachtung durch

Der notwendige Inhalt des Gutachtens ist in § 327c II 4 AktG mit Verweis auf § 293e AktG genau beschrieben. Danach ist die Methode der Begutachtung anzugeben und ihre Anwendung zu begründen und eine Prüfung vorzunehmen; dagegen wird weder der Prüfungsumfang noch die Prüfungstiefe oder der notwendige Umfang der Darstellung festgelegt. Über die angewendeten Methoden und die Gründe hierfür verhält sich das Gutachten der 18.12.09, 417 O 102/09, Bl. 102f GA umfangreich; dass hierbei ersichtlich gelegentlich Textbausteine verwendet worden sind, trägt dem Inhalt keinen Abbruch, weil die Darlegungen in vielen Fällen gleich zu behandeln sind.

Dass eine ernsthafte und umfassende Prüfung wirklich stattgefunden hat, ergibt sich aus vielen Bemerkungen in dem Gutachten und ist durch die detaillierten Angaben deutlich geworden, die die 18.12.09, 417 O 102/09, Bl. 102f GA und 18.12.09, 417 O 102/09, Bl. 102f GA in der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11 erläuternd hinzuzufügen in der Lage war.

Das Gericht hat sich nach dem Ergebnis der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11 entschlossen, auf die Einholung eines gerichtlichen Gutachtens zu verzichten. Hinsichtlich der Planungen des Unternehmens haben sich bereits in der Verhandlung genügend Anhaltspunkte für eine Überzeugungsbildung des Gerichts ergeben. Dass ein Gutachten insoweit

tiefere und besser begründete Ergebnisse zutage fördern könnte, erscheint dem Gericht nicht naheliegend; vielmehr dürfte sich auch die Einschätzung des Gutachters auf dieselben, in allen Punkten wenig verlässlichen Prognosen der zukünftigen Markt- und Unternehmensentwicklung stützen müssen wie die der [] und [] sowie des Gerichts. Hinsichtlich der Annahmen für die Diskontierungszinssätze liegen in Literatur und Rechtsprechung zahllose Untersuchungen und Stellungnahmen vor und das Gericht hält es für überflüssig, ihnen noch eine – bei der nötigen Tiefe immens teure – Begutachtung hinzu zu fügen.

Dieses Vorgehen steht auch im Einklang mit den Ausführungen des BVerfG (DB 2007, 1577). Zwar heißt es hierin zur Begründung der Verfassungsmäßigkeit der §§ 327a ff. AktG, die Rechte der außenstehenden Aktionäre würden durch den Umstand gewahrt, dass die Höhe der Abfindung nicht vom Hauptaktionär, sondern von einem unabhängigen und vom Gericht bestellten Gutachter ermittelt werde und der Gesetzgeber habe damit weitgehend dafür Sorge getragen, dass bereits frühzeitig eine objektive Feststellung des Wertes der Beteiligung an der Gesellschaft erfolge. Dies kann aber, da das Gesetz eben kein zwingendes gerichtliches Gutachten vorsieht, nur bedeuten, dass die Bestellung eines sachverständigen Prüfers, dessen Prüfung nach den oben genannten Kriterien und dessen Anhörung im Termin grundsätzlich ausreicht, die Interessen der außenstehenden Aktionäre zu wahren.

c. Die Berechnung des Wertes des Geschäfts der Fa. Malhak

aa. Die Grundsätze der Unternehmensplanung

Die zukünftigen Erträge müssen auf der Basis der Zahlen der Vergangenheit für die Zukunft geschätzt werden.

Hierfür ist zunächst die Ermittlung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse nötig. Die gefundenen Zahlen sind zu bereinigen um Einflüsse, die sich nur einzigartig ereignen haben und voraussichtlich nicht wiederkehren werden (Naturkatastrophen, steuerliche Änderungen, große Anschaffungen u.ä.), um verzerrende Wirkungen früherer Bindungen des Unternehmens (nichtäquivalente Verrechnungspreise im Konzern, Nutzung unternehmensfremden Eigentums zu nicht marktgerechten Preisen etc.) und um sonstige, nicht repräsentative Einflüsse. Außerdem ist zu prüfen, ob die Vergangenheitsperioden untereinander zu gewichten sind (zu vielem Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 93f., Rn. 310f.).

Als dann sind die Erkenntnisse aus der Vergangenheit für eine Planung der Zukunft nutzbar zu machen. Hierbei hat sich durchgesetzt, die Zukunft in zwei Phasen einzuteilen. Die erste („nähere“) Phase, in der aufgrund einer noch genauer planbaren Unternehmensführung die Erlöse, Ausgaben, Investitionen, Finanzaufwendungen, steuerliche Einwicklungen und letztlich die Ausschüttungen vorausgesehen werden, wird im Allgemeinen 3 bis 5 Jahre lang sein, kann aber auch in begründeten Ausnahmefällen kürzer ausfallen. Anknüpfungspunkte werden in aller Regel die vorhandenen Planungen des Unternehmens selbst sein, denen eine gewisse Beurteilungspräferenz gebührt und die nur um allzu unplausible Annahmen zu bereinigen sind (Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 358, 330). Die zwei-

te („fernere“) Phase legt eine unbegrenzte Unternehmensdauer zugrunde und ermittelt den wahrscheinlichen zukünftigen Durchschnittszustand des Unternehmens und seine vermutlichen durchschnittlichen laufenden Erträge (sogenannte „Ewige Rente“). Hierbei ist dann nicht mehr auf Boom- und Rezessionsphasen, auf das konjunkturelle Auf und Ab sowie auf aktuelle Marktendenzen abzustellen, sondern es wird ein plausibler Gleichgewichts- und Beharrungszustand zugrunde gelegt (Großfeld, Unternehmensbewertung, Rn. 360f.).

Die Kammer folgt insoweit im Wesentlichen den Grundsätzen, die das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) seit vielen Jahren anwendet. Hierbei handelt es sich um einen Verein, in welchem fast alle deutschen Wirtschaftsprüfer (z.Zt. etwa 87%) organisiert sind und über seinen „Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft“ (FAUB) Empfehlungen für die Unternehmensbewertung vorstellt, an die sich die sehr überwiegende Mehrzahl der in Deutschland tätigen Wirtschaftsprüfer hält. Diese Empfehlungen werden jeweils an die neueren Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaften und die Veränderungen der Steuergesetzgebung angepasst. Nach den „Grundsätzen zur Durchführung der Unternehmensbewertungen“ von 1983 („HFA 2/83“) (WPg 1983, 468f.) wurde nach Einführung des steuerlichen Halbelnkünfteverfahrens der Standard „IDW S1 2000“ vom 6.7.00 veröffentlicht (WPg 2000, 825f.) und nach Überarbeitung der Ausschüttungsannahmen und der Kapitalisierungsgrundlagen der Standard „IDW S1 2005“ am 1.1.2005 herausgegeben (FN-IDW 2005, 690) sowie zur Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform der Standard „IDW S1 2007“ am 5.9.07. Zurzeit ist der Standard „IDW S1 2008“ vom 2.4.2008 gültig (WPg 2008 Supplement 3/08 = FN-IDW 2008, 271f.), der die Auswirkungen der neuen Abgeltungsteuer berücksichtigt.

Einige Kritiker und einige Antragsteller wenden sich gegen die Übernahme dieser Grundsätze in jedwede gerichtliche Praxis mit der Begründung, der Fachausschuss Unternehmensbewertung des IDW werde von wenigen großen Wirtschaftsprüfungunternehmen dominiert und allein von deren - oftmals mit den von Großaktionären deckungsgleichen Interessen - dominiert (vgl. etwa Fischer-Winkelmann, BFuP 58 (2006), 158f.). Dieser Kritik folgt die Kammer aus zwei wesentlichen Gründen nicht.

Zum Ersten tragen die vorgestellten „Grundsätze der Unternehmensbewertung“ in jeder Fassung dem berechtigten Bedürfnis des Marktes Rechnung, Unternehmen nach einheitlichen Kriterien, einheitlichen Argumentationsmustern und einheitlichen Vergleichsmaßstäben zu beurteilen, um Verkäufe, Beteiligungen und Kapitalmaßnahmen intersubjektiv nachvollziehbar und kontrollierbar zu gestalten. Unternehmensbewertungen werden in Deutschland vornehmlich von Wirtschaftsprüfern vorgenommen und insofern trägt nach der Überzeugung der Kammer deren hoher Grad der Organisiertheit im IDW und dessen faktischer Druck zur Anwendung der Standards tatsächlich dazu bei, dass Unternehmensbewertungen in Deutschland einheitlich vorgenommen werden. Es spielt in Wahrheit keine entscheidende Rolle, ob die vom IDW herausgegebenen Standards in jedem Punkt zutreffen und tendenziell eher niedrige oder hohe Unternehmenswerte generieren. Entscheidend ist lediglich, ob die Standards flächendeckend angewendet werden und deshalb die tatsächlichen Verkaufspreise für Unternehmen und Äquivalenzen für Unternehmensbeteiligungen maßgebend bestimmen. Davon geht allerdings die Kammer aus. Nach allen der Kammer zugänglichen Äußerungen werden die Standards sowohl von Anbietern als auch von potentiellen Käufern angewendet, was eine Gleichbehandlung und eine relative Objektivität sichert. Dass der Standard durch Errechnung von niedrigeren Preisen den veräußernden oder (hier) abfindenden Marktteilnehmern günstiger ist, lässt sich nicht erkennen. Die Behauptung des Antragstellers zu 25., die Anwendung des Tax-CAPM sei nach dem Stan-

dard IDW S1 vom 1.7.08 auf gerichtliche Bewertungsanlässe beschränkt, ist nicht zutreffend.

Zum Zweiten aber stellen die Standards des IDW nach Auffassung der Kammer in der Tat ein in vielen Punkten überzeugendes Konzept für die schrittweise und umsichtige Erarbeitung eines Unternehmenswertes dar. Sie gewährleisten in zahlreichen Punkten Abgleiche und die Herstellung von Plausibilitäten, zwingen zu einer rationalen Abarbeitung aller wichtigen Parameter und gewährleisten damit die Prüfbarkeit der Annahmen. Kein anderes System der Unternehmensbewertung drängt den Einfluss nicht nachvollziehbarer Wertungen und Annahmen so sehr zurück wie der IDW-Standard.

bb. Der Wert der Marke „Maihak“

Zu Unrecht monieren einige der Antragsteller, die Ertragswertmethode berücksichtige nicht den Wert der Marke „Maihak“. Die Ertragswertberechnung fußt auf der Unterstellung, dass die Marke dem Unternehmen auf unbegrenzte Zeit zur Vergütung steht und genutzt wird; nur so lassen sich die angenommenen Werte generieren. Eine Veräußerung nur des Namens würde alsbald am Markt bekannt und jeder Erwerber würde sich den Ruf, der den Wert der Marke erst ausmacht, in großen Teilen wieder selbst erarbeiten müssen. Dass das Unternehmen allein aus dem fiktiven Verkauf der Marke an einen Dritten einen Erlös erhalten könnte, der den Ertragswert übersteigt, liegt daher völlig fern.

cc. Die konkreten Planungen für die Fa. Maihak

Den Bewertungen der _____ und _____ liegen die festgestellten Ergebnisse Fa. Maihak für die Jahre 2007 bis 2009 sowie die unternehmenseigenen Planungen für die Jahre 2010 bis 2013 zugrunde (Gutachten _____ S. 37f., Bl. 57f. GA; Gutachten _____ S. 14, Bl. 88 GA).

Die vorhandenen Ergebnisse für 2007 bis 2009 wurden um außerordentliche, nicht typisch widerkehrende Einflüsse bereinigt. Insbesondere wurden die Kosten für die Programme „Maihak Turbo“ (Abfindungen, Altersteilzeit) und des Restrukturierungsprojekts „Maihak Stabilitätspakt“ und die außerordentlichen Erträge aus den Veräußerungen der Geschäftsbereiche „Füllstandsmesstechnik“ und „Wasseranalysegeräte“ (2008) sowie „Torsionsmesstechnik“ und „Leitfähigkeitsmessgeräte“ (2009) eliminiert. Im Dezember 2009 wurden die mit der extraktiven Gasanalyse und dem Messgeräteerfassungsverfahren verbundenen Kenntnisse (kurz: des Know-How) an die Muttergesellschaft für € 2.500.000,- verkauft; der Vorgang war aber noch nicht abgewickelt und wurde daher in den Folgejahren berücksichtigt, weshalb die unternehmenseigenen Planungen insoweit zu korrigieren waren (Gutachten _____ S. 14, Bl. 88 GA).

Den unternehmenseigenen Planungen liegen Umsatzsteigerungen für 2009/2010 von 8,4% jährlich zugrunde, weil erwartet wurde, dass der Umsatzeinbruch infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008 schnell wieder aufgeholt werde; danach wurde mit einem Umsatzwachstum von 5% jährlich kalkuliert.

Für die nach der eben geschilderten ersten Planungsphase liegende zweite Planungsphase (Gutachten S. 46 Bl. 61f. GA; ab 2014; Gutachten S. 30, Bl. 96f. GA; 2014, 2015) wurden die Ansätze angepasst, und zwar wurden die Umsatzsteigerungen wegen auf 1,7% ermäßigt, die Reinvestitionsrate (Abschreibung auf Anlagen) dem Durchschnitt von 2002-2013 und dem Investitionsverhalten der Unternehmen der Peer-Group (vgl. unten D II 4.d.dd) angepasst, und dem Umstand Rechnung getragen, dass die am 31.12.09 noch bestehenden Gewerbe- und Körperschaftssteuerguthaben verbraucht sein werden (Gutachten S.23f., Bl. 92f. GA).

Gegen einen Teil der einzelnen Planungsansätze wenden sich die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter. Diese Angriffe sollen im Folgenden dargestellt und erörtert werden. Soweit keine Einwendungen erhoben wurden, bedarf es keiner Begründung und geht die Kammer – unter Berücksichtigung der mündlichen Darlegungen der sachverständigen Prüfer - von der Richtigkeit der Ansätze aus.

In Bezug auf die im Folgenden genannten Zahlen und Berechnungen wird auf die diesen Beschlüssen beigefügten Tabellen verwiesen.

aaa. Die Umsatzprognosen

Einige der Antragsteller monieren, dass die Umsatzzahlen ab 2008 unerklärt zurückgegangen seien und dass bei der Bewertung im Übrigen zu pessimistische Umsatz- und Gewinnprognosen zugrunde gelegen hätten.

Diese Einschätzung teilt die Kammer nicht. Der Umsatzrückgang 2008/2009 beruht auf der Veräußerung von Unternehmensteilen. Das Umsatzwachstum im ersten Planungszeitraum von 2010 bis 2013 von ca. 5% ist durchaus ambitioniert angesichts der komplizierten Wettbewerbssituation (Gutachten S. Bl. GA). Die für den Bereich der ewigen Rente (ab 2014 bzw. 2014/15) angenommenen Umsatzsteigerungen von 1,7% jährlich nominal entsprechen der Annahme, dass sich das Unternehmen im Marktumfeld weder verbessert noch verschlechtert. Das beanstandet die Kammer nicht; die von den Antragstellern verlangten höheren Steigerungen unterstellen, dass sich die Fa. Malhak auf einem im Volumen gleichbleibenden Markt immer größere Marktanteile erkämpfen kann, was angesichts des wegen der hohen Lohnkosten für Facharbeiter noch immer schlechten Standorts in Deutschland eher unwahrscheinlich erscheint.

bbb. Personalkosten

Einige Antragsteller reklamieren, die Personalkosten und deren Steigerungen seien zu hoch geplant worden.

Dem folgt die Kammer nicht. Nach den Begründungen der Planungen im Gutachten (S. 30, Bl. 33 GA, S 43, Bl. 60 GA), die von den Prüfungsgutachtern der geprüft wurden (Gutachten S. 17, Bl. 89 GA), entsprechen die Personalkosten in der Höhe dem Branchenumfeld und die Steigerungen sind mit 2,5% jährlich angemessen berücksich-

tigt.

ccc. Linzenaufwendungen

Die Antragsteller haben ferner große Zweifel an der Höhe des in die Abrechnung eingestellten Linzenaufwandes.

Diesem Einwand war substantiell nachzugehen. Die Fa. Malhak hat, wie berichtet, Ende 2009 ihr Know-how an die Muttergesellschaft verkauft und muss seither Lizenzgebühren entrichten. Diese müssen einem Drittvergleich standhalten, um keine stille Verschiebung von Erlösen im Konzern zuzulassen.

Das Ergebnis der Anhörung der sachverständigen Prüfer hat indessen die Sachgerechtigkeit der Ansätze bestätigt. Sie haben die Höhe der Lizenzgebühren anhand ähnlicher Vorgänge plausibilisiert und sie im gewöhnlichen Bereich gefunden. Der zu zahlende Kaufpreis wurde nach ihrem Bericht aus den zu erwartenden Lizenzgebühren gebildet unter Berücksichtigung eines im Vergleich zu dem hiesigen Abfindungsverfahren eher günstigen Kapitalisierungszinses. Hierdurch ergab sich ein deutlicher unternehmenswertsteigernder Effekt, der auch dadurch begünstigt wurde, dass die Einnahme wegen erheblicher steuerlicher Verlustvorträge steuerfrei vereinnahmt werden konnte. Das Gericht beanstandet daher diese Maßnahme nicht und sieht keinen Anlass, dem Wert der Fa. Malhak einen Betrag hinzu zu rechnen.

ddd. Sonstige konzerninterne Vertragsbeziehungen

Einige Antragsteller rügen, dass die konzerninternen Vertragsbeziehungen nicht transparent genug dargestellt seien und vermuten Verrechnungspreise, die einem Drittvergleich nichts standhalten und die Antragsgegnerin begünstigten.

Die sachverständigen Prüfer und haben in der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11 ausführlich dargestellt, dass dieses Thema umfangreich Gegenstand der Prüfung gewesen sei. Zu berücksichtigen gewesen sei, dass die Verrechnungspreise bereits vorher Gegenstand einer steuerlichen Prüfung durch gewesen sein, die beanstandungslos verlaufen sei. Außerdem habe es keinen Sinn gemacht, über einen solchen Weg Gewinne an die Muttergesellschaft zu verschleiben, weil dass die erheblichen steuerlichen Verlustvorträge der Fa. Malhak nicht hätten genutzt werden können. Im Übrigen habe sich auch bei einem Vergleich der Ankaufpreise, die die Antragsgegnerin an die Fa. Malhak habe zahlen müssen, und der Verkaufspreise, die die Antragsgegnerin dann (nach ihren Anlagen) am Markt erzielt habe, herausgestellt, dass die Marge nur den tatsächlichen Umfang der vernünftig bemessenen Vertriebskosten ausgemacht habe. Danach können die Verrechnungspreise nicht beanstandet werden.

eee. Pensionsrückstellungen

(Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 410f.). Die Änderung wird in Literatur und Rechtsprechung unterschiedlich gesehen (Dörschell/Franken, DB 2005, 2257, Wasmann/Gayk, DB 2005, 955; LG Bremen, AG 2003, 215; BayObLG, DB 2006, 39).

Die Kammer ist nicht genötigt zu entscheiden, ob und in welcher Höhe die Ausschüttungsannahmen für den Bereich der ewigen Rente zutreffend sind. Denn die neuere Ansicht stellt selbstverständlich die nicht ausgeschütteten Erträge wieder zugunsten des Unternehmens in die Berechnungen ein. Wie dies geschieht, ist nicht genau festgelegt. Es gibt im Grundsatz zwei Wege. Die thesaurierten, also im Unternehmen verbliebenen Erträge steigern das Eigenkapital und verringern das Fremdkapital, verringern also insgesamt den Verschuldungsgrad, weshalb man die thesaurierten Beträge zum Anlass nehmen kann, zukünftig den Risikofaktor dieses Unternehmens, nämlich den (unten noch zu erläuternden) Beta-Faktor deutlich günstiger und dadurch den rechnerischen Wert des Unternehmens deutlich höher anzunehmen. Die Antragsgegnerin und die sachverständigen Prüfer haben die thesaurierten Beträge nicht auf einem solchen „Umweg“, sondern direkt berücksichtigt, indem sie in dem Jahr der Ausschüttungskürzung den Betrag der nicht ausgeschütteten Beträge als fiktiven Ertrag unter der Rubrik „Ausschüttung des Kapitalzuwachses aus Thesaurierung“ wieder hinzugesetzt und auf dieser Grundlage den Unternehmenswert berechnet haben (vgl. hierzu auch das Zahlenbeispiel bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, 495f.). Das führt im Ergebnis zu einem für die Antragsteller noch besseren Ergebnis als nach der alten Methode, weil die oben beschriebenen persönlichen Steuern der Aktionäre (die nach dem Halbeinkünfteverfahren 17,5% auf die ausschüttbaren Beträge ausmachen) auf einen geringeren Betrag als vorher entfallen, auch wenn seit dem 1.1.09 Steuern hierauf zu zahlen sind (Gutachten S. 60, Bl. 68f. GA).

Deshalb ist generell gegen angenommene Thesaurierungspraxis nichts zu erinnern.

dd. Ergebnis der Bewertung

Die sich hieraus ergebenden betrieblichen Erträge und Kosten sind anhand der diesem Beschluss beigefügten Tabelle 3 ersichtlich.

d. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge

aa. Die Notwendigkeit der Abzinsung und die Methode

Der Wert der einzelnen Aktie kann noch nicht aus der Summe der zukünftigen Erträge errechnet werden, weil berücksichtigt werden muss, dass die zukünftigen Erträge erst später anfallen, die Abfindung aber bereits jetzt zu zahlen ist. Die zukünftigen Erträge sind nur mit dem Wert anzusetzen, den die Aussicht auf ihre künftige Zahlung hat. Dies geschieht durch mathematische Abzinsung (Diskontierung). Der sich danach ergebende Betrag wird der Barwert genannt (Einzelheiten bei Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 502f.; OLG Düsseldorf, NZG 2006, 911, 913). Nach den anzuwendenden mathematischen Formeln entspricht stets ein niedriger Kapitalisierungszins einem hohen Barwert und ein hoher Kapitalisierungszins einem niedrigen Barwert.

Streitig ist nun, mit welchem Zinssatz die Abzinsung vorzunehmen ist. Aus der Sicht des Hauptaktionärs kann nur die Rendite als Zinssatz maßgebend sein, die er mit dem Unternehmen selbst erwirtschaften kann; also seine eigene Rendite. Aus der Sicht des ausgeschiedenen Aktionärs kann der Hauptaktionär auch einen Ratenkredit bei einer Bank aufnehmen, der vom Unternehmensergebnis völlig unabhängig ist. Dabei käme es dann auf die Renditeerwartungen der Bank an, die das Darlehen ausreicht. Nach allgemeiner Auffassung ist für den Kapitalisierungszins auf die Sichtweise des Unternehmens abzustellen, weil sich auch der Aktionär bei seinem Erwerb der Aktie von diesem Wert hat leiten lassen und ihm zugemutet wird, eine Ersatzinvestition in einem ähnlichen Geschäftsfeld, also in ähnlichen Aktien zu suchen (Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 671; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747; AG 2004, 43, 45). Dieser grundsätzlichen Festlegung tritt das Gericht aus den genannten Gründen bei.

Ausgehend von dieser Grundüberlegung sind Kriterien zu bestimmen, mit deren Hilfe sich der Kapitalisierungszins möglichst wertungsneutral ergibt.

Dabei hat sich folgende Vorgehensweise durchgesetzt: Zunächst wird ermittelt, welche Verzinsung sich bei einer risikofreien oder nahezu risikofreien Geldanlage erzielen lässt (Basiszins, vgl. unten bb.). Dann wird versucht festzustellen, welche Mehrrendite im allgemeinen erzielt wird, wenn eine riskantere Anlage in Aktien gewählt wird (sog. Marktisikoprämie), wobei zunächst auf den gesamten Aktienmarkt abgestellt wird (sog. Allgemeine Marktisikoprämie, vgl. unten cc.) und danach erforscht wird, ob hiervon im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des hier untersuchten Unternehmens Ab- oder Zuschläge vorzunehmen sind (sog. Beta-Faktor, vgl. unten dd.) (Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, 692f.).

Mit dem so gefundenen Ergebnis kann der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden errechnet werden. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden (der wegen der Annahme einer unbegrenzten Unternehmensdauer die „ewige Rente“ genannt wird und im Gutachten : mit „2014ff.“ und im Gutachten : mit 2014 bzw. 2015 bezeichnet ist) gilt im Grundsatz dasselbe, allerdings muss noch berücksichtigt werden, dass der dort zugrunde gelegte Ertrag zunächst mit dem Nominalwert, also nicht laufend steigend, sondern als statisch angenommen wird. Das entspricht nicht der Realität, weil die Erträge nominell steigen werden, wenn das Unternehmen in der Lage ist, die Folgen der inflationären Geldentwertung ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiter zu geben. Wenn und soweit zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag (vgl. unten ee.) aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 926f.)

bb. Der Basiszins

Erstes Ziel der Ermittlung ist also der Basiszins, nämlich der vermutliche Zins für fest verzinsliche und praktisch risikolose Geldanlagen in der Zukunft.

Die Unternehmensprüferin und die Abfindungsprüferin haben hierzu auf die vom „Institut der Wirtschaftsprüfer“ (IDW) und dessen Fachausschuss Unternehmensbewertung“

(FAUB) herausgegebenen Empfehlungen (IDW § 1) Bezug genommen und insbesondere auf die seit 29.6.05 bestehende Empfehlung, hinsichtlich des Basiszinses auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurück zu greifen (http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?func=llst&tr=www_s300_it03) und diese jeweils auf 0,25-Schritte zu runden. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundeschatzanweisungen ermittelt werden. Danach nimmt die Antragsgegnerin einen Basiszins von 4,25% an und will dabei auf einen einheitlichen, barwertabhängigen, also bereits abgezinsten Zinssatz abstellen.

Einige Antragsteller meinen, es müsse auf den Zinssatz für 10jährige oder 30jährige Bundesanleihen abgestellt werden, der am Tage der Hauptversammlung maximal 3,75% betragen habe. Andere Antragsteller stellen ebenfalls auf die Zinsstrukturkurve ab, meinen aber, der sich daraus ergebende Zins sei geringer, jedenfalls nicht nachvollziehbar dargestellt, und belaufe sich jedenfalls unter 3%.

Die Kammer nimmt zur Kenntnis, dass es keine eindeutige Lösung dieses Problems und auch keine zwingende rechtliche und/oder betriebs- oder volkswirtschaftliche Ableitung gibt und sieht auch keine Möglichkeit, durch Einholung eigener Gutachten oder Stellungnahmen weitere Klarheit zu schaffen. Daher ist der zugrunde zu legenden Zinssatz unter wertender Betrachtung zu schätzen (§287 ZPO, BayObLG, AG 2006, 1324, 1325). Dabei erscheint die Heranziehung der Zinsstrukturdaten eine vertretbare Vorgehensweise. Überzeugend erscheint auch die Ermittlung über einen Dreimonatszeitraum, weil die Heranziehung eines Stichtags, etwa des Tages der Hauptversammlung, nur ein zufälliges Ergebnis zur Folge hat. Die Betrachtung eines Zeitraums von drei Monaten vor dem Zeitpunkt der Begutachtung kurz vor dem Stichtag erscheint angemessen. Diesen Wert haben die Gutachter der Antragsgegnerin und auch die sachverständige Prüferin mit 4,25% angenommen. Dem folgt die Kammer nach der ausführlichen Diskussion in der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11.

Bei dem für den Basiszins gefundenen Wert handelt es sich um den Brutto-Zinssatz. Er berücksichtigt also noch nicht, welche Steuern derjenige zu zahlen hat, dessen Aktienanlage eine solche Rendite erbringt. Der Aktionär, dessen Aktien der Hauptaktionär zwangsweise aufkauft, muss aber, bevor er den Erlös wieder anlegt, hierauf seine persönlichen Steuern entrichten, so dass er im Ergebnis in Höhe der Steuern einen Schaden hat. Um dies zu vermeiden, muss die Steuer dem Abfindungsbetrag hinzugerechnet werden (Nachsteuer-Betrachtung, vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 383f., 453f. mit weiteren Nachweisen auf die jetzt herrschende Rechtsprechung und auf kritische Stimmen).

Dies geschieht dadurch, dass der Bruttozinssatz um den persönlichen Steuersatz ermäßigt wird; dadurch erhöht sich – weil sich der Abzinsungsfaktor verringert – die Gesamtsumme des zu zahlenden Barwerts der zukünftigen Überschüsse, und zwar genau um das Maß der jeweils zukünftig zu zahlenden Steuern.

Auf den Ertrag entfallen bei jedem Aktionär nach dem am Stichtag 29.4.10 geltendem Recht die Abgeltungssteuer sowie hierauf der Solidaritätszuschlag von zusammen 26,375%. Um diese Quote ist deshalb der oben angesprochene Wert des Basiszinses zu ermäßigen.

Die Rechenwege und das Ergebnis lassen sich aus den angehängten Tabellen ersehen.

cc. Die allgemeine Marktrisikoprämie

Im zweiten Schritt ist zu ermitteln, welche durchschnittlich höhere Rendite sich mit Aktien erzielen lässt.

Die Antragsteller verweisen auf wissenschaftliche Untersuchungen (Deutsches Aktieninstitut, Studien 2004, Heft 26) und meinen, der von der Antragsgegnerin gewählte Ansatz von 4,25% sei völlig unvertretbar. Die Marktrisikoprämie könne allenfalls 2% betragen, nach neueren Untersuchungen sei eher von Werten unter 1% auszugehen (Wenger, Verzinsungsparameter, AG Sonderheft 2/2005, 9.; Knoll, DStR 2007, 1053; von Rosen, Studien des dt. Aktieninstituts Heft 26/2004, 15f. Handelsblatt vom 24.2.2009 und 13.5.09: keine Mehrrendite; Handelsblatt vom 18.1.10: negative Rendite gegenüber Renten, Bl. 506f GA). Den Berechnungen werde auch fälschlicherweise nicht das geometrische, sondern das arithmetische Mittel zugrunde gelegt. Von der Rechtsprechung seien in der Vergangenheit nur deutlich geringere Risikozuschläge anerkannt worden seien (BGH NJW 2003, 3272, 3273: 3%; OLG Düsseldorf, AG 2002, 398, 401: 0,5%; BayObLG, NZG 2006, 156, 159 = AG 2006, 44f.: über 2% besonders begründungsbedürftig; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112: nur ausnahmsweise 5,4%; LG Dortmund, AG 2007, 792f.: 1%; LG Berlin, Beschluss vom 20.3.08, Az 102 O 139/02: 3%, basierend auf einem Gutachten der Fa. Stüttgen & Haeb, hier Bl. 990f GA; LG Hamburg, Beschluss vom 3.4.07, 414 O 26/97 – Ölmühle -: über 2% besonders begründungsbedürftig; vgl. ferner die Nachweise bei Klöcker/Frowein, Spruchverfahrensgesetz, § 1 Anh. Rn. 16 und Fn 4; MÜKoAktG-Bilda § 305 Rn 80: 0,5-2,0%). Die Antragsteller zu 2. – 6. haben unter Bezugnahme auf ein im Beschwerdeverfahren betr. die vor dem HansOLG eingereichte gutachterliche Stellungnahme des für vom 20.7.10 vorgetragen, maßgeblich sei der Vergleich einer 30jährigen festverzinslicher Anlage und einer gleich langen Anlage in Aktien und hier ergebe sich eine Marktrisikoprämie von max. 3%.

Die Antragsgegnerin entgegnet (wegen Einzelheiten wird auf die Seiten 30f. ihrer Antragsantwortung = Bl. 656f GA verwiesen), nach neueren Untersuchungen (Stehle, Die Wirtschaftsprüfung 2004, 906, 921; Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanzbetrieb 2003, 800, 804), der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW), der Literatur (MÜKoAktG-Paulsen, AktG, 3. Auflage 2010, § 305 Rn. 118; Simon/Leverkus-Simon, SpruchG, Anh. zu § 11 Rn 128; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, Rn 434) sowie der Rechtsprechung (OLG Stuttgart, AG 2007, 219, 215 und AG 2007, 598, 599; OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595) sei eine Risikoprämie (nach Steuern) von 4,0 – 5,0% angemessen (Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 903) und in den Gutachten der und der mit 4,50 % angemessen festgelegt worden.

Die Kammer tritt im Grundsatz der Darstellung der Antragsgegnerin und den Untersuchungen bei, auf die sie sich stützt. Hierzu besteht zunächst einmal Einigkeit darüber, dass sich die Rendite von Aktien nicht nur aus Dividenden („Zinsen“), sondern auch aus Kursveränderungen errechnet, weil Kursveränderungen durch Verkauf realisiert werden und zu einem Gewinn/Verlust führen können, der – umgelegt auf die Besitzzeit der Aktie – die Rendite erhöhen oder herabsetzen kann. Erheblicher Streit besteht aber sowohl über die Frage,

welche Aktien zum Vergleich heranzuziehen sind und über den Referenzzeitraum der Ermittlung (Überblick bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 708f.).

Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter zitierten Ansichten in der Literatur und Entscheidungen und zahlreiche andere Urteile (OLG Hamburg, AG 2003, 585; 2%; OLG Ff/M, AG 2002, 405; 1,5%; BayObLG, AG 1996, 127, 129; 0,6%; OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 401; 0,5%; LG Dortmund, AG 1996, 278, 280; 1%) beziehen sich auf solche Untersuchungen, bei denen bereits eine Risikoeinschätzung bei der Ermittlung des prognostizierten Unternehmenserfolges erfolgt ist. Das entsprach den bis 2000 geltenden Vorschlägen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) in deren HFA 2/83. Seit Einführung des neuen Standards im Juni 2000 (IDW S 1, WPg 2000, 825f.) sind die Unternehmensrisiken (mit wenigen Ausnahmen ausschließlich) im Kapitalisierungszins zu berücksichtigen (IDW S 1 2000, Rn 94f.). Deshalb sind die von den Antragstellern herangezogenen Judikate überholt (OLG Stuttgart, AG 2007, 128, 134). Dem folgt auch die Beurteilung durch die Unternehmensprüferin und die Abfindungsprüferin.

Die von der Antragsgegnerin genannten Quellen, die sich mit der Auffassung von Großfeld (Unternehmensbewertung 2009, Rn. 711f.) decken, erscheinen dem Gericht als eine vertretbare Grundlage für die Einschätzung. Der Hinweis der Antragsteller zu 2. bis 6. auf den Vergleich von festverzinslichen Anlagen und Aktien mit einer Laufzeit von 30 Jahren trifft diesen Fall nicht; maßgebend sind hier nicht 30jährige Laufzeiten, sondern die durchschnittlichen Renditen aller Laufzeiten.

Die Kammer folgt den überzeugenden Erwägungen der sachverständigen Prüfer in ihrem Bericht vom 8.3.10, S. 26f. = Bl. 94f GA), die von einer allgemeinen Marktrisikosträmie von 4,50% nach Steuern ausgehen. Aus der beigefügten Tabelle 3 sind die Auswirkungen ersichtlich.

dd. Der Betafaktor

Der so gefundene Wert für die allgemeine Marktrisikosträmie muss nun, um eine der früheren Kapitalanlage vergleichbare Investition kalkulatorisch nachzuvollziehen, um einen dem Unternehmen angepassten Faktor ergänzt werden.

Die Methoden der Beurteilung der Risikostruktur sind streitig. Allen gemeinsam ist die Erkenntnis, dass bei der Risikoeinschätzung nicht auf die Meinung des Unternehmens selbst abgestellt werden kann; maßgebend sind lediglich Einschätzungen Dritter. Dabei werden ganz unterschiedliche Kriterien herangezogen, zum Beispiel veröffentlichte Meinungen von Rating-Agenturen, die Höhe der Zinsen der von Banken an die Unternehmen ausgelegten Großkredite und das Verhalten des Börsenkurses im Vergleich zu anderen Unternehmen (Überblick bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 728f.).

Die am weitesten verbreitete und auch in den bereits erwähnten Standard der Wirtschaftsprüfer (IDW-S 1, Ziffer 97, 98) aufgenommene Methode ist das Kapitalpreisbildungsmodell (Capital Asset Pricing Model, CAPM), das auf die sog. Volatilität der Aktie abgestellt, also auf die Schwankungsbreite des Kursverlaufes; je höher und kurzfristiger die Kursänderungen im Verhältnis zu anderen Aktien sind, als desto risikoreicher wird die Aktie eingeschätzt; umgekehrt wird eine Aktie als risikoarm beurteilt, wenn sie in Relation zu anderen

Aktien wenig im Wert differiert und die Aktienwerte sich nur langsam verändern (Großfeld, a.a.O., Rn. 731). Dieser – Beta-Faktor genannte - Wert soll die Risikorelation des zu beurteilenden zu dem Durchschnitt anderer Unternehmen abbilden und wird mit 1 angegeben, wenn das Unternehmen nicht abweicht, mit >1 , wenn es als riskoreicher angesehen wird und <1 , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht.

Mathematisch führt ein hoher Beta-Faktor, der ein überdurchschnittlich hohes Unternehmensrisiko beschreibt, dazu, dass sich die allgemeine Marktrisikoprämie und in dessen Folge der gesamte Kapitalisierungszins erhöht und der Barwert ermäßigt. Ein niedriger Beta-Faktor dagegen, der das Risiko der Unternehmung eher wie eine sichere festverzinsliche Anlage beschreibt, führt zu einem eher hohen Barwert.

Bei der Ermittlung von Beta-Faktoren im Zusammenhang mit Unternehmenswertermittlungen aus Anlass eines Squeeze-Out kommt es häufig zu dem Phänomen, dass der Beta-Wert der zu beurteilenden Aktie nicht aussagefähig ist, weil es infolge der geringen Handelsvorfälle und der geringen Zahl der gehandelten Aktien keine oder nur sehr geringe Kursschwankungen gibt. Hier behilft man sich mit der Heranziehung von Beta-Faktoren vergleichbarer Unternehmen derselben Branche (sog. Peer-Group). Die so herangezogenen Unternehmen unterscheiden sich oft so erheblich in der für die Risikoeinschätzung bedeutsamen Eigenkapitalausstattung, so dass die Vergleichbarkeit mit dem zu prüfenden Unternehmen in Frage steht. Hier behilft man sich damit, dass man den Beta-Faktor der Peer-Group-Unternehmen um deren spezifisches Kapitalstrukturrisiko bereinigt („Unlevering“), um es dann dem Kapitalrisiko des zu beurteilenden Unternehmens anzupassen („Relevering“).

Die Antragsteller bezweifeln mehrheitlich die Tauglichkeit dieses Ansatzes und meinen, Schätzungen der Gerichte seien nach wie vor zuverlässiger und überzeugender. Jedenfalls hätten die Antragsgegnerin und die Prüfer ohne hinreichende Begründung (vgl. Knoll, Corporate Finance aktuell, 2007, 210f. = Bl. 449f. GA) nicht die tatsächlichen Beta-Werte der Fa. Malhak (0,15) zugrunde gelegt, sondern auf nicht vergleichbare Beta-Werte anderer, ausschließlich ausländischer Unternehmen (Emersen Electric Co, Horiba Ltd., Inficon Holding AG, Yokogawa Electric Corp., Ametek Inc., Teledyne Technologies Inc, Spectris Plc, Thermo Fisher Scientific Inc, vgl. Gutachten S. 54, Bl. 65f. GA) statt auf die von vergleichbaren europäischen Firmen zurückgegriffen und daraus auf einem nicht nachvollziehbaren Rechenweg durch Beta-Faktoren von 1,23 bis 1,36 unakzeptabel hohe Abwertungen verursacht.

Die Antragsgegnerin dagegen ist der Auffassung, dass es der Anpassung der unternehmensspezifischen Merkmale an die allgemeine Marktrisikoprämie bedürfe. Der Beta-Faktor sei ein standardisiertes Maß für das Risiko eines Unternehmens und sei Ausfluss der Geschäftstätigkeit, des allgemeinen Marktumfeldes und der Kostenstruktur des Unternehmens; es spiegele auch die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf das Risiko der Eigenkapitalgeber wider. Auf den eigenen Beta-Wert der Fa. Malhak von 0,15 (Gutachten S. 53, Bl. 65 GA) könne es nicht ankommen, weil dieser aus viel zu wenigen Transaktionen gebildet worden sei. Deshalb hätten die [] und die Abfindungsprüferin zu Recht die Beta-Werte anderer Unternehmen herangezogen, die sehr wohl vergleichbar seien. Insgesamt habe sich ein durchschnittlicher Beta-Wert von 0,9 ohne Berücksichtigung der Verschuldung ergeben, also bei vollständiger Eigenfinanzierung („unlevered Beta“). Dieser Wert müsse, weil das erhebliche

vorhandene Eigenkapital der Fa. Malhak als ausschüttbarer Sonderwert behandelt werde und deshalb eine fiktive Fremdfinanzierung anzunehmen sei, heraufgesetzt werden.

Das Gericht folgt der Antragsgegnerin darin, dass der bei der Barwertermittlung herangezogene Kapitalisierungszins möglichst genau auf die zukünftige Ertragserwartung des konkreten Unternehmens abstellen sollte und hält es daher im Grundsatz für zutreffend, dass die allgemeine Risikoprämie um einen unternehmensbezogenen Faktor korrigiert wird. Nicht überzeugend ist allerdings, bei der Bestimmung der konkreten Risiken lediglich auf die Volatilität der Aktien abzustellen. Die Behauptung, börsliche Kursschwankungen seien Ausdruck sich ändernder Risikoeinschätzungen, ist schon an sich bedenklich; maßgebend dürften vielmehr in erster Linie sich ändernde Renditeerwartungen sein, die aber mit der Frage, wie risikobehaftet die Aktienanlage auf Dauer ist, nicht unbedingt zu tun hat.

Das Gericht sieht sich nicht in der Lage, diese Frage für den konkreten Fall aufgrund eindeutig nachprüfbarer Tatsachen und Ableitungen zu entscheiden. Die weitere Aufklärung erscheint ebenfalls nicht möglich. Insbesondere ist keine Möglichkeit ersichtlich, durch Einholung weiterer Gutachten oder empirischer Untersuchungen Klarheit zu gewinnen, weil alle herangezogenen Methoden zu viele wertende Elemente enthalten. Deshalb muss das Gericht selbst eine wertende Betrachtung und eine Schätzung vornehmen (§ 287 ZPO).

Hierbei erscheint der auf das CAPM zurück gehende Ansatz, eine durchschnittliche Risikoerwartung mit 1 zu definieren, geringere Risiken mit geringeren Werten bis zu 0 (für eine gänzlich risikolose Anlage) und höhere Risiken mit höheren Werten abzubilden, ein gangbarer Weg.

Die Fa. Malhak ist ein bereits überaus lange am Markt tätiges, eingeführtes Unternehmen mit einem sehr spezialisierten Geschäftsfeld, auf dem es Weltgeltung hat. Ungefähr ein Viertel des Umsatzes wird mit Kundendiensten verdient (Gutachten S. 22, Bl. 49f. GA), was erkennen lässt, dass sehr enge, dauerhafte Kundenbeziehungen bestehen. (Dass diese durch den Verkauf der Produkte über die Muttergesellschaft vermittelt sind, ist ohne Belang, weil nach derzeitiger Planung hieran nichts geändert werden soll). Andererseits ist in dem Gutachten (S. 18f., Bl. 47f. GA) einleuchtend dargestellt, dass das Marktumfeld durch zahlreiche große Konkurrenten (Siemens pp) und durch andere deutsche Mittelständler in der Zukunft vermutlich Expansionen nur außerhalb Europas zulassen wird und ein gewisser Preisdruck herrscht, den zu beherrschen der Fa. Malhak angesichts der hohen Löhne am Produktionsstandort Hamburg eher schwer fällt.

Das Gericht hält es daher für überzeugend, für die Fa. Malhak von dem Durchschnittswert von 1,0 auszugehen. Die Folgen für die Bemessung des Unternehmenswertes sind in der beigefügten Tabelle 3 dargestellt.

ee. Der Wachstumsabschlag

Es ist bereits dargestellt worden, dass der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden unter Einschluss der Steigerung der Erlöse infolge der zu erwartenden Inflation errechnet wird. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden („ewige Rente“) wird mit dem Nominalwert gerechnet, so dass die Folgen der inflationären Geldentwertung noch zu berücksichtigen sind. Wenn und soweit zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen

ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 926f.) Es ist also ein Abschlag von dem Zinsfaktor vorzunehmen in dem Maß, wie es dem Unternehmen mutmaßlich gelingt, inflationsbedingte Kostensteigerungen wertgleich an seine Abnehmer weiter zu geben (OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595) und wie weit darüber hinaus eine stetige Geschäftsausweitung zu erwarten ist.

Die ... einen Wachstumsabschlag bis ca. 2016 von 1,7% und danach abschmelzend bis auf 1% angenommen, die ... favorisiert einen Abschlag von 1%.

Die Antragsteller prognostizieren, dass die Fa. Malhak in Zukunft in vollem Umfang in der Lage sein werde, inflationsbedingte Kostensteigerungen über höhere Preise wieder zu verdienen. Die Inflationsrate werde angesichts der mit der Wirtschaftskrise 2008 einhergehenden Staatsverschuldungen zukünftig wenigstens bei 2,5% jährlich liegen, weshalb ein Wachstumsabschlag jedenfalls von 3% angebracht sei (einige Antragsteller rechnen mit etwas niedrigeren Werten). Jedenfalls sei nicht erklärt, weshalb bei den von der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Wachstumswerten im Bereich des Planungszeitraums von ca. 5% der Wachstumsabschlag im Bereich der ewigen Rente nur 1,7% betragen solle.

Die Antragsgegnerin ist zunächst der Ansicht, dass das prognostizierte Wachstum des Unternehmens nichts mit dem Wachstumsabschlag zu tun habe. Sie verweist auf die Untersuchungen von Widmann/Schleszl/Jeromin (Finanzbetrieb 2003, 800ff.), wonach das durchschnittliche realisierte Gewinnwachstum in der Vergangenheit nur 45% der Inflationsrate betragen habe (Widmann/Schleszl/Jeromin, Finanzbetrieb 2003, 800). Dem sei die Rechtsprechung gefolgt (BayObLG, AG 2002, 392, 292 und AG 2002, 388, 389; OLG Stuttgart, AG 2008, 510, 515 und 2008, 783, 788). Der angenommene Wachstumsabschlag von 1,7% sei deshalb auf der Basis eines für die Zukunft angenommenen Inflationswertes der Euro-Zone von 2,3% mehr als angemessen. Ein höheres Wachstum der, das einen höheren Abschlag rechtfertige, sei nicht realistisch.

Die Kammer hat anhand der Mitteilungen der Beteiligten erneut die Überzeugung gewonnen, dass es eindeutige Lösungen dieser Frage nicht gibt und zuverlässigere Erkenntnisse über die zukünftig mögliche Kostenüberwälzungsquote der Fa. Malhak nicht geben wird. Es bedarf daher der bewertenden Schätzung nach § 287 ZPO.

Dabei berücksichtigt das Gericht, dass die Fa. Malhak in der Vergangenheit und in der geplanten Zukunft kostendeckende Verkaufspreise durchsetzen konnte und können soll. Deshalb wird die Fa. Malhak nach Auffassung der Kammer tendenziell in der Lage sein, inflationsbedingte Kostensteigerungen überwiegend vollständig auf ihre Abnehmer zu überwälzen. Wenn man, den Zielen der Europäischen Union folgend, aus Sicht des Jahres 2010 eine Inflationsrate nicht über 2,3% erwartet, ist gegen den angenommenen Wachstumsabschlag von 1,7% aus Sicht der Kammer nichts einzuwenden.

ff. Das Ergebnis der Bewertung nach den Erträgen

Die beigefügte Tabelle 3 zeigt, wie sich gegenüber der Berechnung der Antragsgegnerin (Tabelle 1) der Unternehmenswert ändern würde, wenn man alle oben diskutierten Abwei-

chungen in vollem Umfang zugunsten der Antragsteller ändern würde. Es ergäbe sich so ein Barwert der Fa. Malhak, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte per 31.12.2009 (Ende des vor dem Stichtag liegenden vollständigen Geschäftsjahres) von € 6.941.000,-. Dieser Wert ist vom 1.1.10 bis 29.4.10 mit dem für 2010 angenommenen Kapitalkostensatz aufzuzinsen, so dass sich insgesamt € 7.117.000,- ergeben.

e. Dem Ertragswert hinzu zu rechnende Positionen

Die vorstehende Berechnung befasste sich mit den zukünftigen Erträgen der Fa. Malhak. Der Gesamtwert eines Unternehmens muss aber auch diejenigen Vermögenspositionen berücksichtigen, die zur Erzielung des Ertrages nicht notwendig sind. Dazu gehören Barvermögen, die weder zur Finanzierung noch zu anderen Zwecken nötig sind, und Grundstücke, die nicht zur Produktion, Beschaffung oder ähnlichem gebraucht werden und veräußert werden könnten. Sie sind jeweils mit ihrem auf den Stichtag zu schätzenden Wert in Ansatz zu bringen (Großfeld, Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 90; Peemöller-Popp, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage 2005, S. 109).

aa. Die Antragsgegnerin hat (dem Rat der entsprechend, vgl. Gutachten S. 61f., Bl. 69f. GA) hierzu einen Betrag von € 4.000.000,- angenommen, und zwar die € 2.500.000,- aus der Veräußerung des Know-How an die Muttergesellschaft und einen Teil von € 1.500.000,- aus der Barliquidität. : hat diesen Ansatz für gerechtfertigt gehalten; per 31.12.09 seien (einschließlich € 400.000,- Forderungen gegen) € 6.800.000,- vorhanden gewesen, von denen nach den zutreffenden Planungen 2.400.000,- für bevorstehende Ausgaben und € 400.000,- für das laufende Geschäft benötigt würden (Gutachten S. 13., Bl. 87 GA).

Das Gericht hat hierzu und der
 In der mündlichen Verhandlung vom 20.6.11 im Detail befragt und diese habe die gewählten Ansätze mit überzeugenden Begründungen gerechtfertigt.

bb. Einige Antragsteller meinen, es seien dem Wert der Fa. Malhak noch Schadensersatzansprüche hinzuzurechnen, die sich daraus ergäben, dass auf Veranlassung der Muttergesellschaft in den Jahren 2008/2009 einzelne Produktionsbereiche und Ende 2009 das gesamte Know-How verkauft worden seien; bei letzterem müsse vermutet werden, dass hierbei ein Preis festgelegt worden sei, der einem Drittvergleich nicht standhalte.

Das Gericht hat in der mündlichen Verhandlung diesen Punkt besonders gründlich behandelt und nach den überzeugenden Darlegungen der Abfindungsprüfer die Überzeugung gewonnen, dass solche Schadensersatzansprüche nach § 311 AktG, die zum Vermögen der Gesellschaft zu zählen wären, entweder nicht bestehen oder jedenfalls keine anzuerkennende Verwirklichungschance haben. Der Verkauf der Unternehmensteile geschah an fremde Firmen und es gab keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass sie unter Wert erfolgten. Zum Verkauf des Know-How ist bereits das Nötige ausgeführt worden. Der Verkauf betraf im Übrigen nur das Know-How und die Lizenzen bis Ende 2009 und ließ das zukünftig durch neue Entwicklungen erzeugte Know-How der Fa. Malhak unberührt in deren Hand.

f. Ergebnis der Ertragswertberechnung

Hieraus ergibt sich ein Unternehmenswert von € 11.217.000.- Die Einzelheiten lassen sich aus der beigefügten Tabelle 3 entnehmen.

6. Die Berechnung der Höhe des Abfindungsanspruchs

Im Ergebnis erweist sich, dass sich gegenüber den Annahmen der Gutachterin der Antragsgegnerin und der sachverständigen Prüferin ein höherer Ertragswert per 29.4.10 ergibt (€ 93,48/Aktie). Indessen liegt dieser Abfindungsbetrag nicht über dem Betrag, auf den die Antragsteller durch den Beschluss der Hauptversammlung vom 29.4.10 bereits Anspruch haben (€ 97,25/Aktie).

7. Zusatzentschädigung

Die Antragsteller zu 11. und 12. machen außerdem geltend, der Abfindungsbetrag müsse schon allein deshalb höher bemessen werden, weil er nicht alle Nachteile ausgleiche, die mit dem Verlust der Aktien verbunden seien. So sei der Aktionär, der sich mit viel Mühe und Aufwand die Aktie ausgesucht und erworben habe, nunmehr gehalten, sich entweder mit einer völlig unattraktiven Festgeldanlage zu begnügen oder erneut Aufwand und Mühe zu investieren, um eine vergleichbare Aktienanlage auszusuchen, zu kaufen und zu überwachen. Außerdem sei unter dem Gesichtspunkt des Grenznutzens das letzte Stück einer knappen Ware stets mit einem Preisaufschlag zu versehen. Der vom BVerfG geforderte Wertersatz müsse sich auch auf diese Nachteile erstrecken.

Ob den zwangswise ausgeschiedenen Aktionären ein solcher, durchaus erwägenswerter Ersatzanspruch zusteht, kann offen bleiben. Jedenfalls ist er nicht in diesem Verfahren durchsetzbar. In diesem Verfahren geht es lediglich um die Überprüfung der Höhe der festgesetzten Abfindung, die sich lediglich danach richtet, welchen baren Gegenwert die Aktionäre bei einer freien De - Investitionsentscheidung für ihre Aktie erzielt hätten. Selbstverständlich kann es darüber hinaus weitere Schäden geben, etwa wenn der Zinsschaden höher ist als der im Gesetz genannte Betrag oder wenn sich ein Aktionär zur späteren Veräußerung der Aktien bereits verpflichtet hatte. Hierfür ist aber in § 327b II AktG ein Weg außerhalb dieses Feststellungsverfahrens im ordentlichen Gerichtsverfahren gewiesen. In der Sache eignet sich die Einbeziehung in die Abfindungshöhe schon deshalb nicht, weil die geltend gemachten Kosten völlig unabhängig von der Anzahl der gehaltenen Aktien anfallen und deshalb für jeden Aktionär gesondert festgesetzt werden müssten.

8. Ergebnis

Die Anträge der Antragsteller, die auf Festsetzung einer noch höheren Barabfindung gerichtet sind, sind daher nicht begründet. Sie sind daher zurückzuweisen.

D. Die Gründe für die Nebenentscheidungen

1. Die Entscheidung über die Gerichtskosten folgt aus §15 II 1 SpruchG; die gerichtlichen Kosten hat hiernach die Antragsgegnerin zu tragen, wenn es nicht billig ist, sie den Antragstellern aufzuerlegen. Im vorliegenden Fall sind zwar die Antragsteller im Ergebnis unterlegen. Es sind aber zahlreiche Erläuterungen der Unternehmensbewertung erst im Rahmen dieses Verfahrens nachgetragen worden. Diese Umstände rechtfertigen es jedenfalls nicht, die Antragsteller entgegen dem Normalfall des §15 II 1 SpruchG mit den gerichtlichen Kosten ganz oder teilweise zu belasten.

2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. In § 15 SpruchG fehlt eine Regelung zu den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin. Ob ergänzend § 81 FamFG heran zu ziehen ist, ist streitig (MÜKoAktG-Kubis, 3. Aufl. 2010, § 15 SpruchG, Rdn. 2). Die Frage kann dahin stehen. Eine Überbürdung der Kosten der Antragsgegnerin könnte auch nur dann erfolgen, wenn dies der Billigkeit entspräche. Das ist nach den obigen Ausführungen zu den Gerichtskosten nicht der Fall.

3. Die Kosten des gemeinsamen Vertreters fallen der Antragsgegnerin zur Last, § 6 II SpruchG. Über die Höhe wird das Gericht auf Antrag des gemeinsamen Vertreters gesondert befinden.

4. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht auf §15 IV SpruchG; hiernach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht.

Das ist hier nicht der Fall. Der Umstand, dass erst im Rahmen des Verfahrens die Angemessenheit der Abfindung bzw. der Vergleiche vollends offenbar geworden ist, rechtfertigt es nicht, die Antragsgegnerin auch bei letztendlich negativem Ausgang mit allen Kosten der Antragsteller zu belasten.

5. Der für die Bemessung der Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert bemisst sich nach § 15 I SpruchG auf den Betrag, der sich für die berechtigten Anteilshaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000,- und maximal € 7.500.000,-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Weil die Abfindung nicht erhöht wird, muss es bei dem Mindestwert von € 200.000,-, bleiben.

6. Der vorgenannte Geschäftswert ist nach § 6 II 3 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert, der für die Bemessung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters maßgebend ist.

7. Der für die Berechnung der außergerichtlichen Kosten (insbesondere die Rechtsanwaltskosten) erforderliche Gegenstandswert für jeden Antragsteller ergibt sich aus dem Bruchteil des für die Gerichtsgebühren geltenden Geschäftswertes, der sich aus dem Verhältnis der Anzahl der Anteile des Auftraggebers zu der Gesamtzahl der Anteile aller Antragsteller ergibt, mindestens aber € 5.000.-. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung der auf die einzelnen Antragsteller entfallenden Anteile ist der jeweilige Zeitpunkt der Antragstellung, wobei, wenn dem Gericht die Anzahl der Anteile eines Antragstellers nicht bekannt ist, vermutet wird, dass er lediglich einen Anteil hält (§ 31 RVG).

Danach ergibt sich für alle Antragsteller ein Geschäftswert von € 5.000.-

E. Rechtsmittelbelehrung

Dieser Beschluss wird gemäß § 39 FamFG mit folgender Rechtsbehelfsbelehrung versehen:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde zulässig. Sie kann nur durch eine von einem Rechtsanwalt unterzeichnete Beschwerdeschrift eingereicht werden (§ 12 SpruchG), und zwar bei dem Gericht, das die Entscheidung erlassen hat (§ 64 FamFG), also dem Landgericht Hamburg. Die Beschwerdefrist beträgt 1 Monat und beginnt am Tag der Zustellung des Beschlusses an die beteiligte Partei oder ihren Verfahrensbevollmächtigten (§ 63 FamFG).

Ein Beteiligter kann sich auch der Beschwerde eines anderen Beteiligten anschließen, selbst wenn er selbst nicht rechtzeitig Beschwerde eingelegt hat; diese Beschwerde verliert allerdings ihre Wirkung, wenn die andere Beschwerde als unzulässig verworfen oder zurück genommen wird (§ 63 FamFG).

| Landgericht Hamburg | Tabelle 1: Berechnung der Antragsgegnerin | | | | | | | |
|--|---|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 417 O 103/10 Spruchverfahren Maßhök | | | | | | | | |
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Umsatzerlöse | 20.050 | 20.268 | 13.350 | 12.410 | 13.155 | 14.207 | 15.800 | 16.069 |
| Bestandsveränderungen | -235 | 276 | -395 | -90 | | | | |
| Aktivierete Eigenleistungen | | 494 | 1.310 | 332 | 200 | 250 | 500 | 350 |
| Gesamtleistung | 19.815 | 21.038 | 14.265 | 12.652 | 13.355 | 14.457 | 16.300 | 16.419 |
| abz Materialaufwendungen | -7.625 | -8.121 | -4.949 | -4.530 | -4.781 | -5.060 | -5.542 | -5.636 |
| Rohertrag | 12.190 | 12.917 | 9.316 | 8.122 | 8.574 | 9.397 | 10.758 | 10.783 |
| ab Personalaufwendungen | -7.352 | -6.518 | -5.088 | -4.183 | -4.454 | -4.788 | -5.084 | -5.170 |
| abz Abschreibungen | -338 | -335 | -443 | -504 | -447 | -467 | -487 | -801 |
| abz sonst betriebl Aufwden | -4.207 | -4.508 | -4.660 | -3.653 | -3.719 | -3.822 | -4.234 | -3.843 |
| sonstige betriebl Erträge | 231 | 282 | 351 | 304 | 300 | 300 | 300 | 305 |
| Wechselkurse | | -1 | | | | | | |
| Betriebsergebnis | 524 | 1.837 | -524 | 86 | 254 | 620 | 1.253 | 1.274 |
| Erträge aus Beteiligungen | 13 | 15 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| EBIT | 537 | 1.852 | -507 | 103 | 271 | 637 | 1.270 | 1.291 |
| Ergebnisbereinigungen | -3.390 | 75 | 1.574 | | | | | |
| Zinserträge | 61 | 204 | 35 | 82 | 39 | 27 | 24 | 25 |
| Zinsaufwendungen | -296 | -317 | -321 | -295 | -290 | -285 | -280 | -304 |
| Ertragssteuern | | | | | | | | -288 |
| Sonstige Steuern | -3 | -8 | -18 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| Jahresüberschuss | -3.091 | 1.806 | 763 | -113 | 17 | 376 | 1.011 | 721 |
| Rundungskorrekturen | 1 | | | -1 | | -1 | 1 | -1 |
| Jahresüberschuss nach AG | -3.090 | 1.806 | 763 | -114 | 17 | 375 | 1.012 | 720 |
| geplante Thesaurierung | | | | 114 | -17 | -375 | -1.012 | -73 |
| ausschüttungsfähiges Ergebnis | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 647 |
| Wertbeitrag aus Thesaurierung | | | | | | | | 287 |
| Eff. Ertragssteuer auf Wertsteigerungen | | | | | | | | -38 |
| Wertbeitrag aus Ausschüttungen | | | | | | | | 360 |
| Ertragssteuer auf Ausschüttungen | | | | | | | | -95 |
| Nettoeinnahmen | | | | | | | | 514 |
| Basiszins | | | | 4,25% | 4,25% | 4,25% | 4,25% | 4,25% |
| Pauschale Abgeltungssteuer incl Solidaritätszuschlag | | | | -1,12% | -1,12% | -1,12% | -1,12% | -1,12% |
| Basiszins vor Steuern | | | | 3,13% | 3,13% | 3,13% | 3,13% | 3,13% |
| Marktrisikoprämie nach Steuern | | | | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% |
| Betafaktor unverschuldet | | | | 0,9000 | 0,9000 | 0,9000 | 0,9000 | 0,9000 |
| Verschuldungsgrad | | | | 0,5400 | 0,7700 | 0,7600 | 0,6900 | 0,6100 |
| Betafaktor verschuldet | | | | 1,2300 | 1,3700 | 1,3600 | 1,3200 | 1,2700 |
| Risikozuschlag | | | | 5,54% | 6,17% | 6,12% | 5,94% | 5,72% |
| Wachstumsabschlag | | | | | | | | -0,0170 |
| Rundungskorrektur | | | | -0,01% | -0,01% | 0,01% | | -0,01% |
| Kapitalisierungszinssatz | | | | 8,66% | 9,29% | 9,26% | 9,07% | 7,14% |
| | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Nettoeinnahmen | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 514 |
| Kapitalisierungszinssatz | | | | 8,66% | 9,29% | 9,26% | 9,07% | 7,14% |
| Barwertfaktor zum 1.1.10 | | | | 0,92034 | 0,83730 | 0,76668 | 0,70661 | 9,90341 |
| Barwert per 1.1.10 | | | | 0,00000 | 0,00000 | 0,00000 | 0,00000 | 5.090 |
| Aufzinsung 1.1.-29.4.10 | | | | | | | | 137 |
| Ertragswert per 29.4.10 | | | | | | | | 5.227 |
| Sonderwert | | | | | | | | 4.109 |
| Unternehmenswert per 29.4.10 | | | | | | | | 9.336 |
| verteilt auf Aktien | | | | | | 120.000 | | 77,80 |

| Landgericht Hamburg | | Tabelle 2: Berechnung der | | | | | |
|--|---------|---------------------------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| 417 O 103/10 Spruchverfahren Malhak | | | | | | | |
| | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Umsatzerlöse in (T€) | | 12.410 | 13.155 | 14.207 | 15.800 | 17.571 | 17.747 |
| Bestandsveränderungen | | -90 | | | | | |
| Aktivierete Eigenleistungen | | 332 | 200 | 250 | 500 | 350 | 354 |
| Gesamtleistung | | 12.652 | 13.355 | 14.457 | 16.300 | 17.921 | 18.101 |
| EBITDA | | 580 | 690 | 1075 | 1730 | 2227 | 2249 |
| EBITDA/Umsatz | | 4,58% | 5,17% | 7,44% | 10,61% | 12,43% | 12,42% |
| Abz Abschreibungen | | -532 | -491 | -522 | -487 | -820 | -828 |
| EBIT | | 48 | 199 | 553 | 1.243 | 1.407 | 1.421 |
| Finanzergebnis | | -269 | -261 | -243 | -223 | -188 | -273 |
| EBT | | -221 | -62 | 310 | 1.020 | 1.219 | 1.148 |
| Steuern | | 0 | 0 | 0 | 0 | -30 | -343 |
| Jahresüberschuss | | -221 | -62 | 310 | 1.020 | 1.189 | 805 |
| Thesaurierung | | 220 | 62 | -311 | -1.019 | | |
| Rundungsfehler | | -14 | -4 | -23 | -48 | | |
| Cashflow zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums | | | | | | -403 | -45 |
| typ. Steuern | | | | | | -235 | -153 |
| Aktionären zurechenbare Wertbeiträge | | -15 | -4 | -24 | -47 | 551 | 607 |
| Basiszins | | 4,25% | 4,25% | 4,25% | 4,25% | 4,25% | 4,25% |
| Pausch AbgeltSt+SollZ | 0,26375 | -1,12% | -1,12% | -1,12% | -1,12% | -1,12% | -1,12% |
| Basiszins vor Steuern | | 3,13% | 3,13% | 3,13% | 3,13% | 3,13% | 3,13% |
| Marktrisikoprämie nach Steuern | | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% | 4,50% |
| Betafaktor unverschuldet | | 0,8800 | 0,8800 | 0,8800 | 0,8800 | 0,8800 | 0,8800 |
| Verschuldungsgrad | | 0,5600 | 0,7100 | 0,7000 | 0,6600 | 0,6000 | 0,6100 |
| Betafaktor verschuldet | | 1,2100 | 1,3000 | 1,3000 | 1,2700 | 1,2400 | 1,2500 |
| Risikozuschlag | | 5,45% | 5,85% | 5,85% | 5,72% | 5,58% | 5,63% |
| Wachstumsabschlag | | | | | | | -1,00% |
| Rundungskorrektur | | 0,01% | 0,01% | -0,02% | | | -0,02% |
| Kapitalisierungszinssatz | | 8,58% | 8,99% | 8,96% | 8,84% | 8,71% | 7,73% |
| ... Jahreszahl | | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | |
| Aktionären zurechenbare Wertbeiträge | | -15 | -4 | -24 | -47 | 551 | 607 |
| Kapitalisierungszinssatz | | 8,58% | 8,99% | 8,96% | 8,84% | 8,71% | 7,73% |
| Barwertfaktor zum 1.1.10 | | 0,84814 | 0,77242 | 0,70949 | 0,65460 | 0,60591 | 0,51655 |
| | | 0 | 0 | 0 | 0 | 334 | 5.170 |
| Barwert per 1.1.10 | | | | | | | 5.503 |
| Aufzinsung 1.1.-29.4.10 | | | | | | | 159 |
| Ertragswert per 29.4.10 | | | | | 0 | | 5.662 |
| Sonderwert | | | | | | | 4.100 |
| Unternehmenswert per 29.4.10 (In T€) | | | | | | | 9.762 |
| verteilt auf Aktien (In €) | | | | Anzahl | 120.000 | pro Aktie | 81,35 |

