

3-08 O 54/01



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN

Beschluss

In dem Spruchverfahren

g e g e n

hat das Landgericht Frankfurt am Main - 8. Kammer für Handelssachen -

**durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die
Handelsrichter und**

am 05. 03. 2008 beschlossen:

Die vertraglich geschuldete Ausgleichszahlung gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG aufgrund des Unternehmensvertrags vom 09. November 2000 wird auf jährlich 6,94 EUR je Aktie und die angemessene Barabfindung gemäß § 305 Abs. 1 AktG auf 133,97 EUR nebst Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen

Basiszinssatz der Deutschen Bundesbank vom 15.02.2001 bis 31.12.2001 und 2 Prozentpunkte über dem Basiszinssatz der EZB seit 01.01.2002 festgesetzt.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütungen der Vertreter der außenstehenden Aktionäre sowie der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller haben die Antragsgegnerinnen zu tragen.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und die Antragsgegnerinnen wird auf 1.331.701,50 EUR und der für die Antragsteller auf 44,73 EUR je innegehaltener Aktie festgesetzt.

Die Vergütung für die Vertreter der außenstehenden Aktionäre,
und
wird für den 1. Rechtszug auf jeweils 19.500,-- EUR
einschließlich Mehrwertsteuer festgesetzt.

3-08 O 54/01

Gründe:

Die Antragsgegnerinnen gehören zum Konzern, der insbesondere im Bereich des Abbaus und Vermarktung von Mineralien für industrielle Zwecke tätig ist.

Die Antragsgegnerin zu 2) – bzw.

– hielt im November 87,6 % der Aktien (= 210.228) an der Antragsgegnerin zu 1) (Seite 3 der gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert), Otavi Minen AG, und schloss mit ihr am 09.11.2000 einen Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag, dem die Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) am 20.12.2000 zustimmte. Das Grundkapital der Antragsgegnerin zu 1) war in 240.000 Stückaktien aufgeteilt. Davon befanden sich 29.772 Stückaktien im Streubesitz.

Die Antragsgegnerin zu 1) war zum einen in dem Geschäftsbereich Perlit, ein in der Bauindustrie als Dämmstoff sowie u.a. im Gartenbau, in der Feuerfestindustrie und im Umweltsektor eingesetztes Material, tätig. Dieser Geschäftsbereich war in der Otavi Perlit GmbH, einer 100 %-igen Tochter der Antragsgegnerin zu 1), und in der Otavi Iberica S.L., einer 100 %-igen Tochter der Antragsgegnerin zu 1), die in Spanien Perlit verarbeitete und vermarktete, zusammengefasst. Bis Ende 1999 wurde das Perlit über Perlite Dämmstoffe GmbH & Co. KG gemeinsam mit der deutschen Perlite GmbH vermarktet. Seit 01.01.2000 vertrieb Otavi Perlit GmbH Perlit und Perlitprodukte in Deutschland über eine eigene Vertriebsorganisation, die Perlit Handels- und Produktions GmbH (im Folgenden: PHP), die zu diesem Zweck am 25.07.2000 von der Antragsgegnerin zu 1) von der – Gruppe erworben, am 30.11.2000 an die Otavi Perlit GmbH weiterveräußert und am 28.03.2001 auf diese verschmolzen wurde.

Der Geschäftsbereich Perlit umfasste die Aufbereitung, den Handel und den Vertrieb von Perliten. Perlit wurde vor allem über die griechische Tochtergesellschaft,

Otavi Minen Hellas S.A. – eine 100 %-ige Tochter der Otavi Perlit GmbH – beschafft, die zum 30.06.2001 für 9.234.000,-- EUR an die – Gruppe verkauft wurde, nachdem zuvor am 02.05.1999 ein Managementvertrag abgeschlossen wurde, der vorsah, dass den Betrieb der Perlit-Mine auf der griechischen Insel Milos sowie die Vermarktung des Rohperlits übernahm. In den Werken Dorfprozelten bei Miltenberg und Bülstingen bei Magdeburg wurde das Perlit weiter verarbeitet. Darüber hinaus erfolgte die Verarbeitung und Vermarktung von Perlit in Spanien über die Otavi Iberica S.L.. Der gesamte deutsche Geschäftsbereich Perlit wurde Ende Februar 2002 an die deutsche Perlite GmbH veräußert.

Der 2. Geschäftsbereich, mineralische Rohstoffe, wurde durch die Otavi Minerals GmbH, einer 100 %-igen Tochter der Antragsgegnerin zu 1), vorgenommen. In der Mineral-

mühle in Neuss wurden Rohstoffe zu mineralischen Produkten für zahlreiche Industrieanlagen aufbereitet.

Die übrigen beiden Tochtergesellschaften der Antragsgegnerin zu 1), in Südafrika und Simbabwe ansässige Firmen, übten keine Geschäftstätigkeit aus (Seite 4 der gutachterlichen Stellungnahme).

Die mit der Bewertung des Wertes der Antragsgegnerin zu 1) beauftragte
ermittelte zum 20.12.2000 einen Unternehmenswert von 21.417.000,-- EUR, was einer angemessenen Barabfindung von 89,24 EUR je Aktie und einer Ausgleichszahlung (Garantiedividende) von 4,84 je Aktie entspricht. Wegen der Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird auf die gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Otavi Minen AG vom 09.11.2000 verwiesen.

Mit Beschluss des Landgerichts Frankfurt vom 23.10.2000 wurde
zur sachverständigen Prüferin gemäß § 293 c AktG bestellt. Wegen deren Prüfungsergebnisses wird auf den Bericht der gemeinsamen Vertragsprüfer vom 09.11.2000 verwiesen.

Die Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 09.11.2000 erfolgte im Handelsregister der Antragsgegnerin zu 1) am 14.02.2001 und die Veröffentlichung dieser Eintragung im Bundesanzeiger am 21.03.2001.

Die Kammer hat durch Beschlüsse vom 07.09.2005 (Bl. 275 - 280 d.A.) und 21.03.2007 (Bl. 556 - 558 d.A.) Beweis durch Einholung zweier schriftlicher Gutachten erhoben.

Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf die Gutachten des Sachverständigen
vom 06.11.2005 (im Folgenden: Gutachten) und 22.05.2007 (im Folgenden: Ergänzungsgutachten) verwiesen.

Die zulässigen Anträge auf Erhöhung der jährlichen Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG und der angemessenen Barabfindung gemäß § 305 AktG sind begründet.

Denn aufgrund der Gutachten des Sachverständigen steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass die angemessene Barabfindung gemäß § 305 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. 3 AktG 133,97 EUR je Aktie und die jährliche Ausgleichszahlung gemäß § 304 Abs. 1 und 2 AktG 6,94 EUR je Aktie betragen. Ausgehend von der Unternehmensbewertung durch deren Angemessenheit nach § 293 b AktG durch

geprüft wurde, und der Überprüfung der Einwendungen der Antragsteller, des Vertreters der außenstehenden Aktionäre und der Antragsgegnerinnen durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen ist festzustellen (§ 287 Abs. 2 ZPO), dass sich der Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1) zum Stichtag, 20.12.2000, auf 32.152.000,-- EUR beläuft. Diesem Unternehmenswert entsprechen die im Tenor festgesetzte angemessene Barabfindung und die jährliche Ausgleichszahlung.

Die Kammer geht in ständiger Rechtsprechung davon aus, dass die Funktion eines Spruchverfahrens ist, die bereits erfolgte Unternehmensbewertung aufgrund schlüssiger Einwendungen auf ihre Richtigkeit hin unter Anwendung des § 287 Abs. 2 ZPO (BGH WM 2001, 856, 859; BayObLG ZIP 2000, 885 f. und OLG Stuttgart im Beschluss vom 26.10.2006 20 W 14/05) zu überprüfen.

Dies ergibt sich zum einen daraus, dass es sich bei dem Spruchverfahren um ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt (Keidel/Kuntze/Winkler 13. neu bearbeitete Auflage, § 12 FGG R. 195 f.; OLG Düsseldorf AG 2000, 421, 422). 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 § 293 b AktG geprüfte Unternehmensbewertung durch 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. Diese Methode wurde auch korrekt angewendet.

Bei der Überprüfung des durch ermittelten und durch überprüften Unternehmenswerts ist lediglich eine Plausibilitäts- und Rechtskontrolle vorzunehmen. 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 Ertragswertmethode lediglich ein Hilfsverfahren dar, das methodisch stets anfechtbare Schätzungen liefert, weil die Zukunft im Dunkeln bleibt und der Wert eines Unternehmens sich nicht auf „EUR und Cent“ berechnen lässt. Allerdings gibt die Ertragswertmethode einen geordneten Rahmen, innerhalb dessen die Schätzung des Unternehmenswertes stattfinden kann (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 268 f.).

Deshalb ist die Unternehmensbewertung nur daraufhin 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 in der gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert eigene Prognosen aufzustellen.

Deshalb ist es auch 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 einzig und allein die auf den Stichtag bezogenen Prognosen in der gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der Otavi Minen AG maßgebend, solange sie an zutreffenden Informationen orientierten, auf realistischen Annahmen aufbauen und nicht in sich widersprüchlich sind (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 f.).

Daraus ergibt sich, dass der „wahre Unternehmenswert“ wegen der Ungenauigkeit der Prognosemethode nur als Näherungswert in einer Bandbreite festgelegt werden kann. 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 (BayObLG DB 2006, 39, 40).

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, Schöpel, „Unternehmensbewertung in der Praxis“, Die Wirtschaftsprüfung 2006, 1005, 1006).

Ausgehend von diesen Grundsätzen ergibt sich, dass der für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung zugrunde zu legende Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1) zum Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) aufgrund der Unternehmensbewertung in der gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der Otavi Minen AG und der Feststellungen des Sachverständigen bei 32.152.000 EUR liegt.

Dabei geht die Kammer aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen in seinen Gutachten von einem Basiszinssatz von 5,7 % aus.

Ausgangspunkt für die Festlegung der Höhe des Basiszinses ist die aus der Sicht des Stichtags - hier: 20.12.2000 - auf Dauer zu erzielende Verzinsung einer quasi-risikolosen Alternativenanlage. Der Zinssatz ist also zukunftsbezogen (OLG Düsseldorf NZG 2000, 323, 325; Großfeld a.a.O., 114).

Dem gegenüber kommt es nicht auf die Höhe des Basiszinses am Stichtag selbst an (OLG Düsseldorf BB 2000, 82; Großfeld a.a.O., 119), 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 künftiger Zinserwartungen an.

Um den Durchschnitt der zukünftigen Zinserwartungen vertretbar festzulegen, orientiert man sich an inländischen, öffentlichen Anleihen 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 wird zunehmend vorgeschlagen, sich nicht mehr an inländischen öffentlichen Anleihen mit Restlaufzeiten von 9 bis 10 Jahren zu orientieren, sondern an solchen mit Laufzeiten von 30 Jahren, weil insbesondere die am Markt zu beobachtende Zinsstruktur die beste Prognose für die nächsten 30 Jahre sei (Jonas, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 1995, 83, 87 f.) und die Prognose erst einen Zeitraum betrifft, der in spätestens 30 Jahren beginnt.

Soweit die Antragsgegnerinnen unter Hinweis auf Widmann, Schieszl, Jeromin (Anlage B 7 in Bl. 606 ff.) einwenden, dass zur Ermittlung des Basiszinssatzes

zehnjährige Anleihen vorzuziehen seien (Schriftsatz vom 19.07.2007 in Bl. 687 d.A.), und darauf hinweisen, dass es zum Bewertungsstichtag dem methodischen Stand der Unternehmensbewertung entsprochen habe, den Basiszins auf der Grundlage von zehnjährigen Anleihen zu ermitteln, sind diese Einwendungen nicht geeignet, die Heranziehung von Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren, also längere als nur neun- bis zehnjährige Anleihen, für unvertretbar – nur dies kann Maßstab für die Überprüfung der Unternehmensbewertung und der Überprüfung des Gutachtens sein – zu halten. Denn es kommt nicht darauf an, welcher Erkenntnisstand zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags geherrscht hat. Vielmehr ist auf den Kenntnisstand in der Betriebswirtschaftslehre bzw. Unternehmensbewertung zum Zeitpunkt der Entscheidung abzustellen, wenn dieser gegenüber der in der Vergangenheit angewendeten Erkenntnis einen Erkenntnisgewinn bringt, was die Kammer noch im Folgenden im Einzelnen begründen wird.

Die Orientierung an bis zu 30 jährigen Anleihen bringt einen solchen Kenntnisgewinn, weil die am Markt zu beobachtende Zinsstruktur zum Bewertungsstichtag die Prognose für die nächsten 30 Jahre am besten abbildet. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass in der Bewertungspraxis die wissenschaftliche Diskussion nicht fortzusetzen ist, sondern transparente und vereinfachende Lösungsansätze zu verwenden sind. Deshalb greift die Kammer auf die mittlerweile gängige Praxis in der Unternehmensbewertung zurück, den Basiszins ausgehend von Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren zu bestimmen.

Soweit es um die Anschlussverzinsung nach 30 Jahren geht, kann der insoweit zu schätzende Zinssatz auch aus der Zinsentwicklung der letzten 15 bis 20 Jahre vor dem Bewertungsstichtag abgeleitet werden. Auch wenn es um zukünftige Zinsen geht, ist für die Vorhersehbarkeit des Wiederanlagezinses am Stichtag die Vergangenheit ein geeigneter Maßstab, wenn man zusätzlich erwägt, ob sich am Stichtag ein Trend zu höheren oder niedrigeren Zinsen zeigt (Großfeld, 119). Darüber hinaus kann aber auch zur Orientierung für die erforderliche Wiederanlage auf die aktuelle Zinsstrukturkurve zurückgegriffen werden (IDW S 1 vom 18.10.2005 Nr. 7.2.4.1 Tz. 127).

Daraus ergibt sich folgende Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes:
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 sich in Schritt 1 und Schritt 2 ermittelten Eckdaten.

Dem entspricht zwar im Ergebnis die Ableitung des Basiszinssatzes auf Seite 16 der gutachterlichen Stellungnahme. Trotzdem hält die Kammer den zugrunde gelegten Basiszins von 6,0 % für nicht vertretbar, weil von einem Wiederanlagezins von bis zu 7,5 % ausgegangen wurde.

Vielmehr schließt sich die Kammer der nachvollziehbaren und schlüssigen Vorgehensweise des Sachverständigen bei der Ableitung des Basiszinssatzes an. Diese wird im Einzelnen auf den Seiten 28 und 29 des Gutachtens dargestellt.

Danach ist von einer Umlaufrendite öffentlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren in Höhe von 5,6 % zum Bewertungsstichtag auszugehen und daraus zusammen mit dem Wiederanlagezins von 6,0 % ein Basiszinssatz von 5,7 % mathematisch zu errechnen.

Soweit der Sachverständige wegen der Bestimmung des Wiederanlagezinses auf die Zinsstrukturkurve zum Bewertungsstichtag zurückgegriffen hat (Seite 5 des Ergänzungsgutachtens) ist dies weder willkürlich noch nicht sachgerecht und stellt auch keine Vermischung der beiden Methoden dar. Vielmehr orientiert sich der Sachverständige sachgerecht und vertretbar an Tz. 127 IDW S 1 n.F.. Außerdem berücksichtigt der Sachverständige auch (Seite 4 und 5 seines Ergänzungsgutachtens), dass sich zum Bewertungsstichtag ein Trend zu niedrigeren Zinsen im Vergleich zur Vergangenheit abzeichnete. Soweit die Antragsgegnerinnen einwenden, dass sich aus der Grafik auf Seite 4 des Ergänzungsgutachtens eher ein gegenteiliger Trend ableite, ist dies nicht nachvollziehbar.

Deshalb hält die Kammer auch den von den Antragsgegnerinnen zugrunde gelegten Wiederanlagezins von bis zu 7,5 % Zinsen als viel zu hoch und nicht vertretbar.

Ebenso ist der Einwand der Antragsgegnerinnen, dass der Sachverständige nicht offen gelegt habe, dass das Handelsvolumen der 30-jährigen Anlagen nicht ausgereicht habe, um deren Zinssätze als Ausgangspunkt für die Bestimmung des Basiszinses zugrunde zu legen, unbegründet.

Denn der Sachverständige hat aufgezeigt (Seite 2 des Ergänzungsgutachtens), dass er zum Bewertungsstichtag fünf Anleihen mit einer Restlaufzeit von 27 bis 30 Jahren, d.h., also Restlaufzeiten von weit über 10 Jahren, fast 30 Jahren, verwendet hat, um den zukünftigen Basiszins zu bestimmen. Dies reicht nach Ansicht der Kammer aus, um davon ausgehen zu können, dass diese fünf Anleihen eine ausreichende empirische Grundlage repräsentieren, zumal die Antragsgegnerinnen selbst in ihrer Bewertung auch auf solche Anleihen zurückgegriffen haben (Seite 16 der gutachterlichen Stellungnahme), um den Basiszins zu bestimmen. Insoweit gingen auch sie – wie der Sachverständige – von einem durchschnittlichen Zinssatz (Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren) von 5,6 % aus.

Schließlich ist es auch unter Berücksichtigung des erst in 2005 beschlossenen Standards IDW S 1 nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige nicht allein auf die am Markt beobachtete Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode) zum Stichtag zurückgegriffen hat. Denn der Standard IDW S 1 n.F. empfiehlt gerade nicht zwingend die Anwendung der Zinsstrukturkurve. Vielmehr steht diese gleichwertig neben der zuvor aufgezeigten Berechnung des Basiszinses zum Stichtag (Tz. 127 IDW S 1 n. F.). Deshalb ist es vertretbar, nur zur Bestimmung des Wiederanlagezinses auf die aktuelle Zinsstrukturkurve zum Stichtag abzustellen (so auch OLG München ZIP 2007, 375).

Des Weiteren ist im Rahmen der Feststellung des Kapitalisierungszinses ein Risikozuschlag nach Steuern in Höhe von 2,10 % 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.

Die Höhe des Risikozuschlags ist das Produkt aus den Faktoren Marktrisikoprämie und Beta-Faktor (Großfeld DB 2004, 2799, 2801).

Zur Ermittlung der Marktrisikoprämie wird auf die Markttrendite, 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 Markttrendite den Basiszins abzieht, erhält man den Betrag, den der Markt über den Basiszinssatz hinaus verlangt, wenn eine Anlage anstelle einer quasi-risikolosen Anleihe in einem Unternehmen erfolgt (Marktrisikoprämie):

$$\begin{array}{r} \text{Markttrendite} \\ - \text{quasi-risikoloser Basiszins} \\ = \text{Marktrisikoprämie} \end{array}$$

Mit Hilfe des Beta-Faktors wird dann aus der Marktrisikoprämie das konkrete Risiko einer Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen ermittelt, in dem der Beta-Faktor mit der Marktrisikoprämie multipliziert wird.

Dabei drückt der Beta-Faktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zur Markttrenditeschwankung aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Beta-Faktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1 und wenn das Risiko größer ist, so liegt über 1 (Großfeld a.a.O., 136). 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 (Beta-Faktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Markt-

volatilität in dem Index, so liegt der Beta-Faktor über 1 (Großfeld DB 2004, 2799, 2802). Bei nicht börsennotierten Unternehmen und solchen, die in keinem Index gelistet sind, erfolgt die Abbildung des Beta-Faktors über börsennotierte Vergleichsunternehmen, die hinsichtlich Chancen und Risiken zum Bewertungsobjekt vergleichbar sind, sog. Peer Group.

Diese Vorgehensweise ist jedenfalls methodisch transparenter als das Vorgehen des Oberlandesgerichts München (ZIP 2007, 375), regelmäßig einen Risikozuschlag von 2 % für sachgerecht zu erachten (BayObLG AG 2006, 41, 44), sodass die Kammer sie auch der weiteren Betrachtung zugrunde legt.

Den vorstehenden Grundsätzen entspricht die Ermittlung des Risikozuschlags durch den Sachverständigen, insbesondere die Feststellung einer Marktrisikoprämie von 6,0 % nach persönlicher Ertragsteuer für die Zukunft.

Insoweit ist nämlich nicht der zum Bewertungsstichtag geltende Standard IDW S 1, sondern der erst am 18.10.2005 beschlossene Standard IDW S 1 n.F. rückwirkend anzuwenden, weil in diesem Standard im Vergleich zum Standard IDW S 1 a. F. 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 (OLG Stuttgart AG 2007, 128, 132 und BayObLG DB 2006, 39, 40). Der Standard IDW S 1 n. F. bringt im Vergleich zum Standard IDW S 1 a. F. einen solchen Erkenntnisgewinn, soweit die Änderungen im Standard IDW S 1 Ausfluss des körperschaftsteuerlichen Halbeinkünfteverfahrens sind. Da die Besteuerung der Gewinnausschüttung seit 2001 nach dem Halbeinkünfteverfahren erfolgt, sind die Änderungen im Standard IDW S 1, die auf das körperschaftsteuerliche Halbeinkünfteverfahren zurückgehen, auch rückwirkend auf Unternehmensbewertungen, deren Stichtag nach dem 01.01.2001 liegt, anzuwenden. Zwar liegt der Bewertungsstichtag vorliegend vor dem 01.01.2001 (20.12.2000). Aber trotzdem ist der Standard IDW S 1 n. F. zugrunde zu legen, weil zu diesem Zeitpunkt das neue Steuerrecht schon beschlossen war - also in der Wurzel

angelegt ist – und die Antragsgegnerinnen selbst in ihrer Unternehmensbewertung (Seite 14 der gutachterlichen Stellungnahme) das neue Steuerrecht - Halbeeinkünfteverfahren – angewendet haben.

Der Anwendung des neuen Standards steht auch nicht die Entscheidung des BayObLG vom 28.10.2005 in DB 2006, 39 entgegen.

Denn die Überprüfung einer Bewertung eines Unternehmens im Spruchverfahren hat entgegen der Ansicht des BayObLG nicht nach dem zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags geltenden Bewertungsgrundsätzen zu erfolgen, sondern nach neuesten Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, selbst wenn diese zum Zeitpunkt des Stichtags 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). 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 neuere Rechtsprechung einer Partei nicht zumutbar ist, findet die neuere Rechtsprechung auf einen schon abgeschlossenen Sachverhalt keine Anwendung. Entsprechendes gilt für die Rückwirkung von Bewertungsgrundsätzen im Spruchverfahren. Eine Rückwirkung ist erst dann ausgeschlossen, wenn die Beteiligten mit der rückwirkenden Anwendung von Bewertungsgrundsätzen nicht rechnen mussten. Soweit es um die steuerlichen Auswirkungen des Halbeeinkünfteverfahrens geht, war für alle Beteiligten vorhersehbar, dass die Besteuerung der Dividenden nach dem Halbeeinkünfteverfahren auch Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung haben wird.

Denn bereits aus dem Stichtagsprinzip folgt, dass das jeweils zum Stichtag geltende bzw. bereits beschlossene Steuerrecht anzuwenden ist. Außerdem war schon zum Zeitpunkt

der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens unklar, ob der zuvor angewendete typisierte Steuersatz von 35 % noch zutrifft (Großfeld a.a.O. 103).

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 BGH keine Bedenken gegen eine rückwirkende Anwendung von Bewertungsgrundsätzen hat. Denn in der vorstehenden Entscheidung beruft sich der BGH 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 bringt auch einen Erkenntnisgewinn gegenüber dem alten Standard IDW S 1, soweit IDW S 1 eine Reaktion auf die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens ist. Dies ergibt sich aus Folgendem:

Nach dem Standard IDW S 1 a.F. wurde ein typisierter persönlicher Steuersatz von 35 % sowohl bei den zu kapitalisierenden Erträgen als auch noch 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 17,5 % beträgt. Dieser Prozentsatz wurde auch bei der Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses in der gutachterlichen Stellungnahme abgezogen (Seite 14). Dem gegenüber wurde bei der Marktrisikoprämie ein typisierter Einkommenssteuersatz von 35 % in Abzug gebracht (Seite 17). Diese unterschiedliche Behandlung ist durch den Standard IDW S 1 n. F. mit dem sog. Tax-CAPM abgeschafft, weil der Tax-CAPM besser als der Standard-CAPM geeignet ist, die Besteuerung für die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes konsistent abzubilden. Dem gegenüber ist der Standard-CAPM grundsätzlich nicht vereinbar mit dem Halbeinkünfteverfahren (Wagner/Jonas/Ballwieser/Schöpel a.a.O., 1006).

Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie wird theoretisch von einer Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt werden kann, ausgegangen und von dieser Marktrendite der sog. quasi-risikolose Basiszins abgezogen. Die Differenz aus beiden stellt die Marktrisikoprämie dar. Es geht also bei der Marktrisikoprämie im Ausgangspunkt – Marktrendite – um die Rendite eines Aktienportfolios. Dieses wird jedoch nicht mit einem pauschalierten Einkommensteuersatz von 35 % besteuert, sondern Dividenden nur mit der Hälfte (17,5 %) und Kursgewinne außerhalb der Spekulationsfrist bleiben sogar steuerfrei. Deshalb soll nach dem Standard IDW S 1 n.F. die Steuerbelastung des Aktienportfolios als Alternativanlage nicht mehr in Form eines typisierten Abschlags in Höhe von 35 % erfolgen, sondern unmittelbar durch Anwendung eines an das deutsche Halbeinkünfteverfahren angepasste und weiter entwickelte Nachsteuer – CAPM geschehen. Die Anwendung dieses sog. Tax-CAPM, das von der Betriebswirtschaftslehre als Reaktion auf die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens entwickelt wurde und das durch den Standard IDW S 1 n.F. empfohlen wird, ist gegenüber dem Standard – CAPM aufgrund der vorstehenden Ausführungen sachgerechter, weil der 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 bei 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 n.F. empfohlenen Tax-CAPM nach (Seite 39 – 43 des Gutachtens).

Die konkrete Ableitung der Marktrisikoprämie auf der Seite 32 des Gutachtens ist für die Kammer nachvollziehbar und schlüssig. Die Kammer folgt insbesondere der Auffassung, dass die in der gutachterlichen Stellungnahme angenommene Marktrisikoprämie vor Steuern von 5,0 % - auch wenn sie um 0,64 Prozentpunkte über der in der Vergangenheit durchschnittlich feststellbaren Risikoprämie von 4,36 % liegt – vertretbar und sachgerecht ist. Dieser Marktrisikoprämie von 5,0 % vor Steuern entspricht einer solchen von 6,0 % nach Steuern, weil die Marktrisikoprämie nach Steuern im Durchschnitt in etwa um 1,0 Prozentpunkte über der Marktrisikoprämie vor Steuern liegt.

Der Kammer ist dabei bewusst, dass es keine methodisch exakt ableitbare Marktrisikoprämie nach Steuern gibt, sondern eine vertretbare Marktrisikoprämie sich innerhalb einer bestimmten Bandbreite bewegt, die der Sachverständige aufgezeigt hat. Darüber hinaus besteht auch die vom Sachverständigen vertretbar gelöste Schwierigkeit, aus einer aus der Vergangenheit abgeleiteten Marktrisikoprämie die zukünftige zu ermitteln. Letztlich besteht insoweit ein erheblicher Prognosespielraum, den der Sachverständige angemessen ausgefüllt hat.

Zur Ermittlung des Risikozuschlags ist sodann die Marktrisikoprämie nach Steuern mit dem Beta-Faktor, der nach der gutachterlichen Stellungnahme 0,35 beträgt (Seite 16), zu multiplizieren.

Der Beta-Faktor von 0,35 ist aus dem Börsenkurs der Antragsgegnerin zu 1) ermittelt (Seite 11 des Prüfberichts) und entspricht dem „adjusted Beta“, einem Schätzwert für den künftigen Beta-Wert (Seite 33 des Gutachtens). Soweit der Antragsteller zu 3) einen Beta-Faktor von 0,05 für angemessen hält und sich insoweit auf den „raw Beta“ beruft, ist dies unvertretbar. Denn der „raw Beta“ repräsentiert die Beta-Werte der Vergangen-

heit. Vorliegend geht es jedoch um die Zukunft und nicht um den historischen Beta. Der zukünftige Beta-Faktor wird jedoch vom „adjusted Beta“ besser dargestellt, sodass auf diesen zur Bestimmung des Beta-Faktors zurückzugreifen ist.

Der Wachstumsabschlag beträgt nach den Feststellungen des Sachverständigen 2%.

Der Wachstumsabschlag berücksichtigt den Umstand, dass bei der ewigen Rente Ertragsüberschüsse eingesetzt werden, ohne weitere Steigerungsraten in der Zukunft 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., 144).

Einen Anhaltspunkt für die Höhe des Wachstumsabschlags liefern die Inflationsraten in der Vergangenheit, weil sich das nominale Wachstum (Wachstumsabschlag) aus der Summe der Inflationsrate und des realen Wachstums zusammensetzt, also auch von der Inflationsrate abhängig ist (Seite 36 des Gutachtens). Allerdings führen nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Entwicklung neuer Produkte, Eintritt von Wettbewerbern, Kosteneinsparungen) zu Änderungen der nominalen Überschüsse. Ob darüber hinaus zu berücksichtigen ist – so die Antragsgegnerinnen –, dass es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit im Durchschnitt nicht gelungen sei, inflationsbedingte Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzpreise umzulegen, sodass die nominalen Steigerungen der Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich unter der Inflationsrate liegen würden, was der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten (Seite 6 und 7) mit erheblichen Argumenten in Frage stellte, kann offen bleiben, weil es vorliegend um die Bestimmung des Wachstumsabschlags bezogen auf die zukünftige konkrete wirtschaftliche Entwicklung der Antragsgegnerin zu 1) aus der Sicht am 20.12.2000 geht.

Ausgehend von diesen Grundsätzen schließt sich die Kammer den Feststellungen des Sachverständigen auf den Seiten 36 und 37 seines Gutachtens an. Denn der von den Antragsgegnerinnen angenommene Wachstumsabschlag von 0,5 % bedeutet bei Annahme einer künftigen, durchschnittlich jährlichen Inflationsrate von 2 % real eine Schrumpfung der Erträge um jährlich 1,5 % (minus 1,5 % = 0,5 % - 2 %). Diese reale Schrumpfung ist nach Ansicht der Kammer nicht angemessen, sondern unvertretbar. Im Hinblick auf die in der gutachterlichen Stellungnahme prognostizierte Erhöhung der Gewinne in 2002 bis 2005 um 57,9 % und der Gesamtleistung in 2001 bis 2005 um durchschnittlich 6 % ist ein abrupter Rückgang des Wachstums ab 2006 auf nominal 0,5 % nicht nachvollziehbar. Vielmehr schätzt die Kammer in Anlehnung an das Gutachten das jährliche nominale Wachstum auf mindestens 2 % (§ 287 ZPO).

Soweit der Sachverständige einen Wachstumsabschlag von 2 % angenommen hat, bedeutet dies nicht eine undifferenzierte Gleichsetzung - so die Antragsgegnerinnen - von Inflationsrate und möglichen Preissteigerungen im Produktionssektor. Dies stellt der Sachverständige ausdrücklich auf Seite 8 seines Ergänzungsgutachtens klar.

Außerdem sind die Ausführungen des Sachverständigen nur dahingehend zu verstehen, dass bei Annahme einer künftigen Inflationsrate von 2 %, die der Sachverständige auf Seite 36 seines Gutachtens schlüssig begründete, im Hinblick auf die von den Antragsgegnerinnen selbst prognostizierte Erhöhung der Gesamtleistung in 2001 bis 2005 und der Gewinne in 2002 bis 2005 ein nominales Wachstum ab 2006 von mindestens 2 % angenommen werden müsse. Damit brachte der Sachverständige nur zum Ausdruck, dass das nominale Wachstum auch in Abhängigkeit von der zukünftigen Inflationsrate zu bestimmen ist. Demgegenüber besagt dies nicht, dass die künftige Inflationsrate die Höhe des Wachstumsabschlags allein bestimmt.

Soweit die Antragsgegnerinnen einwenden, dass das Ergebniswachstum im Planungszeitraum bis 2005 nichts darüber aussage, wie das mögliche zukünftige Wachstum aussehe, weshalb auch nicht auf einen Wachstumsabschlag geschlossen werden könne, ist dies zwar insoweit zutreffend, dass der Wachstumsabschlag keine Wachstumsrate darstellt (so Seite 8 des Ergänzungsgutachtens). Darum geht es jedoch

in den Feststellungen des Sachverständigen auf Seite 37 seines Gutachtens nicht. Vielmehr stellt der Sachverständige nur dar, dass die Annahme eines Wachstumsabschlags von 0,5 %, der bei Annahme einer Inflationsrate von 2 % eine reale Schrumpfung bedeuten würde, im Hinblick auf den durchschnittlich prognostizierten Gewinn in der ersten Planungsphase von 57,9 % nicht nachvollziehbar sei. Daraus schließt er sodann in einem zweiten Schritt, dass ein Wachstum von 2 % anzunehmen sei. Dem schließt sich die Kammer an und schätzt deshalb den Wachstumsabschlag auf 2 %. Denn die Annahme einer realen Schrumpfung hält die Kammer für ausgeschlossen.

Die vorstehenden Ausführungen führen (Seite 43 des Gutachtens) zu einem Kapitalisierungszinssatz von 5,8 % für die Phase I (bis 2010) und einem solchen nach Wachstumsabschlag von 3,8 % für die Phase II ab 2011.

Soweit es um die Ermittlung der Prognoseergebnisse ab 2000 geht, schließt sich die Kammer den Feststellungen des Sachverständigen in der Anlage 3 seines Gutachtens (berichtigte Unternehmensbewertung) bzw. auf Seite 45 seines Gutachtens an. Insbesondere ist es vertretbar für die Prognose der künftigen Überschüsse ab 2000 lediglich die beiden letzten Jahre 1998 und 1999 zugrunde zu legen.

Zwar sind grundsätzlich mindestens die letzten drei Jahre in die Vergangenheitsanalyse einzubeziehen. Dies hängt aber letztlich vom Einzelfall ab (Großfeld a.a.O., 78).

Nach den Feststellungen des Sachverständigen, denen sich die Kammer anschließt, sind die in den davor liegenden Jahren – 1997 und 1996 – erzielten Überschüsse – vom Stichtag aus betrachtet – nicht repräsentativ für die künftige Entwicklung der Überschüsse. Dies leitet der Sachverständige nachvollziehbar aus einer Gegenüberstellung der tatsächlich erzielten Ergebnisse mit den prognostizierten ab, indem er feststellt, dass die tatsächlich erzielten Ergebnisse in den Jahren 2000 bis 2002 erheblich unter den prognostizierten gelegen hätten (Seite 13 und 14 des Gutachtens).

Eine Ausweitung der Vergangenheitsanalyse auf die Jahre vor 1998 würde zu einer noch stärkeren Abweichung führen, so dass die Beschränkung der Vergangenheitsanalyse ausnahmsweise auf zwei Jahre vertretbar erscheint.

Zwar darf die zukünftige Entwicklung, insbesondere die tatsächlich erzielten Ergebnisse, nur insoweit berücksichtigt werden, als sie am Stichtag in der Wurzel angelegt sind, in den Verhältnissen am Stichtag bestehen und mit einiger Wahrscheinlichkeit absehbar sind. Diese sog. Wurzeltheorie führt das Stichtagsprinzip und das Prinzip der Zukunftsbezogenheit zusammen (Großfeld a.a.O., 59).

Aber sofern sich die Geschäftspolitik – wie hier – nach dem Stichtag nicht wesentlich geändert hat, sind spätere tatsächliche Ergebnisse zumindest ein Indiz für das, was als Potential in der Wurzel vorhanden war (Großfeld a.a.O., 69). Insbesondere sind spätere tatsächliche Ergebnisse geeignet, um – wie vom Sachverständigen vorgenommen – Plausibilitätsberechnungen anzustellen. Denn das tatsächlich Geschehene erlaubt und gebietet eine Plausibilitätskontrolle und ist insoweit heranzuziehen (Großfeld a.a.O., 62 und OLG Stuttgart AG 2007, 596, 598). Deshalb ist das methodische Vorgehen des Sachverständigen nicht zu beanstanden.

Außerdem sind die vom Antragsteller zu 1) vorgebrachten Einwendungen für eine Einbeziehung der Jahre 1997 und 1996 in die Vergangenheitsanalyse nicht schlüssig, nämlich dass der am 02.05.1999 geschlossene Managementvertrag und der Ausstieg aus dem Vertriebskartell zum 31.12.1999 (gemeint ist der alleinige Vertrieb des Perlits in Deutschland seit 01.01.2000 durch die Otavi Perlit GmbH) zu den Ergebnisrückgängen in den Jahren 1998 und 1999 im Vergleich zu den Jahren 1996 und 1997 geführt hätten. Denn die Kündigung des Vertriebskartells wirkte sich erst ab 01.01.2000 aus, sodass ein negativer Einfluss – wenn überhaupt – nur hinsichtlich der Prognoseergebnisse ab 2000 ursächlich sein kann. Dem gegenüber wirkte sich die Kündigung gerade nicht auf die vor dem Jahr 2000 liegende Vergangenheit aus, weshalb der Rückgang der Ergebnisse in 1998 und 1999 andere Gründe haben muss.

Dies gilt im Ergebnis auch für den Managementvertrag, weil sich dieser erst auf die

2. Hälfte des Jahres 1999 auswirken konnte, nicht jedoch vor dieser Zeit, insbesondere nicht im Jahre 1998.

Eine Gesamtwürdigung der vorstehenden Argumente ergibt, dass es jedenfalls vertretbar ist (§ 287 Abs. 2 ZPO), die Vergangenheitsanalyse – wie auch schon in der gutachterlichen Stellungnahme geschehen – ausnahmsweise auf zwei Jahre zu beschränken.

Soweit es um die in den Jahren 2000, 2001 und 2003 angenommenen außergewöhnlichen Aufwendungen für den Erwerb der PHP, deren Verkauf an Otavi Perlit GmbH und deren Stilllegung geht, schließt sich die Kammer den Feststellungen des Sachverständigen an, dass diese nicht nachvollziehbar und damit nicht vertretbar sind und deshalb keine Berücksichtigung in der Prognoseberechnung finden können (§ 287 Abs. 2 ZPO). Insbesondere der Erwerb eines offensichtlich in Höhe von 851.000,-- DM überschuldeten Unternehmens (PHP) für 250.000,-- DM ist nicht rational nachvollziehbar (Bl. 639 d.A.). Deshalb sind alle in diesem Zusammenhang geplanten außerordentlichen Aufwendungen in der Prognoserechnung nicht zu berücksichtigen (Seite 18 und 19 des Gutachtens), was der Sachverständige in seiner Prognoserechnung (Anlage 3 des Gutachtens) auch getan hat.

Insoweit ist es zwar zutreffend, dass bereits zum Bewertungsstichtag erkennbare Verluste (Wurzeltheorie) aufgrund von Investitionen in die Unternehmensbewertung einzu- beziehen sind (Seite 1 und 2 des Schriftsatzes der Antragsgegnerinnen vom 31.01.2007 in Bl. 506/507 d.A.). Aber vorliegend ist zu berücksichtigen, dass diese Verluste auf einer unternehmerischen Entscheidung beruhen, nämlich Perlit ab 01.01.2000 selbst zu vermarkten und zu diesem Zweck das Unternehmen PHP zu kaufen. Soweit es um diese Entscheidung geht, die Vermarktung selbst vorzunehmen, mag diese Entscheidung noch vom unternehmerischen Ermessensspielraum gedeckt gewesen sein. Dies gilt jedoch nicht mehr für den Kauf der PHP zum 25.07.2000, weil das Unternehmen schon damals überschuldet war, und es deshalb nicht nachvollziehbar ist, dass binnen fünf Monate zwischen Kauf und Bewertungsstichtag die positive Erwartung (Vorteile aus der Übernahme des Unternehmens zu ziehen), die mit dem Kauf verbunden war, durch eine

negative Branchenentwicklung in das Gegenteil umgeschlagen sei, die aus Sicht des Bewertungsstichtags eine Liquidierung der PHP erforderlich gemacht hätte.

Soweit die Antragsgegnerinnen in ihrer Prognoseplanung in den Jahren 2006 bis 2011 nur ein durchschnittliches Wachstum der zu kapitalisierenden Ergebnisse auf etwas mehr als 0,6 % angenommen haben, ist ein solches Wachstum nach den schlüssigen Feststellungen des Sachverständigen unvertretbar gering. Vielmehr ist im Hinblick auf die vorstehenden Feststellungen zum Wachstumsabschlag ein durchschnittliches Wachstum von 2 % vor Zinsen und Steuern (Seite 10 des Ergänzungsgutachtens) zu schätzen (Seite 21 und 22 sowie 27 des Gutachtens). Denn ein Rückgang des Gewinns vor Zinsen und Steuern von 57,9 % in den Jahren 2002 bis 2005 auf durchschnittlich 0,5 % der Ergebnisse bzw. 0,6 % der zu kapitalisierenden Ergebnisse ist zu abrupt und deshalb nicht mehr nachvollziehbar (Seite 21 und 22 sowie 37 des Gutachtens).

Die Eliminierung der Aufwendungen für die PHP, die Berücksichtigung eines 2 %-igen Wachstums vor Steuern und Zinsen ab 2006 und die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese machte eine Korrektur der Prognoserechnung der Antragsgegnerinnen erforderlich, die der Sachverständige in der Anlage 3 seines Gutachtens vorgenommen hat.

Soweit der Sachverständige in seiner berichtigten Unternehmensbewertung zum 20.12.2000 vor der im Standard IDW S 1 a.F. empfohlenen Vollausschüttung abgewichen ist, ist auch dies zutreffend.

Denn die Vollausschüttung der Überschüsse war 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 Geltung des Anrechnungsverfahrens war nämlich die Thesaurierung von Ergebnissen bei Annahme eines typisierten Einkommenssteuersatzes von 35 % steuerlich nachteilig. Die Thesaurierungsbelastung von zuletzt 40 % lag

oberhalb der Belastung von ausgeschütteten Gewinnen. Der Standard IDW S 1 a.F. 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 werden oder durch Wiederanlage zum Kapitalisierungszinssatz vor allen Steuern kapitalwertneutral reinvestiert 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 z.B. für abzufindende Aktionäre nachteilig (Dörschell/Franken DB 2005, 2257, 2258).

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

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

Vielmehr ist der Empfehlung im Standard IDW S 1 n.F. zu folgen, nämlich in einer ersten Phase des Prognosezeitraums die Ausschüttung auf Basis des individuellen Unternehmenskonzeptes und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten

Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen zu bemessen. Für die 2. 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.

Diesen Anforderungen entspricht die Anpassung der Planung durch den Sachverständigen auf den Seiten 44 und 45 bzw. in der Anlage 3 seines Gutachtens, indem der Sachverständige eine Thesaurierungsquote von 45 % angenommen und die thesaurierten Beträge zum Kapitalisierungszins vor Unternehmenssteuer in Höhe von 11,79 % (Seite 10 des Ergänzungsgutachtens) wieder angelegt hat und auf diese Weise die Aktionäre an den Wertsteigerungen aus den thesaurierten Ergebnissen hat partizipieren lassen.

Die dagegen von den Antragsgegnerinnen im Schriftsatz vom 19.07.2007 vorgebrachten Einwendungen (Bl. 690/691 d.A.) sind unbegründet.

Denn der Sachverständige hat in seinem Ergänzungsgutachten (Seite 8 und 9 und Anlage 2) schlüssig dargestellt, dass sich die Eigenkapitalquote nicht – so aber die Antragsgegnerinnen in Anlage 1 des Ergänzungsgutachtens – bis zum Jahr 2029 auf 32,5 bzw. 29,2 % verringern, sondern von 42,8 % zum 31.12.1999 auf 58,9 % zum 31.12.2029 erhöht, weil das in Anlage 1 abgebildete Modell der Antragsgegnerinnen nicht dem Modell der Unternehmensbewertung im Gutachten des Sachverständigen (dazu Anlage 2 des Ergänzungsgutachtens) entspricht.

Soweit der Sachverständige in den Anlagen 1 und 2 seines Ergänzungsgutachtens sämtliche Bilanzpositionen bis auf das Eigenkapital und die Verbindlichkeiten von 1999 bis 2005 unverändert fortschreibt und erst ab 2006 mit 2 % jährlich erhöht, unterstellt er zutreffend und konsistent, dass die bis 2005 anfallenden Gewinne verwendet werden, um die Verbindlichkeiten/Verluste zu vermindern. Dass die Aktivposten der Bilanzen bis 2005 nicht um jeweils 2 % erhöht wurden (mit Ausnahme des Anlagevermögens 2005),

sondern unverändert geblieben sind, hat somit keinen Einfluss auf die Ergebnisse der Gutachten.

Darüber hinaus wenden die Antragsgegnerinnen ein, dass der Sachverständige auf die Berücksichtigung der Finanzierung einer wachstumsbedingten Thesaurierung verzichtet habe, eine solche Berücksichtigung aber erforderlich sei, weil der Betrag, den das Unternehmen zur Finanzierung seines Wachstums thesaurieren müsse, nicht den Aktionären zufließen könne. Aus der berichtigten Bewertung des Sachverständigen ab 2011 (Anlage 3 Zeile 18) folge jedoch, dass der Sachverständige die thesaurierten Beträge unmittelbar den Aktionären zurechne. Dies ist jedoch nicht richtig.

Denn der Sachverständige hat bis zum Jahr 2010 nur die Verzinsung der thesaurierten Beträge (z.B. in 2011 11,79 % aus $4.368 = 515$ TEUR in Zeile 5) den Aktionären gut gebracht und nicht die thesaurierten Beträge selbst. Soweit der Sachverständige in 2011 davon abgewichen ist und den Betrag der zusätzlichen Thesaurierungen (Zeile 13) in Zeile 18 mit dem Ergebnis nach Einkommensteuer addiert hat, ist auch diese mathematische Darstellung korrekt. Denn ab 2011 bleibt der Betrag der Verzinsung der zusätzlichen Thesaurierung (Zeile 5) mit 515 TEUR gleich, obwohl sich die Summe der zusätzlichen Thesaurierungen jährlich erhöht und damit eigentlich auch die Verzinsung in Zeile 5. Um diese ab 2011 nicht mehr berücksichtigte Erhöhung der Verzinsung der zusätzlichen Thesaurierungen auszugleichen bzw. mathematisch darzustellen, wird der in Zeile 13 thesaurierte Betrag – anders als bis zum Jahr 2010 – den Aktionären voll gut gebracht.

Dies bedeutet im Ergebnis jedoch nicht – so aber die Antragsgegnerinnen -, dass alle ab 2011 thesaurierten Beträge den Aktionären voll zugerechnet würden. Denn es geht insoweit nur darum, die ab 2011 fehlende Verzinsung der seit 2011 gegebenen zusätzlichen Thesaurierungen auszugleichen. Dies bedeutet, dass der Sachverständige auch ab 2011 die Aktionäre lediglich an den Wertsteigerungen aus den zukünftig thesaurierten Ergebnissen partizipieren lässt.

Soweit die Antragsgegnerinnen im Schriftsatz vom 31.01.2007 (Bl. 511 d.A.) eingewendet haben, dass die sich in Zeile 2 angegebenen Beträge nicht auf 11,79 % der Zeile 11 belaufen würden (Seite 45 des Gutachtens) ist auch dieser Einwand unzutreffend. Denn die Verzinsung bezieht sich immer auf die Summe der Thesaurierungen im Vorjahr (so z.B. 11,79 % aus 184 TEUR in 2004 = 21 TEUR in 2005).

Danach ergibt sich ein Ertragswert von 32.152.000,-- EUR zum 20.12.2000.

Der vom Sachverständigen festgestellte Ertragswert ist nicht um einen Schadensersatzanspruch – der zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen zu rechnen ist (OLG Stuttgart AG 2000, 428, 430) – der Antragsgegnerin zu 1) gegen die Antragsgegnerin zu 2) zu erhöhen.

Die Kammer lässt es ausdrücklich offen, ob Schadensersatzansprüche nach §§ 117, 317 AktG im Spruchverfahren zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehören (so OLG Düsseldorf DB 1990, 2312) oder im Spruchverfahren nicht zu berücksichtigen sind, weil ein Gericht im Spruchverfahren nur zur Entscheidung über die Höhe der Barabfindung berufen ist, die Berücksichtigung von Schadensersatzansprüchen zu Unzuträglichkeiten zwischen den Darlegungs- und Beweislastregeln im zivilrechtlichen Streitverfahren und den vom Amtsermittlungsgrundsatz geprägten FG-Verfahren, zu dem auch das Spruchverfahren gehört, führt (OLG Stuttgart AG 2000, 428, 430) und auch das Kostenrisiko, das in einem Klageverfahren die Antragsteller tragen müssten, auf die Antragsgegnerinnen verlagert werden würde.

Aber auch bei einer grundsätzlichen Einbeziehung von Schadensersatzansprüchen in die Unternehmensbewertung im Rahmen des Spruchverfahrens ist zu berücksichtigen, dass solche Schadensersatzansprüche im Hinblick auf die Darlegungs- und Beweislast im Klageverfahren schlüssig dargelegt werden müssen, um das Gericht zu veranlassen, solche Schadensersatzansprüche aufzuklären und der Höhe nach zu ermitteln (OLG Düsseldorf DB 1990, 2312, 2313). Diesen Anforderungen genügt der Vortrag des Antragstellers zu 11) nicht.

Denn es fehlt an einem überprüfbaren Tatsachenvortrag, dass die Beendigung des gemeinschaftlichen Vertriebs von Perlit durch die Perlite Dämmstoffe GmbH & Co. KG zum 31.12.1999 durch eine unzulässige Einflussnahme der Antragsgegnerin zu 2) erfolgte und die Ursache für einen Rückgang des Gewinns im Bereich Perlit gewesen sei, und der Abschluss des Managementvertrags vom 02.05.1999 ursächlich für einen Rückgang des Gewinns war. Vielmehr ist insoweit zu berücksichtigen, dass es in beiden Fällen um unternehmerische Entscheidungen geht, die im Rahmen des Spruchverfahrens nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts ersetzt werden dürfen. Unternehmerische Entscheidungen sind nämlich solange im Spruchverfahren hinzunehmen, als sie auf realistischen Annahmen aufbauen und widerspruchsfrei sind (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 f.).

Ein Überschreiten des unternehmerischen Ermessensspielraums oder eine unzulässige, nachteilige Einflussnahme der Antragsgegnerin zu 2) ist weder dargetan noch ersichtlich. Vielmehr würde eine weitere Aufklärung insoweit einen unzulässigen Ausforschungsbeweis darstellen.

Daraus folgt, dass von einem Unternehmenswert von 32.152.000,-- EUR zum Bewertungsstichtag auszugehen ist. Dies ergibt eine angemessene Barabfindung von 133,97 EUR und eine jährliche Ausgleichszahlung von 6,94 EUR je Stammaktie (Seite 46 des Gutachtens).

Der Zinsanspruch ergibt sich aus § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG a.F.. Zinsbeginn ist der Tag nach Eintragung im Handelsregister (§ 294 Abs. 2 AktG a.F.).

Soweit der Vertreter der außenstehenden Aktionäre angeregt und der Antragsteller zu 5) beantragt haben, Termin zur mündlichen Verhandlung zu bestimmen, besteht insoweit aus verfahrensrechtlicher Hinsicht kein Anlass, erneut mündlich zu verhandeln. Denn bei den vorstehenden Einwendungen des Antragstellers zu 5) und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre gegen das Gutachten des Sachverständigen geht es ausschließlich um Rechtsfragen, zu deren Beantwortung nur die Kammer berufen

ist. Insoweit bedarf es auch keiner weiteren Sachverhaltsaufklärung oder Anhörung des Sachverständigen (OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129).

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten ergibt sich aus § 306 Abs. 7 Satz 7 und 8 AktG a.F.. Danach haben die Antragsgegnerinnen die Kosten zu tragen, weil Kostenschuldner die Vertragsteile des Unternehmensvertrags vom 09. November 2000 sind.

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 § 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 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 1 SpruchG). Vorliegend waren 29.772 Stück Aktien antragsberechtigt. Dies ergibt einen Geschäftswert von 1.331.701,50 EUR (29.772 Aktien x 44,73 EUR).

Der Geschäftswert für die Antragsteller beträgt 44,73 EUR je innegehaltene Aktie der Antragsgegnerin zu 1).

Die Vergütung der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 306 Abs. 4 Satz 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 den Vertretern 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 1.331.701,50 EUR.

Ausgehend von diesen Grundsätzen stehen den Vertretern drei 10/10-Gebühren aus 1.331.701,50 EUR zu. Darüber hinaus können sie Auslagen nach §§ 26, 27 und 28 BRAGO verlangen. Dies ergibt unter Berücksichtigung der Mehrwertsteuer von 16 % eine Vergütung in Höhe von 19.500,-- EUR.