

# Landgericht Hamburg

Az.: 417 HKO 19/07



## 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 16.09.2011 folgenden Beschluss:

417 HKO 19/07

1. Der notarielle Vertrag vom 16.11.04 (Urkundenrolle ) wird dahin abgeändert, dass

a. es in Ziffer 2.1. Satz 1 heißt:

2.1. Als Gegenleistung für die Übertragung des Vermögens der Phoenix Aktiengesellschaft gewährt die den Aktionären der Phoenix Aktiengesellschaft mit Wirksamwerden der Verschmelzung kostenfrei insgesamt bis zu 3.785.704 Aktien der . Für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 2,60 wird eine Stückaktie der mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 **sowie eine bare Zuzahlung von € 7,90** gewährt.

b. und es in Ziffer 6 heißt:

6.1. Die verpflichtet sich, die Aktien der , die nicht von der gehalten werden, auf Verlangen des jeweiligen Aktionärs gegen eine Barabfindung in Höhe von **€ 23,88** je Stückaktie zu erwerben. Die Verpflichtung entsteht erst mit Wirksamwerden dieses Verschmelzungsvertrages. ...

2. Die Zuzahlung nach Ziffer 1.a. sowie die auf Verlangen des Aktionärs zu zahlende Barabfindung nach Ziffer 1.b. sind vom 25.1.07 an mit Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz und ab dem 1.9.09 mit Zinsen in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

3. Die weitergehenden Anträge der Antragsteller werden zurückgewiesen, und zwar der des Antragstellers zu 73 als unzulässig und die der übrigen Antragsteller als unbegründet.

4. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Jedoch trägt die Antragstellerin zu 73. ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

5. Der gerichtliche Geschäftswert wird auf € 7.500.000.- festgesetzt. Er gilt auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

6. Der für die Gebühren der Prozessbevollmächtigten der Antragsgegnerin maßgebende Wert beträgt € 29.909.623.-.

7. Die für die Gebühren der Prozessbevollmächtigten der Antragsteller maßgebenden Werte betragen:

## **Gründe:**

Die Antragsteller sind die früheren Aktionäre der Fa. Phoenix AG, die auf die Antragsgegnerin verschmolzen wurde. Der Verschmelzungsvertrag sieht vor, dass die Aktien der Fa. Phoenix AG im Verhältnis 1:1 in Aktien der Antragsgegnerin umgetauscht werden. Die Antragsteller bestreiten die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses der Aktien und verlangen die Festsetzung einer baren Zuzahlung nach § 15 I UmwG sowie die höhere Festsetzung des nach § 29 UmwG angebotenen Erwerbspreises im Wege eines Spruchverfahrens nach § 1 IV SpruchG.

## **A. Die tatsächlichen Grundlagen**

I. Die Antragsteller und die Antragsgegnerin waren Aktionäre der Fa. Phoenix AG mit Sitz in Hamburg (im Folgenden: Fa. Phoenix). Diese war im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg eingetragen (HRB 3852) und war eine Holding verschiedener operativer Gesellschaften, die überwiegend als Zulieferer im Automobilbau tätig waren. Die Aktien waren zum Börsenhandel im amtlichen Markt an den Wertpapierbörsen in Frankfurt/Main, Berlin/Bremen, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart zugelassen. Nach der Satzung (Anlage AG 3 im Verfahren 417 HKO 104/05) entsprach das Geschäftsjahr dem Kalenderjahr und waren Bekanntmachungen der Gesellschaft in den gesetzlich vorgeschriebenen Mitteilungsblättern zu veröffentlichen.

Die Antragsgegnerin ist eine in das Handelsregister des Amtsgerichts Hannover eingetragene Aktiengesellschaft (HRB 62105). Nach der Satzung (AG 8) entsprach das Geschäftsjahr dem Kalenderjahr und waren Bekanntmachungen der

Gesellschaft im elektronischen Bundesanzeiger zu veröffentlichen. Sie war und ist nicht an der Börse notiert.

Die Gesellschaftsanteile an der Antragsgegnerin, die früher als \_\_\_\_\_ firmierte, hielt in den Jahren 2004 und 2005 zu 100% die \_\_\_\_\_, die wiederum eine Tochterfirma der \_\_\_\_\_ ist. Zwischen der Antragsgegnerin und der \_\_\_\_\_ bestand ein Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag (GuBV), nach welchem alle Überschüsse der Antragsgegnerin an die \_\_\_\_\_ abzuführen waren. In den GuBV war vereinbart, dass er mit dem Jahr einer Verschmelzung endete. Die \_\_\_\_\_ beabsichtigte ab 2004, die Fa. Phoenix zu übernehmen, an der sie bereits vorher beteiligt war. Zur Vorbereitung der Übernahme leitete sie verschiedene Maßnahmen ein.

Zunächst erwarb sie vom 26.4.04 bis 19.7.04 im Rahmen eines Übernahmeangebotes viele Aktien zu je € 15.-, so dass sie danach über 75% der Aktien hielt. Danach regelte sie ein Problem hinsichtlich der Fa. Vibracoustic: Die Fa. Phoenix war zu 50% an dieser Firma beteiligt und die Verträge mit der anderen Gesellschafterin Fa. Freudenberg sahen vor, dass im Fall der Beherrschung eines Gesellschafters durch einen Mitbewerber der jeweils andere Teil berechtigt war, den anderen Gesellschaftsanteil zu einem bereits festgelegten – und unter dem wahren Wert liegenden – Preis zu erwerben (AG 13 im Verfahren 417 HKO 104/05). Die \_\_\_\_\_ schloss mit der Fa. Vibracoustic und der Fa. Freudenberg am 1.10.04 einen Vorvertrag über eine Ankaufsverpflichtung der Fa. Freudenberg (AG 14 im Verfahren 417 HKO 104/05). Außerdem bemühte sie sich um die Genehmigung der Europäischen Kommission, die nach Regelung der Beteiligung an der Fa. Vibracoustic am 26.10.04 erteilt wurde.

Am 11.10.04 wurde auf Antrag der Antragsgegnerin vom Landgericht Hamburg die \_\_\_\_\_, im Folgenden: \_\_\_\_\_ (sachverständige Prüferin) als Prüferin des geplanten Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages (GuBV) sowie des Verschmelzungsvertrages bestellt (Az. 404 HKO 148/04, AG 11).

Am 7.11.04 wurde die Antragsgegnerin in eine AG umgewandelt. Am selben Tage brachte die \_\_\_\_\_ eine Reihe ihr gehörender Gesellschaften in die Antragsgegnerin ein und übertrug ihr auch die Aktien an der Fa. Phoenix.

Am 11.11.04 legte die \_\_\_\_\_ ihre Prüfungsberichte vor. Sie hielt die für den GuBV in Aussicht genommenen Ausgleichszahlungen und Abfindungen (AG 1c im Verfahren 417 HKO 104/05) und das im Entwurf des Verschmelzungsvertrages vorgesehene Umtauschverhältnis (AG 3 Anhang) für angemessen.

Am 16.11.04 legten dann die Vorstände der Fa. Phoenix und der Antragsgegnerin einen Vertragsbericht zu dem GuBV sowie einen Verschmelzungsbericht vor, in die sie ein von ihnen beauftragtes Sachverständigengutachten der \_\_\_\_\_ (im Folgenden: \_\_\_\_\_) eingearbeitet hatten (AG 6 II).

Ebenfalls am 16.11.04 schlossen dann die Fa. Phoenix und die Antragsgegnerin einen GuBV, in welchem es u.a. heißt (AG 2, Bl. 562f. GA):

- 5.1. Die [ ] garantiert den außenstehenden Aktionären der Phoenix Aktiengesellschaft als angemessenen Ausgleich für die Dauer des Vertrages eine Ausgleichszahlung.
- 5.2. Die Ausgleichszahlung beträgt brutto € 1,39 je Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft für jedes volle Geschäftsjahr der Phoenix Aktiengesellschaft abzüglich Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag auf den körperschaftssteuerpflichtigen Teilbetrag in Höhe von € 0,45 nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses ist dieser Teilbetrag in Höhe von € 0,45 mit 25% Körperschaftssteuer und zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag belastet, so dass sich ein Abzug von insgesamt € 0,12 ergibt. Hieraus resultiert nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses eine Netto-Ausgleichszahlung in Höhe von € 1,27 je Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft für ein volles Geschäftsjahr.
- 6.1. Die [ ] verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Phoenix Aktiengesellschaft dessen Aktien der Phoenix Aktiengesellschaft gegen Barabfindung in Höhe von € 18,89 je Stückaktie zu erwerben. ...

Am selben Tage schlossen sie ferner einen Verschmelzungsvertrag (AG 6 I), in welchem es u.a. heißt (AG 6 I):

- 1.1. Die Phoenix Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg-Harburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 3852, überträgt ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung gemäß § 2 Nr. 1 des Umwandlungsgesetzes („UmwG“) auf die [ ] mit Sitz in Hannover, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hannover unter HRB 62105, gegen Gewährung von Aktien der [ ] (Verschmelzung durch Aufnahme). ....
- 1.3. Die Übernahme des Vermögens der Phoenix Aktiengesellschaft durch die [ ] erfolgt im Innenverhältnis mit Wirkung zum Ablauf des 31. Dezember 2004. ...
- 2.1. Als Gegenleistung für die Übertragung des Vermögens der Phoenix Aktiengesellschaft gewährt die [ ] den Aktionären der Phoenix Aktiengesellschaft mit Wirksamwerden der Verschmelzung kostenfrei insgesamt bis zu 3.785.704 Aktien der [ ]. Für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 2,60 wird eine Stückaktie der [ ] mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 gewährt....
- 6.1. Die [ ] verpflichtet sich, die Aktien der [ ], die nicht von der [ ] gehalten werden, auf Verlangen des jeweiligen Aktionärs gegen eine Barabfindung in Höhe von € 18,89 je Stückaktie zu erwerben. Die Verpflichtung entsteht erst mit Wirksamwerden dieses Verschmelzungsvertrages. ...
- 6.4. Die Barabfindung ist mit Ablauf des Tages, an dem die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der [ ] nach § 19 Abs. 3 UmwG als bekanntgemacht gilt, mit jährlich zwei vom Hundert über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 des Bürgerlichen Gesetzbuches („BGB“) zu verzinsen.

Am 6.12.04 unterbreitete dann in Ausfüllung des Vortrages vom 1.10.04 die Fa. Freudenberg der Fa. Phoenix ein Angebot zur Übernahme des Anteils der Phoenix an der Fa. Vibracoustic und verbundener Gesellschaften (AG 15), das die Fa. Phoenix am 17.12.04 annahm (AG 16 im Verfahren 417 HKO 104/05). In diesem Zusammenhang wurde auch die Verpflichtung der [ ] vom 15.11.04 wirksam, an die Fa. Phoenix wegen eines Nachteils beim Verkauf der Fa. Vibracoustic € 200.000.- zu zahlen (AG 19 im Verfahren 417 HKO 104/05).

Am 23.12.04 genehmigte die Hauptversammlung der Antragsgegnerin beide Verträge. Am 28.12.04 wurden beide Verträge auch von der Hauptversammlung der Fa. Phoenix mit der Mehrheit der Antragsgegnerin genehmigt.

In der Hauptversammlung der Fa. Phoenix vom 28.12.04 wurde deren Stammkapital erhöht; es betrug zur Zeit des Beschlusses über den GuBV und die Verschmelzung € 40.345.570,20 und war in 15.517.527 Aktien aufgeteilt. Hiervon hielt die Antragsgegnerin 11.731.823 Aktien also ca. 75,6%. Der Rest von ca. 24,40 % (3.785.704 Aktien) befand sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern.

Gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung der Phoenix erhoben diverse Aktionäre Anfechtungsklagen beim Landgericht Hamburg (411 HKO 12/05). Diese Klagen wurden vom Landgericht Hamburg auf das Verfahren 411 HKO 12/05 verbunden und abgewiesen. Die Berufung war nicht erfolgreich.

Bereits am 9.3.05 wurde der GuBV in das Handelsregister eingetragen (Bl. 655 GA) und die Eintragung wurde am 16.3.05 im Bundesanzeiger und am 31.3.05 im Hamburger Abendblatt bekannt gemacht.

Am 19.5.05 sodann beschloss die Hauptversammlung der Phoenix die Bestätigung der Zustimmung zum GuBV und zum Verschmelzungsvertrag (Protokoll AG 21), und zwar auf der Grundlage eines ergänzenden Berichts der Vorstände der Phoenix und der Antragsgegnerin vom 7.4.05 und einer ergänzenden Stellungnahme der

).

Gegen den Beschluss der Hauptversammlung vom 19.5.05 erhoben erneut verschiedene Aktionäre Anfechtungsklagen, die auf das Verfahren 411 O 96/05 verbunden wurden; diese Klagen wurden durch Urteil vom 7.12.05 abgewiesen; die Berufung war nicht erfolgreich.

Am 2.5.05 beantragte die Fa. Phoenix die Freigabe der Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister nach § 246a AktG (411 O 89/05). Diesem Antrag wurde am 7.12.05 stattgegeben. Die Beschwerde dagegen war nicht erfolgreich (HansOLG, Beschluss vom 14.12.06, 11 W 126/05, Ag 7).

Der Verschmelzungsvertrag wurde daraufhin am 29.12.06 in das Handelsregister für die Fa. Phoenix (AG Hamburg, HRB 3852) eingetragen (Ag 2) und die Eintragung wurde am 3.1.07 im Bundesanzeiger und am 9.1.07 im Hamburger Abendblatt bekannt gemacht (Ag 3). Außerdem wurde der Verschmelzungsvertrag am 16.1.07 in das zuständige Handelsregister für die Antragsgegnerin (AG Hannover, HRB 62105) eingetragen (Ag 1) und die Eintragung im Bundesanzeiger am 24.1.07 (Ag 4) bekannt gemacht.

Später hat die Hauptversammlung der Antragsgegnerin mit der Mehrheit der der nunmehr mehr als 95% der Aktien der Antragsgegnerin gehörten, die Übertragung der restlichen Aktien auf die I beschlossen (sog. Squeeze-Out, § 327a AktG). Einige der so ausgeschlossenen Aktionäre haben daraufhin ein Spruchverfahren vor dem LG Hannover eingeleitet (23 AktE 7/08), das noch nicht abgeschlossen ist.

II. Das vorliegende Verfahren betrifft zum einen die Überprüfung des Umtauschverhältnisses nach Ziffer 2.1. Satz sowie der Höhe des Barabfindungsangebotes nach Ziffer 6.1. des Verschmelzungsvertrages.

Nachdem der Verschmelzungsvertrag am 16.1.07 das Handelsregister eingetragen und am 24.1.07 im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden war, gingen vom 12.2.07 bis 24.4.07 Anträge auf Festsetzung einer Zuzahlung und auf Erhöhung des Abfindungsangebotes bei Gericht ein. Die Verfahren wurden durch Beschluss vom 8.5.07 verbunden (Bl. 1000f. GA), als gemeinsamer Vertreter derselbe wie im Verfahren 417 HKO 104/05 ernannt und dieser Beschluss am 15.5.07 im elektronischen Bundesanzeiger (Bl. 1061 GA) sowie am 16.5.07 im Hamburger Abendblatt bekannt gemacht (Bl. 1066 GA).

Am 21.11.07 beschloss dann das Gericht in diesem Verfahren und in dem Verfahren betreffend den GuBV (417 HKO 104/05) die Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens zur Frage des Unternehmenswertes der Fa. Phoenix am 28.12.04 bzw. zum Wert der Antragsgegnerin sowie des Umtauschwertes und ernannte zum Sachverständigen . Dieser legte am 7.12.09 sein vollständiges Gutachten vor sowie am 14.10.10 ein wegen der zwischenzeitlich angeordneten teilweisen Geheimhaltung verschiedener Unterlagen verändertes, ergebnisgleiches Gutachten, das dann den Beteiligten übermittelt wurde. Am 30.3.11 fand eine mündliche Verhandlung statt, in der der mündlich angehört wurde.

III. Das vorliegende Verfahren betrifft zudem das Verlangen der Antragsteller zu 64 und 69 auf Bestimmung einer angemessenen Abfindung aus Anlass des Verlustes der Börsennotierung der Fa. Phoenix.

Infolge der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister und des daraufhin eingetretenen Verlustes der Rechtsfähigkeit der Fa. Phoenix wurde der Börsenhandel der Phoenix-Aktien am 24.1.07 eingestellt (sog. kaltes Delisting). Die Antragsteller zu 30, 31, 65 und 66 haben dies zum Anlass genommen, in einem separaten Verfahren zu beantragen,

eine angemessene Abfindung für den Verlust der Börsennotierung am 24.1.07 festzusetzen.

Das Gericht hat diese Anträge durch Beschluss vom 29.6.07 (Landgericht Hamburg, 417 HKO 9/07) mit der Begründung zurückgewiesen, einen solchen Anspruch sehe das Gesetz nicht vor und müsse ihn aus verfassungsrechtlichen Gründen auch nicht vorsehen. Die hiergegen eingelegte Beschwerde wurde durch Beschluss vom 30.3.10 zurückgewiesen (HansOLG, 13 W 11/09).

Die Antragsteller 64 und 69 haben denselben Antrag in diesem Verfahren gestellt (Bl. 767, 933 GA).

## **B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge**

I. Die Antragsteller monieren zunächst das Gesamtvorhaben der Sie habe am 7.11.04 viele Firmen auf die Antragsgegnerin übertragen, um einerseits ein Austauschverhältnis von 1:1 bei der Verschmelzung herzustellen und außerdem zu bewirken, dass die außenstehenden Aktionäre der Phoenix nach der

Verschmelzung nur noch über weniger als 5% der Aktien an der Antragsgegnerin verfügten, so dass sie letztlich in die Gefahr gebracht würden, ihre Aktien im Rahmen eines späteren Squeeze-Out nach § 327a AktG ganz zu verlieren, was das Ziel der sei. Dies Vorhaben sei später durch Beschluss der Hauptversammlung der Antragsgegnerin vom 22.8.07 umgesetzt worden, durch welchen die Aktien der Minderheitsaktionäre der Antragsgegnerin auf die ... übertragen wurden, was am 10.2.09 eingetragen und zum Gegenstand eines Spruchverfahrens vor dem Landgericht Hannover geworden sei. Dieses Vorgehen sei moralisch verwerflich und, weil ein gleicher Firmenwert nicht erreicht worden sei, auch rechtswidrig. Die Höhe der festgesetzten Ausgleichszahlungen und der Barabfindung für den GuBV seien ebenso unangemessen wie die Höhe der Verschmelzungswertrelation und die hierzu angebotene Abfindung.

Sie meinen (im wesentlichen und mit unterschiedlichen Argumentationslinien), das Gutachten der sei nicht zu berücksichtigen, weil es nach fehlerhafter Ernennung dieser Prüferin durch das Gericht zustande gekommen und wegen der offensichtlich parallel zur Bewertung durch die Firmen selbst nicht unabhängig und überhaupt inhaltlich unbrauchbar sei; es müsse ein neues gerichtliches Gutachten eingeholt werden.

Die Bewertungen der zukünftigen Erträge der Phoenix und der Antragsgegnerin seien unrichtig; die Planungen für die zukünftigen Geschäftsjahre seien zu pessimistisch ausgefallen, die nicht zum betriebsnotwendigen Vermögen gehörenden Vermögensgegenstände zu gering bewertet worden und die durch die hohe Beteiligung der Antragsgegnerin bereits eingetretenen und voraussehbaren Synergieeffekte praktisch unberücksichtigt geblieben.

Zu Unrecht unberücksichtigt geblieben sei auch, dass der Phoenix ein in den Unternehmenswert einzustellender Schadensersatzanspruch gegen die Antragsgegnerin zustehe, weil die Phoenix durch Verschulden der Antragsgegnerin zur Veräußerung ihrer Beteiligung an der Fa. Vibracoustic zum einem Wert gezwungen worden sei, der weit unter dem wahren Verkehrswert liege.

Die zur Berechnung des abgezinnten Barwertes der zukünftigen Erträge herangezogenen Werte (Basiszins, Marktrisikoprämie, sog. Beta-Faktor und Wachstumsabschlag) seien sämtlich zu hoch und nur mit dem Ziel angenommen worden, den Unternehmenswert auf den gewünschten Betrag herunter zu rechnen.

Die Antragsteller beantragen deshalb,

- a. eine bare Zuzahlung festzusetzen

Einige Antragsteller beantragen ferner,

- b. der Betrag des Erwerbsangebotes wird höher festgesetzt

Darüber hinaus beantragen einige Antragsteller,

- c. die Verzinsung der Zuzahlung anzuordnen.

Die Antragsteller zu 64 und 69 beantragen schließlich

eine angemessene Abfindung für den Verlust der Börsennotierung am 24.1.07 festzusetzen.

II. Der gemeinsame Vertreter hat sich im Wesentlichen den Argumenten der Antragsteller zu a. – c. und deren Anträgen angeschlossen.

III. Die Antragsgegnerin hält das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse für überzeugend.

Die parallele Erstellung des Unternehmensberichts und der Prüfung durch die Abfindungsprüferin sei zulässig und inhaltlich unbedenklich. Die gefundenen Ergebnisse seien in allem gut begründet und deckten sich mit den wissenschaftlichen Ergebnissen über die Bewertung und Abzinsung zukünftiger Unternehmenserträge. Die Annahmen des Sachverständigen seien sämtlich nicht überzeugend.

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,

die Anträge zurückzuweisen.

IV. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von ihnen eingereichten (sehr umfangreichen) Schriftsätze nebst Anlagen und auf die Protokolle der mündlichen Verhandlungen vom 12.4.06 und 30.3.11 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten unter C.II. berichtet.

Wegen des Anhörungsergebnisses des wird ebenfalls  
auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 12.4.06 verwiesen (Bl. 972f. GA).

Wegen des Inhalts des Gutachtens des wird auf Bl. 1406f.  
der Gerichtsakte und wegen der mündlichen Erläuterungen des Sachverständigen  
auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 verwiesen (Bl. 1761f.  
GA).

Nach dem Schluss der mündlichen Verhandlungen sind folgende Schriftsätze eingegangen und berücksichtigt worden, jedoch jeweils nicht zu Lasten der jeweiligen Gegenseite: Ast. 62/63 vom 17.5.11, gemeinsamer Vertreter vom 19.5.11, Ast. 6-11, 22-24, 28-29 und 41 vom 19.5.11 und AGin vom 23.5.11. Diese Schriftsätze und das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 werden den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter mit gleichzeitig mit diesem Beschluss übersandt.

Diesem Beschluss sind drei Berechnungen beigeheftet; die erste enthält die Berechnung der Ausgleichszahlung und des Abfindungsbetrages, wie sie in dem Bericht der Vorstände der Antragsgegnerin und der Phoenix enthalten ist. Die zweite Tabelle stellt die Rechnungswege des dar. Die dritte Tabelle schließlich teilt die Berechnungsergebnisse des Gerichts so mit, wie sie in

diesem Beschluss beschrieben sind. Außerdem ist diesem Beschluss als Anhang der Beschluss dieses Gerichts vom selben Tage in der Sache 417 HKO 104/05 betreffend den GuBV beigelegt.

### **C. Die Begründung der gerichtlichen Entscheidung betreffend die Verschmelzung**

#### **I. Zulässigkeit**

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

2. Ein Verfahren nach dem SpruchG findet u.a. statt bei Umwandlungen nach dem UmwG, insbesondere bei der Aufnahme durch Übertragung des Vermögens (§ 2 Ziffer 1 UmwG, zur Überprüfung des Umtauschverhältnisses und der Barabfindung (§§ 15 I, 34 UmwG, 1 Ziffer 4 SpruchG).

Eine solche Umwandlung hat durch den Verschmelzungsvertrag vom 16.11.04 stattgefunden. Der Vertrag ist am 23.12. und 28.12.04 durch die Hauptversammlungen der beteiligten Unternehmen genehmigt worden und hat durch die Eintragung in das Handelsregister und deren Bekanntgabe Wirksamkeit erlangt (§ 20 UmwG).

3. Antragsberechtigt ist nach § 3 I Ziffer 1 AktG jeder, der durch Urkunden nachweist, dass er am Tage der Antragstellung außenstehender Aktionär nach § 1 I SpruchG ist. Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung sämtlich durch Vorlage unterschiedlichster Aktienbesitznachweise, zumeist durch Bankbescheinigungen oder Vorlage der Originale der Aktien nachgewiesen.

4. Die Antragsfrist begann am Tage nach der letzten Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister (§§ 4 I 4 SpruchG, 10 HGB), also am 24.1.07, und betrug drei Monate (§ 41 I 1 SpruchG). Alle Anträge der Antragsteller sind in dieser Zeit eingegangen.

Der Antrag der Antragstellerin zu 73) ging allerdings am 16.4.07 (per Fax) nicht beim zuständigen Landgericht Hamburg, sondern bei dem Landgericht Hannover ein, von wo es auf einen Antrag dieser Antragstellerin vom 7.11.07 hin an das Landgericht Hamburg verwiesen wurde. Die Einreichung des Antrags bei einem unzuständigen Gericht wahrt die Frist nach § 4 I 4 SpruchG nicht (h.M. auch für die Zeit vor der Neuregelung des SpruchG, vgl. Hüffer, AktG, 9.Auflage 2010, § 4 SpruchG, Rn. 5; angedeutet auch schon in BGH NJW-RR 2006, 1113). Deshalb ist dieser Antrag als unzulässig zurückzuweisen.

5. Entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin sind die Anträge einiger Antragsteller nicht deshalb unzulässig, weil sie ihre Antragsberechtigung nicht innerhalb der Antragsfrist durch Urkunden nachgewiesen haben. Zwar ergibt sich nach überwiegender Ansicht aus dem Sinn des § 4 II Ziffer 2 SpruchG in Verbindung mit § 3 II Satz 2 SpruchG, dass die Antragsberechtigung durch Urkunden in der Antragsfrist nachzuweisen ist (OLG Hamburg, AG 2004, 622; LG Frankfurt/Main, ZIP 2005, 215 und ZIP 2005, 859; KöKoAktG-Koppensteiner, Anh. § 327f, Rdn. 10). Hiermit wird aber Unzumutbares verlangt. Denn kein Antragsteller kann wissen, wann sein Antrag bei Gericht eingeht; gleichwohl soll er den Nachweis für den Tag des Eingangs erbringen. Die Berechtigung muss also regelmäßig (von einer taggleichen Bankbestätigung und einer Versendung des Antrags per Fax einmal abgesehen) nachgereicht werden. Dies kann erst geschehen, wenn eine Nachricht über das Datum des Eingangs von dem Gericht vorliegt. Das kann angesichts des Umstandes, dass fast immer eine Vielzahl von Antragstellern an solchen Verfahren teilnimmt und dem Gericht nur beschränkte personelle Ressourcen zur Verfügung stehen, unter Umständen lange Zeit dauern. Da es jedem Aktionär freisteht, die Frist bis zum letzten Tag auszuschöpfen, kann das Gesetz nur so gemeint sein, dass die Antragsberechtigung und die dazu gehörenden Urkunden auch nach Anlauf der Antragsfrist und binnen einer vom Gericht zu setzenden Frist nachgereicht werden können (im Ergebnis ebenso OLG Stuttgart, ZIP 2004, 1907ff; OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900; OLG Düsseldorf, ZIP 2005, 1369ff.; OLG Frankfurt/Main, DB 2006, 273, BGH NJW 2008, 2993). Das ist hier geschehen.

6. Alle Anträge der Antragsteller enthalten auch die nach § 4 II 4 SpruchG verlangten konkreten Einwendungen gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert.

7. Das angerufene Gericht ist auch zur Entscheidung berufen. Zuständig ist das Landgericht, in dessen Bezirk der Rechtsträger seinen Sitz hat, dessen Anteilsinhaber antragsberechtigt sind, § 2 I SpruchG. Antragsberechtigt sind nach § 15 I UmwG die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers, hier also der Fa. Phoenix. Diese hatte ihren Sitz in Hamburg.

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. Die Begründetheit der Anträge auf Überprüfung des angebotenen Erwerbspreises.**

Nach § 29 I UmwG hat der Rechtsträger, der infolge der Verschmelzung im Wege der Aufnahme einen anderen Rechtsträger übernimmt, jedem Anteilsinhaber des anderen Rechtsträgers, der gegen den Verschmelzungsbeschluss des übertragenden Rechtsträgers Widerspruch einlegt, den Erwerb seiner Anteile gegen eine angemessene Barabfindung anzubieten.

Die Antragsgegnerin hat die Fa. Phoenix im Wege der Verschmelzung übernommen. Deshalb war den früheren Aktionären der Fa. Phoenix der Erwerb ihrer Aktien zu einem festgelegten Erwerbspreis anzubieten. Das ist in Ziffer 6.1. des Verschmelzungsvertrages geschehen; die Antragsgegnerin hat die Zahlung von € 18,89 je Stückaktie angeboten. Nach § 34 UmwG unterliegt das Angebot der Höhe nach der gerichtlichen Überprüfung im Rahmen des SpruchG.

Es kommt hierbei auf den Wert der Fa. Phoenix zum maßgeblichen Stichtag 28.12.04 an. Diese Frage ist Gegenstand des Spruchverfahrens 417 HKO 104/05. Die Antragsteller des dortigen Verfahrens sind mit geringen Ausnahmen auch in diesem Verfahren Antragsteller. Die Antragsgegnerin ist dieselbe und derselbe gemeinsame Vertreter vertritt die nicht am Verfahren beteiligten außenstehenden Aktionäre in beiden Verfahren. Der Sachvortrag gleicht sich in fast allen Punkten. Die Beteiligten der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 waren mit einer gemeinsamen Verhandlung beider Sachen einverstanden und das ist auch unter Beteiligung derselben Richter geschehen. Deshalb wird die im Verfahren 417 HKO 104/05 wegen des GuBV am selben Tag ergehende Entscheidung in diesem Verfahren als Anhang abgedruckt und auf deren Gründe verwiesen.

Als Ergebnis ergibt sich der anzubietende angemessene Erwerbspreis mit € 23,88

### **III. Die Begründung der Anträge auf Festsetzung einer baren Zuzahlung**

Der Verschmelzungsvertrag sieht einen Tausch der Aktien der Antragsgegnerin und der Fa. Phoenix im Verhältnis 1:1 vor, und der Verschmelzungsbericht begründet dies mit der Behauptung, beide Aktien seien am maßgeblichen Stichtag 28.12.04 jeweils € 18,89 wert gewesen. Auf dieser Basis ist infolge des Scheiterns der Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage die Verschmelzung nach Eintragung in das Handelsregister wirksam geworden. Diese Verschmelzungswertrelation ist in diesem Spruchverfahren zu überprüfen, und zwar nicht mit dem Ziel, den Tausch der Aktien zu verändern, sondern ggf. für jede getauschte Aktie eine bare Zuzahlung durch die Antragsgegnerin anzuordnen (§ 15 I UmwG).

Dafür müssen die „Verhältnisse“ der übertragenden (§ 30 I UmwG) und der übernehmenden „Gesellschaft“ im Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Verschmelzung (28.12.04) festgestellt werden.

Hinsichtlich der Verhältnisse der Fa. Phoenix am 28.12.04 kann wie bei der vorstehenden Erörterung der Angemessenheit des Erwerbsangebots auf die Ausführungen im Beschluss vom selben Tage in dem Spruchverfahren wegen des GuBV verwiesen werden, der diesem Beschluss als Anhang angehängt ist. Es ergibt sich ein Wert von € 23,88 für jede Phoenix-Aktie.

Die Verhältnisse der Antragsgegnerin per 28.12.04 werden nachfolgend erläutert.

#### **1. Die Feststellung der „Verhältnisse der Gesellschaft“ der Antragsgegnerin**

Das vorliegende Verfahren hebt sich aus den weiteren, vor dieser Kammer behandelten Verfahren heraus, weil die Feststellungen und Bewertungen teilweise auf Erkenntnissen fußen, die lediglich dem Gericht, der Antragsgegnerin, dem gemeinsamen Vertreter und dem gerichtlichen Sachverständigen, nicht aber den Antragstellern bekannt sind. Dies beruht darauf, dass die Antragsgegnerin nach § 7 VII SpruchG beantragt hatte, einen Teil der dem Gericht und dem gerichtlichen Sachverständigen vorzulegenden Unterlagen mit Rücksicht auf die Geheimhaltungsinteressen der Antragsgegnerin den Antragstellern nicht bekannt zu geben. Hintergrund ist der Umstand, dass die Antragsgegnerin sowie ihre Tochterfirmen ebenso wie die Fa. Phoenix und ihre Tochterfirmen stark zergliedert sind und einige Tochterfirmen nur an einen einzigen oder an sehr wenige Autohersteller liefern, die Produkte und die mit ihnen erzielbaren Margen dauerhaft ähnlich sind und die Antragsgegnerin zukünftig schlechtere Verhandlungspositionen für den Fall fürchtet, dass den Geschäftspartnern die in der Vergangenheit erzielten Margen bekannt werden.

Diesem Antrag hat das Gericht durch Beschluss des Vorsitzenden 24.9.08 im Wege der Einstweiligen Anordnung stattgegeben und den Sachverständigen aufgefordert, auch dieses Anliegen sachverständig zu beurteilen. Der Sachverständige hat dann die vollständigen, ihm von der Antragsgegnerin überlassenen Unterlagen ausgewertet und am 7.12.09 ein vollständiges Gutachten unter Verwendung aller Unterlagen erstattet. Zugleich hat er mit Schreiben vom 29.1.09 mitgeteilt, dass er den Antrag der Antragsgegnerin im überwiegenden Umfang für begründet erachte. Daraufhin hat der Vorsitzende des Gerichts am 26.4.10 dem Antrag in dem vom Sachverständigen für nötig gehaltenen Umfang stattgegeben. Die hiergegen erhobenen Einwände der Antragsteller hat das Gericht unter Mitwirkung der Handelsrichter durch Beschluss vom 16.7.10 zurückgewiesen. Hierauf hat der Sachverständige am 14.10.10 eine ergebnisgleiche, aber teilweise geschwärzte Version seines Gutachtens vorgelegt, zu der die Antragsteller dann Gelegenheit zur Stellungnahme hatten.

Die Antragsgegnerin hat den Geheimhaltungsantrag in Bezug auf den gemeinsamen Vertreter fallen gelassen, nachdem sich dieser persönlich zur Geheimhaltung der Tatsachen verpflichtet hatte. Dieser ist deshalb im selben Umfang wie das Gericht informiert worden.

Wegen der Begründung für diese Maßnahme wird hier auf die genannten Beschlüsse verwiesen. Im Beschluss vom 26.4.10 heißt es u.a.:

In der Tat ergeben sich aus den Unterlagen detaillierte Ergebnisse und Erträge für einzelne Unternehmensteile bzw. Tochterunternehmen und aus den Unterlagen ist ersichtlich, dass diese teilweise nur für einen einzigen Abnehmer produziert haben. Es handelt sich auch offenbar um Produkte, die so oder ähnlich auch heute noch produziert werden.

Die von den Antragstellern gegen die Geheimhaltung dargelegten Gründe tragen im Ergebnis nicht. Auch wenn seit dem Bewertungsstichtag und den Jahren, die Gegenstand der Begutachtung waren, zahlreiche Jahre verstrichen sind, erscheint die Darlegung der Antragsgegnerin plausibel, dass noch heute aus den damaligen Ergebnissen jedenfalls dem Grunde nach auf die heutigen Verhältnisse geschlossen werden könnte. Es handelt sich daher nach wie vor um Geschäftsgeheimnisse, an denen die Antragsgegnerin ein Geheimhaltungsinteresse nach § 7 VII SpruchG geltend macht. Die nach Art 14 GG gebotene Abwägung ergibt, dass gegenüber diesen Interessen die Offenbarungsinteressen der Antragsteller zurück zu stehen haben. Ihre Interessen sind durch den Sachverständigen und durch die Kontrolle durch das Gericht hinreichend gewahrt.

Mildere Mittel als die Geheimhaltung stehen derzeit nicht zu Gebote. Insbesondere könnte die Veröffentlichung an die Antragsteller gegen Abgabe einer (auch eventuell strafbewehrten) Geheimhaltungserklärung die Interessen der Antragsgegnerin nicht wirksam schützen, weil die Antragsteller zahlreich sind und Verstöße praktisch nicht zurück verfolgbar wären.

In dem Beschluss vom 16.7.11 heißt es u.a.:

Soweit die Antragsteller darauf hinweisen, dass seit dem Bewertungsstichtag Ende 2004 bereits fast 6 Jahre verstrichen seien und die zugrunde gelegten Tatsachen veraltet und infolge Materialpreisänderungen, Änderungen von Transportkosten und Kapazitätsauslastungen sowie Veränderungen der Unternehmensstrukturen nicht mehr vergleichbar und ohne aktuellen Aussagewert seien, mag das im Grundsatz zutreffen. Jedoch handelt es sich, wie die Antragsgegnerin darlegt, in vielen Fällen noch um die alten Produktionszusammenhänge und die (nur fortentwickelten) Produkte mit ähnlicher Kostenstruktur. Deshalb ist es gerechtfertigt, den Befürchtungen der Antragsgegnerin, Konkurrenten könnten die sich aus den Unterlagen ergebenden Mitteilungen über Gewinnmargen für zukünftige Geschäfte nutzbar machen, Raum zu geben.

Nach nochmaliger Abwägung zwischen den vom Eigentumsschutz unterlegten Informationsinteressen der Antragsteller und den Interessen der Antragsgegnerin an der zukünftigen Integrität ihrer Geschäfte muss es daher bei der angeordneten Geheimhaltung bleiben. Die Interessen der Antragsteller werden durch die gerichtliche Begutachtung, die vollständige Information und Prüfung durch das Gericht sowie durch die vollständige Information und Prüfung durch den gemeinsamen Vertreter hinreichend gewahrt.

Die Kammer hat erwogen, angesichts der seither weiter verstrichenen Zeit die teilweise Geheimhaltung aufzuheben und den Antragstellern das vollständige Gutachten zur Prüfung vorzulegen. Sie bleibt aber nach erneuter Abwägung der o.g. Rechtsgüter bei ihrer Entscheidung. Sie hat die vollständigen Tatsachen und das vollständige Gutachten bei der Abfassung dieses Beschlusses verwertet. Allerdings zitiert sie die Tatsachen nur in einem Umfang und in einer Tiefe, die die Geheimhaltung nicht verletzt.

## **2. 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 Deinvestitionsentscheidung erhalten hätte.

Die Antragsgegnerin war und ist nicht börsennotiert, weshalb ihr Wert nicht am Börsenwert gemessen werden kann.

## **3. 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 verbliebe (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 ausscheide, 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 durchaus bedenklich und die Kammer neigt dazu, ihr nicht zu folgen. Eine Entscheidung ist aber hierzu nicht veranlasst.

Es wird zu zeigen sein, dass die Ansprüche der Antragsteller, gleich, ob sie das Erwerbsangebot annehmen oder zu der einen ihnen umgetauschten Aktie eine Zuzahlung erhalten, höher sind als das Ergebnis einer Liquidation. Denn der unten noch zu berechnende Unternehmenswert der Antragsgegnerin beträgt per 28.12.04 € 1.373.416.312.-. Dass durch eine Liquidation des gesamten Unternehmens ein höherer Betrag erzielt werden könnte, liegt fern. Keiner der Antragsteller hat dies substantiiert behauptet und der Sachverständige hat den Liquidationserlös – ohne genauere Ausführungen – für erheblich geringer erachtet (Gutachten S. 19). Deshalb greift das Gericht auf die überzeugenden Darlegungen der Antragsgegnerin zurück (Schriftsatz vom 5.9.07, S. 24 = Bl. 1124f. GA).

Das Anlagevermögen betrug ausweislich der Pro-Forma-Bilanz per 31.12.2004 € 535.852.000.- und das sonstige Vermögen € 579.068.000.-; zusammen wiesen die Aktiva € 1.114.920.000.- aus. Dem standen bereits € 519.688.000.- Verbindlichkeiten gegenüber. Für den Fall der (fiktiven) Liquidation müssten zusätzlich noch die (fiktiven) Liquidationskosten abgesetzt werden. Die allgemeinen Liquidationskosten schätzt das Gericht (§ 287 ZPO) unter Berücksichtigung der Schätzung des Gesetzgebers in ähnlichen Zusammenhang (§ 171 InsO) auf 5%. Außerdem müssten Sozialpläne bzw. Abfindungen für etliche 1000 Beschäftigte finanziert werden. Ein Liquidationserlös über dem noch zu begründenden Unternehmenswert ergäbe sich daher nicht. Das gilt auch für den Fall, dass das Unternehmen in Teilen veräußert werden sollte.

#### **4. Die Bewertung der Antragsgegnerin nach ihren zukünftigen Erträgen**

##### **a. Die der Bewertung zugrunde liegenden Quellen**

Bei der Bewertung der Antragsgegnerin stützt sich das Gericht u.a. auf die Darlegungen im Verschmelzungsbericht der Vorstände der Antragsgegnerin und der Fa. Phoenix, auf die Erwägungen der und auf das gerichtliche  
Gutachten des Sachverständigen

aa. Ein Teil der Antragsteller wendet ein, das Gutachten der dürfe bereits deshalb nicht verwertet werden, weil sie entgegen dem Gesetz nicht durch das Gericht ausgewählt, sondern nur dem einzigen Vorschlag der Antragsgegnerin entsprechend ernannt worden sei.

Dem folgt das Gericht nicht. Das Gesetz sieht vor, dass das Gericht den Prüfer auswählt, nicht aber, wie und anhand welcher Kriterien dies geschieht. Dem Gericht Vorschläge zu unterbreiten, verbietet das Gesetz dem Hauptaktionär ebenso wenig wie dem Gericht, dem einzigen Vorschlag nach Überprüfung der Geeignetheit zu folgen (OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87).

Gleichwohl hat diese Kammer seit Anfang 2005 die Ernennungspraxis geändert, besteht auf dem Vorschlag dreier geeigneter Unternehmen.

bb. Einige Antragsteller meinen außerdem, das Gutachten der könne auch deshalb nicht zur Bewertung herangezogen werden, weil es bereits einige Tage vor dem Unternehmensbericht fertig geworden sei und deshalb aufgrund einer parallelen Prüfung erstellt worden sein müsse.

Auch dies hat keinen Erfolg. Nach den Darlegungen des Wirtschaftsprüfers in der mündlichen Verhandlung lag der bereits am 11.11.04 bei Abfassung des Prüfungsberichts der Verschmelzungsbericht im Entwurf vor, und zwar in der Fassung, wie sie auch am 16.11.04 letztlich zur Grundlage der Verträge wurde. Der Verschmelzungsbericht und der Prüfungsbericht wurden also parallel hergestellt, wobei der Verschmelzungsbericht nach der Schilderung des Wirtschaftsprüfers im Wesentlichen von gleichzeitig tätigen Mitarbeitern der konzipiert und abgefasst wurde.

Die hiergegen erhobenen Einwände der Antragsteller haben 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 gerichtliche 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.

cc. Schließlich wenden einige Antragsteller ein, das Gutachten der sei in allem unergiebig, lasse keine eigene Prüfungsleistung erkennen und erschöpfe sich in der Bestätigung der Ergebnisse der Begutachtung durch die

Der notwendige Inhalt des Gutachtens ist in § 293e AktG genau beschrieben. Danach ist die Methode der Begutachtung anzugeben, 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 [redacted] umfangreich; dass hierbei ersichtlich Textbausteine verwendet worden sind, trägt dem Inhalt keinen Abbruch, weil die Darlegungen in vielen Fällen gleich zu behandeln ist. Dass eine Prüfung stattgefunden hat, ergibt sich aus vielen Bemerkungen in dem Gutachten und ist durch die detaillierten Angaben deutlich geworden, die der Wirtschaftsprüfer [redacted] in der mündlichen Verhandlung vom 12.4.06 (im Verfahren 417 HKO 104/05) erläuternd hinzuzufügen in der Lage war.

dd. Hauptsächlich aber fußt die Bewertung des Gerichts auf den Darlegungen des gerichtlichen [redacted] Dessen Gutachten (sowohl in der dem Gericht und dem gemeinsamen Vertreter vorliegenden vollständigen Fassung als auch in der den Antragstellern vorliegenden gekürzten Fassung) offenbart eine umfassende Sachkunde des Gutachters, lässt eine sachgerechte Auswahl der herangezogenen Quellen erkennen, zeigt eine sorgfältige Exploration des wirtschaftlichen Umfeldes der zu beurteilenden Firmen und führt hinsichtlich der zukünftigen Erträge mit zwingenden Argumenten zu dem gefundenen Ergebnis. Die mündlichen Erläuterungen des Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung bestätigten die klaren und verständlichen Darlegungen eindrucksvoll und überzeugend. Dass das Gericht hinsichtlich des verwendeten Kapitalisierungszinses von dem Gutachten abweicht, mindert dessen Wert und Überzeugungskraft hinsichtlich der übrigen Punkte nicht.

## **b. 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. BGH NJW 2003, 3272, 3273; weitere Nachweise bei Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rdn. 20) und verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG NJW 1999, 3769, 3771). Ihr folgt deshalb das Gericht.

Die Kammer folgt insoweit auch im Wesentlichen den Grundsätzen, die das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) seit vielen Jahren anwendet. Hierbei handelt es sich um einen Verein, im welchem fast alle deutschen Wirtschaftsprüfer (z.Zt. etwa 87%) organisiert sind und über seinen „Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft“ (FAUB, früher „Arbeitskreis Unternehmensbewertung“ (AKU)) 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 Halbeinkünfteverfahrens 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“ 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 Abgeltungssteuer 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 Wirtschaftsprüfungsunternehmen dominiert und allein von deren - oftmals mit denen von Großaktionären deckungsgleichen Interessen - dominiert (vgl. etwa Fischer-Winkelmann, BFuP 58 (2006), 158f.) und sei nach empirischer Überprüfung unhaltbar (Ast. 62/63 mit Hinweis auf Knoll u.a., ZSteu, 2011, 47f. - Bl. 1796f. GA -) Dieser Kritik folgt die Kammer im Abschluss an das OLG Stuttgart (Vorlagebeschluss vom 18.12.09 Az. 20 W 2/08, zitiert nach BeckRS 2010, 00900 = AG 2010, 513 = ZIP 2010, 274; die Rechtsmittel sind aus formalen Gründen erfolglos geblieben) 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 hohen 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) den abfindenden Marktteilnehmern günstiger ist, lässt sich nicht erkennen. Die Behauptung der Antragsteller zu 25., 62. und 63 (letztere auch in ZSteu 2011, 47f.), die Anwendung des Tax-CAPM sei nach dem Standard 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.

Allerdings wendet die Kammer im Grundsatz die vorgenannten Standards nach dem Stand an, der zur Zeit des Stichtags galt. Zwar handelt es sich teilweise bei den jeweiligen Fortentwicklungen um Anpassungen, die lediglich neueren Erkenntnissen der Wissenschaft geschuldet sind; insofern stehen sie der Änderung rechtlicher Bewertungen gleich, die zwanglos rückwirkend Anwendung finden können und müssen. Wenn es aber wie geschildert zutrifft, dass der Standard des IDW die tatsächlichen Bewertung in der Praxis entscheidend prägt (hierzu OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900), dann verbietet sich eine rückwirkende Anwendung im Grundsatz zwingend, weil hierdurch nicht nur einer Bewertung, sondern eine Bewertungspraxis nachträglich der Boden entzogen wird. Das wird leider in Literatur und Rechtsprechung übersehen.

Das Problem des vorliegenden Falles ist es, dass er zeitlich genau in die Umstellungsphase des Standards fällt. Dass es zu einer Neufassung kommen würde und kommen musste, war schon Ende 2004 absehbar. Der Entwurf der Neufassung beruht im Wesentlichen auf einer Entschließung des zuständigen AKU vom 9.12.04, also schon aus der Zeit vor dem Stichtag (28.12.04) und sie wurde fast zeitgleich mit dem Beschluss der Hauptversammlungen am 30.12.04 veröffentlicht. Bis zur endgültigen Beschlussfassung am 18.10.05 (WPg 2005, 28ff.) kam es zu keinen nennenswerten Änderungen mehr. Deshalb ist es gerechtfertigt anzunehmen, dass die Bewertungspraxis den neuen Standard schon Ende 2004 berücksichtigte. Die Kammer rückt daher von der in der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 angedeuteten vorläufigen Ansicht ab und wendet mit dem Sachverständigen den Standard IDW S1 (2005) an.

### **c. Die konkrete Berechnung des Ertragswertes der Antragsgegnerin**

#### **aa. Die Systematik der Planungsrechnung**

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 ereignet 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.).

Alsdann 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. Die zweite („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 Markttendenzen abzustellen, sondern es wird ein plausibler Gleichgewichts- und Beharrungszustand zugrunde gelegt (Großfeld, Unternehmensbewertung, a.a.O., Rn. 360f.).

### **bb. Die herangezogenen Planungen und ihre Korrekturen**

Der Bericht der Vorstände (AG 6, Bericht S. 118) beschreibt, dass für die Vergangenheitsanalyse als Referenzzeitraum die Jahre 2002 und 2003 zugrunde gelegt worden seien; die Planungen hätten zur Zeit der Erarbeitung des Berichts für 2004 als Vorausschau und für die Jahre 2005 bis 2007 als Geschäftsplanung vorgelegen. Die Bewertung der Antragsgegnerin sei auf Konzernebene vorgenommen worden, denn zu den Tochterunternehmen bestehe eine ununterbrochene Kette von GuBVen (AG 6 S. 119). Mit Rücksicht auf die Entscheidung des LG Frankfurt/Main vom 31.3.04 (- Microlog -) sei eine auf handelsrechtlichen Grundsätzen basierende Bewertung vorgenommen und z.B. Abschreibungen des Goodwill eliminiert worden (AG 6 S. 122/123). Die Vorstände nahmen an, dass die Verschmelzung noch im Jahr 2005 eingetragen würde, so dass der mit der bestehende GuBV Ende 2005 außer Kraft trete. nur die Gewinne der Jahre 2004 und 2005 an die abzuführen sein würden und die Gewinne ab 2006 zur Ausschüttung zur Verfügung stünden (AG 6, S. 114).

### **cc. Die Begründungen der Antragsgegnerin**

Die Antragsgegnerin erläutert zunächst die Annahmen im Verschmelzungsbericht (Ag 6, Schriftsatz vom 5.9.07, Bl. 1101f. GA, insbesondere S. 30f., Bl. 1131f. GA). Die Annahmen zu den Erträgen seien angemessen und entsprächen der früheren geschäftlichen Entwicklung (noch unter dem Dach der ). Die zugrunde gelegten Bilanzierungsstandards hätten das Ergebnis nicht verfälscht. Für den Zeitraum der sog. „ewigen Rente“ (ab 2008) sei das Ergebnis für 2007 zugrunde gelegt worden, allerdings mit einer Steigerung um 5%, was mit der Höhe des Wachstumsabschlages korreliere (Schriftsatz vom 5.9.07, S. 49, Bl. 1149 GA); bei den Abschreibungen sei auf die langfristige Reinvestitionsrate des Unternehmens abgestellt worden (4,8%). Dass bei den Finanzierungskosten nicht allein auf die durchschnittlichen Finanzierungskosten der Antragsgegnerin abgestellt worden sei,

sei zutreffend, weil zunächst ein GuBV bestanden habe und dauerhaft von einer sehr hohen mittelbaren Beteiligung der auszugehen gewesen sei.

#### **dd. Die Einwendungen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters**

Die Antragsteller in diesem Verfahren erheben überwiegend nur den Vorwurf, die Fa. Phoenix sei eklatant unterbewertet. Insoweit deckt sich der Vortrag im Wesentlichen mit dem Vortrag im Verfahren wegen des GuBV, 417 HKO 104/05; es handelt sich auch überwiegend um dieselben Antragsteller. Wegen dieser Argumente wird auf die Ausführungen im Anhang verwiesen, in dem der Beschluss aus jenem Verfahren abgedruckt ist.

Auch wegen der Bewertung der Antragsgegnerin bemängeln die Antragsteller zunächst durchgängig, durch die Verweigerung der Vorlage von detaillierten Ergebnissen der einzelnen Geschäftsbereiche sei ihnen eine ins Einzelne gehende Überprüfung der Ertragsannahmen gar nicht möglich. Darüber hinaus erheben sie gegen einzelne Ansätze Einwendungen (überwiegend wiedergegeben im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 5.9.07, Bl. 1101f. GA) und werfen sowohl den Unternehmensvorständen als auch der vor, die Planungszahlen seien nicht hinreichend transparent und die unterlegten Annahmen, soweit sie offenbart würden, allesamt zugunsten des Unternehmenswertes ausfallen; nur durch eine zu hohe Annahme der Erträge habe der hohe Wert der Antragsgegnerin und damit das Umtauschverhältnis von 1:1 überhaupt gerechtfertigt werden können.

#### **ee. Die Auffassung des gerichtlichen**

Der hat die einzelnen Geschäftsbereiche der Antragsgegnerin und deren voraussichtliche geplante Entwicklung einer nochmaligen Betrachtung unterzogen. Danach sollen an Umsätzen anfallen

2006: € 1.966.700.000.- (Antragsgegnerin: € 2.007.600.000.-)

2007: € 1.998.700.000.- (Antragsgegnerin: € 2.063.500.000.-)

2008f.: € 1.900.000.000.- (keine Zahlen der Antragsgegnerin)

Die Abweichungen erklärt der Sachverständige anhand der eigenen Untersuchung von ca. 80% der Produktionsbereiche detailliert damit, dass die unternehmensseitigen Angaben zu den erwartet schlechteren Aussichten im Wettbewerb und den gleichwohl überproportional steigenden Umsatzerwartungen äußerst ambitioniert und so nicht plausibel seien, zumal auch die Hinweise auf mögliche Kosteneinsparungen durch Einsatz neuer Technologien nicht stets überzeugend ausfielen. Deshalb seien die Ertragsmöglichkeiten und die erwarteten Nettoergebnisse im Einzelnen anzupassen (Gutachten S. 33f., Bl. 1665R GA). Wie auch die Antragsgegnerin geht er aus der Sicht des Stichtags 28.12.04 davon aus, dass erst nach Wegfall des GuBV mit der ab 2006

ausschüttbare Erträge zur Verfügung stehen. Danach sollen anfallen

2006: € 106.500.000.- (Antragsgegnerin: € 88.284.000.-)

2007: € 116.800.000.- (Antragsgegnerin: € 97.002.000.-)

2008f.: € 72.179.000.- (Antragsgegnerin: € 85.883.000.-)

Hinsichtlich des geringeren Betrages im Bereich der ewigen Rente (2008f.) begründet er die Abweichung damit, dass es nicht plausibel erscheine, die bis 2007 geplanten jährlichen Umsatzsteigerungen von 3,1% fortzuschreiben; das Unternehmen in seiner bisherigen Struktur habe von 1988-2004 durchschnittlich lediglich 1,6% Umsatzsteigerung jährlich erreichen können und die Begleitumstände hätten sich nicht wesentlich verändert. Der höhere Ertrag der Vorjahre sei teilweise dem vorhergehenden Kostensenkungsprogramm geschuldet und dies sei in der Zukunft jedenfalls so nicht fortsetzbar. Die vom Unternehmen für die Jahre 2008f. angenommene Reinvestitionsquote sei, wie eine Nachprüfung der Reinvestitionstätigkeit für die vergangenen Jahre ergeben habe, zu gering angesetzt worden; angemessen und zur Aufrechterhaltung eines dauerhaft funktionierenden Anlagenstandes sei eine Reinvestitionsquote von 5,35%. (Gutachten S. 64, 65, Bl. 1680f.).

#### **ff. Die Einwendungen der Antragsgegnerin gegen das gerichtliche Gutachten.**

Die Antragsgegnerin wendet hiergegen u.a. ein, der Gutachter habe einen zu geringen Unternehmenswert errechnet, weil er ohne hinreichenden Grund die geplanten Umsätze nach unten korrigiert und zu Unrecht im Rahmen des Gleichgewichtszustandes der „ewigen Rente“ die Annahmen für die kontinuierlichen Steigerungen der Umsätze herabgesetzt und zu hohe Kosten angesetzt habe. Damit habe er eine plausible Unternehmensplanung durch eine eigene Planung ersetzt, was wegen Eingriffs in den betrieblichen Beurteilungsspielraum unzulässig sei (Schriftsatz vom 20.12.10, S. 39f. = Bl. 1943f. GA). Die Erklärungen für die höher als geplant angenommenen Umsätze seien substanzlos (S. 17f. = Bl. 1921f. GA). Das operative Ergebnis für die „ewige Rente“ habe er ganz gegen die herrschende Meinung nicht als dem letzten Planjahr (2007), sondern aus einem Durchschnitt der Vorjahre abgeleitet und konjunkturelle Schwankungen überbewertet. Die angesetzte Investitionsrate (5,35% gegenüber 4,8% seitens ) lasse sich sachlich nicht rechtfertigen; die vom Gutachter angewendete Methode der Ableitung aus dem Konzern-Anlagenspiegel sei nicht tauglich (S. 89f. = Bl. 1993f. GA).

#### **gg. Die Auffassung der Kammer zu den Erträgen**

##### **aaa. Bindung an die Planungen des Unternehmens?**

Die Kammer teilt die Auffassung der Antragsgegnerin und eines Teils der Literatur und Rechtsprechung, wonach die Planungsannahmen des Unternehmens nur eingeschränkt überprüfbar sind (zuletzt OLG Stuttgart NZG 2007, 112, ZIP 2008, 883, 20 W 2/08 = BeckRS 2010, 00900; Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 358, 330), nur sehr eingeschränkt. Richtig ist zwar, dass die Planungen des Unternehmens nicht völlig zur Disposition gestellt werden können. Die Auswahl der herzustellenden Produkte und die Einkaufs- und Vertriebsstrategien unterliegen der Festlegung des Vorstands bzw. der Mehrheit der Anteilseigner. In diese unternehmerischen Entscheidungen kann in der Regel nicht eingegriffen und etwa

eine andere, dem Gericht gewinnbringender erscheinende Unternehmensstrategie unterstellt werden. Diese Festlegungen sind, sofern sie nicht offensichtlich ohne jede vernünftige Begründung erfolgen, zu akzeptieren. Die Prognose über den auf dieser Basis anzunehmenden wirtschaftlichen Erfolg indessen ist regelmäßig in vollem Umfang überprüfbar. Denn die anzunehmenden Produktions-, Herstellungs-, Finanzierungs- und Vertriebskosten können ebenso wie die Margen des Vertriebs anhand der früheren Strukturen des Unternehmens und Vergleichen mit anderen Betrieben der gleichen Branche durchaus nachvollzogen und geschätzt werden und es ist dem Unternehmen zumutbar, insoweit die wirtschaftlichsten Entscheidungen zu treffen und damit den maximal möglichen Umsatz, den maximalen Ertrag und damit den maximalen Unternehmenswert zu erreichen.

Diesen Kriterien wird das Gutachten des \_\_\_\_\_ gerecht, dessen Bewertung das Gericht daher hinsichtlich der zu erwartenden Ausschüttungen folgt. Die Kammer sieht mit Rücksicht auf die bereits geschilderte Güte des Gutachtens davon ab, alle Angriffe beider Seiten ohne Ausnahme im Einzelnen zu kommentieren und beschränkt sich auf die wesentlichen Punkte, die nachfolgend geschildert werden:

### **bbb. Insbesondere: Die Umsatzplanungen in der ewigen Rente**

Der Sachverständige hat in dem Gutachten - und das wird auch in der Kurzfassung hinreichend deutlich - die Planungen des Unternehmens für die Jahre 2004 – 2007 durchweg als zu optimistisch angesehen und in vielen kleineren Punkten Korrekturen vorgenommen. Er hat dabei deutlich gemacht, dass bei dem von der Antragsgegnerin selbst zutreffend hervorgehobenen Konkurrenzdruck in der Kfz-Zulieferindustrie und der nur eingeschränkt möglichen Marktausweitung die Margenannahmen bei vernünftiger Betrachtung nur geringer ausfallen sollten, zumal schon in der Vergangenheit einzelne große Abnehmer, insbesondere Automobilhersteller, wegen ihrer großen Marktmacht Preisreduzierungen hätten durchsetzen können. Die Hoffnung, die höheren Umsätze durch Verdrängung von Mitbewerbern und die Margen im Wesentlichen durch technologische Verbesserungen dauerhaft halten zu können, erschien nicht ausreichend plausibel dargestellt. Deshalb erscheinen die vom Sachverständigen für die Jahre 2004 – 2007 angesetzten Beträge nachvollziehbar.

Das Ergebnis unterscheidet sich für die Jahre 2004 – 2007 von den Annahmen der Antragsgegnerin noch nicht wesentlich, weil auch die Antragsgegnerin für diese Planjahre eine Zentralkorrektur der EBITA vornimmt (vgl. die Gegenüberstellung auf S. 56, Bl. 1677 GA).

Für den Zeitraum ab 2008f. indessen (im Bereich der sog. „ewigen Rente“) wirken sich die unterschiedlichen Annahmen deutlich aus, weil nach den einleuchtenden Darlegungen des Sachverständigen die Umstände, die die Aufrechterhaltung der angenommenen Marge rechtfertigen sollen, nämlich die weitere Verlagerung der Produktion in Niedriglohnländer und das angestrebte weitere Engagement in Wachstumsmärkten, deutlich zu optimistisch gesehen wird.

### **ccc. Insbesondere: Die Reinvestitionsrate in der ewigen Rente**

Die Antragsgegnerin hat in ihrem Verschmelzungsbericht für den Bereich der ewigen Rente eine Reinvestitionsquote von 4,8% angesetzt. Der Sachverständige hat diese Quote aufgrund der Ist- und Planzahlen der Jahre 2000 – 2007 bestätigt gefunden, ist aber aufgrund einer detaillierteren Analyse eines für repräsentativ gehaltenen Teils des derzeitigen Konzernanlagespiegels zu der Auffassung kommen, dass die derzeitigen Anlagen eine höhere Reinvestition repräsentieren (S. 66f. = Bl. 1680 GA: 6,3% bzw. 5,9%). Deshalb hält er einen Mittelwert von 5,35% für angemessener.

Hiergegen wendet sich die Antragsgegnerin und behauptet, der Sachverständige habe übersehen, dass es gerade die Geschicklichkeit der Antragsgegnerin ausmache, auch mit bereits abgeschriebenen Maschinen noch vollständig effektiv zu produzieren, und dass deshalb die tatsächliche Nutzungsdauer zu berücksichtigen sei; deshalb sei die angesetzte Reinvestitionsquote von 4,8% allein zutreffend.

Die Kammer folgt insoweit den Überlegungen des Sachverständigen. Maßgebend ist für die Annahmen im Bereich der ewigen Rente ein prognostizierter Gleichgewichtszustand, der auch bedingt, dass stets die Anlagen in einem Zustand gehalten werden, der dauerhaft die dem angenommenen Ertrag zugrunde liegenden Stückzahlen in der angenommenen Qualität erlaubt. Insoweit kann nicht ohne weiteres die vielleicht in der Vergangenheit bei der Antragsgegnerin praktizierte längere Laufzeit der Maschinen unterstellt werden.

### **ddd. Insbesondere: Konzerninterne Verrechnungspreise**

Einzelne Antragsteller mutmaßen, dass durch nicht angemessene konzerninterne Verrechnungspreise die Erträge der Antragsgegnerin ohne Rechtfertigung zu hoch angenommen wurden. Die Antragsgegnerin hält dagegen, diese Preise seien schon Gegenstand von Prüfungen gewesen und hätten dem standgehalten.

Der Sachverständige hat überzeugend dargestellt, dass es konzerninterne Anlässe für Verrechnungen mit Einheiten außerhalb der Sparte der Antragsgegnerin ohnehin nicht in nennenswertem Umfang gebe (Gutachten S. 33, Bl. 1665R). Da die Verrechnungspreise den steuerlichen Prüfungen standgehalten hätten, habe er sie nicht beanstandet. Das erscheint überzeugend und dem folgt die Kammer.

### **eee. Insbesondere: Synergien**

Die Antragsteller meinen, die Antragsgegnerin habe die durch das Zusammengehen der Antragsgegnerin mit der Fa. Phoenix entstandenen und entstehenden Synergien nicht ausreichend berücksichtigt. Die Antragsgegnerin verweist darauf, dass die sich erst aus der Verschmelzung ergebenden Synergien nach dem sog. „stand-alone-Prinzip“ unberücksichtigt zu bleiben haben; die übrigen Synergien seien berücksichtigt worden.

Nach Auffassung der Kammer ist der Umstand, dass die Antragsgegnerin bereits vor dem Stichtag die Fa. Phoenix mit ihrer Aktienmehrheit beherrscht hat und es ihr möglich war, sich durch Transfer von Wissen und eine höhere Marktmacht Vorteile verschaffen, im Rahmen der Bewertung der Antragsgegnerin zu berücksichtigen. Weitere Vorteile aus der Verschmelzung, etwa der Wegfall kostspieliger Hauptversammlungen bei der Fa. Phoenix oder die Schaffung von Personenidentitäten beim Führungspersonal, sind jedoch lediglich die Folge der Maßnahme und müssen bei der Ermittlung der Wertrelation der Unternehmen außer Betracht bleiben.

Das Gutachten des \_\_\_\_\_ zeigt in vielen Einzelpunkten, dass diese Differenzierung beachtet wurde.

#### **fff. Die Thesaurierung des eigentlich ausschüttungsfähigen Erträge**

Die Fa. Antragsgegnerin plante nach Darstellung der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Standards IDW S1 2004, in den Jahren 2004f. stets alle Überschüsse vollständig auszuschütten. Der Sachverständige hat auf der Grundlage der Empfehlungen IDW S1 2005 ab 2008 nur mit einer Ausschüttung von 50% gerechnet, weil dies der Praxis anderer Unternehmen in dieser Branche entspreche (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 folgt aus den bereits zuvor geschilderten Erwägungen der Auffassung des Sachverständigen. Sie führt auch zu überzeugenden Annahmen. Denn das neuere Bewertungssystem kürzt zwar die Ausschüttungen. Sie stellt aber die hierdurch entstehenden Vorteile selbstverständlich 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. Der Sachverständige hat 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. die anl. Tabelle 2, 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. Deshalb ist generell gegen die Abweichung von der Vollausschüttungsannahme nichts zu erinnern (ebenso OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900).

## **d. Ergebnis**

Die sich aus diesen Annahmen errechnenden Ergebnisse lassen sich in der diesem Beschluss beigefügten Tabelle 3 entnehmen.

## **5. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge**

### **a. 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, der der Aussicht auf ihre künftige Zahlung entspricht. Dies geschieht durch mathematische Abzinsung (Diskontierung) auf den Stichtag, an dem die Verschmelzung beschlossen wird (hier: 28.12.04); der sich ergebende Betrag wird der Barwert genannt.

Da es aber eine betriebliche Auswertung der Betriebsergebnisse des laufenden Jahres an diesen Tag zu diesem Stichtag noch nicht geben kann, wird die Abzinsung entweder bis zum Ablauf des letzten Geschäftsjahres bzw. auf den Beginn des laufenden Geschäftsjahres vorgenommen (hier: 31.12.03) und der sich daraus ergebende Betrag wiederum aufgezinnt auf den Stichtag (hier: 1.1. – 28.12.04) oder – wie hier - die Abzinsung mathematisch sogleich auf den Stichtag vorgenommen. Dabei ist nach herrschender zutreffender Auffassung auf den für das jeweilige Unternehmen ermittelten Kapitalisierungszins für das Jahr der Aufzinsung abzustellen.

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 b.). Dann wird versucht festzustellen, welche Mehrrendite im allgemeinen erzielt wird, wenn eine riskantere Anlage in Aktien gewählt wird (sog. Marktrisikoprämie), wobei zunächst auf den gesamten Aktienmarkt abgestellt wird (sog. Allgemeine Marktrisikoprämie, vgl. unten c.) und danach erforscht wird, ob hiervon im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des hier untersuchten Unternehmens Ab- oder Zuschläge vorzunehmen sind (vgl. unten d.).

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) 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 im Allgemeinen die Erträge nominell steigen werden; denn es darf angenommen werden, dass das Unternehmen in der Lage ist, zumindest teilweise die Folgen der inflationären Geldentwertung an seine Abnehmer weiter zu geben. Wenn aber zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag (vgl. unten e.) aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, a.a.O., S. 107 ff.).

## **b. Der Basiszins**

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

aa. Die hierzu vertretenen Meinungen gehen weit auseinander. Am ehesten besteht noch Übereinstimmung darin, dass als risikoloseste Geldanlage Anleihen des deutschen Staates, des deutschen staatlichen Sondervermögens und einiger Staaten des europäischen Auslands angesehen werden. Die Antragsteller stehen mehrheitlich auf dem Standpunkt, es müssten möglichst langfristige Titel zum Vergleich herangezogen werden (30 Jahre) und es müsse auf deren aktuelle Zinshöhe abgestellt werden. Die Antragsgegnerin dagegen meint, in solch langfristigen Festlegungen liege wegen des praktisch nicht übersehbaren fernen Risikos der Abweichung vom dann aktuellen Zins eine derart große Unsicherheit, dass sie aus guten Gründen nur relativ selten gewählt würden; ein Häufungspunkt liege dagegen auf 10jährigen Titeln, die daher eher repräsentativ seien. Zudem dürfe nicht auf den aktuell angebotenen Zins abgestellt werden. Vielmehr müsse einkalkuliert werden, dass das Geld mehrfach wieder angelegt werde und der dann aktuelle Zins ungewiss sei; deshalb müsse auf einen im langjährigen Vergleich ermittelten Durchschnittswert abgestellt werden.

bb. Konkret bringen einige Antragsteller vor, eine 30jährige Bundesanleihe sei im Dezember 2004 für nur ca. 4,2240% zu haben gewesen; der Basiszins könne daher jedenfalls nicht höher angenommen werden. Andere Antragsteller halten einen Basiszins von ca. 3,5% oder 4,0% für angemessen. Der gemeinsame Vertreter hat sich für einen Wert von 5,37% ausgesprochen

cc. Die Antragsgegnerin dagegen stützt sich auf 10jährige Titel, die zwar 2004 nur eine Rendite von 4,29%, versprochen hätten. Da es aber seit 1969 drei Zinszyklen gegeben habe und diese sich mit Wahrscheinlichkeit wiederholten, müsse auch der durchschnittliche Zins aus der Vergangenheit mit abgebildet werden. Dieser habe in den drei Zinszyklen 7,98, 7,69 und 7,15% betragen. Hieraus könne nach der Methode von Widmann/Schieszl/Jeromin (Der Kapitalisierungszinsfuß in der praktischen Unternehmensbewertung, Finanz Betrieb 2003, 800 ff) eine durchschnittliche voraussichtliche Anschlussrendite von 5,5% errechnet. Deshalb rechtfertige sich ein Basiszinssatz von 5,5%. Dass der IDW kurz nach der Begutachtung in diesem Fall seine Empfehlung dahin geändert habe, künftig nur von

einem Basiszins von 5% auszugehen, habe man damals noch nicht gewusst und habe man auch nicht erwarten können.

dd. Der Sachverständige hat unter Anwendung der Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode einen Basiszins von 4,75% angenommen, von welchem er eine typisierte Einkommenssteuerbelastung von 35% abgesetzt hat, sodass er von einer Nachsteuergröße von 3,09% ausgeht (S. 80 = Bl. 1451 GA).

ee. Die Kammer nimmt zur Kenntnis, dass es eineindeutige Lösungen 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 legende Zinssatz unter wertender Betrachtung zu schätzen (§ 287 ZPO). Das Gericht neigt der Ansicht zu, dass dem Zeitpunkt des Aktienentzugs und dem dann aktuellen Zinssatz für langfristige Anleihen eine vordringliche Bedeutung zukommt, sofern es sich nicht ersichtlich um Spitzen der Zinszyklen handelt. Die zurzeit und auch Ende 2004 angebotenen Zinssätze sind bereits seit längerer Zeit relativ stabil, was auf die Einführung des EURO und der Europäischen Zentralbank und die von den EU-Verträgen verlangten Währungsstabilität zurückzuführen und ein erklärtes politisches Ziel ist. Deshalb folgt das Gericht dem Basiszins und bemisst den Basiszins auf 4,75% brutto bzw. 3,09% nach Abzug einer pauschal geschätzten Einkommenssteuer. Die Empfehlungen des IDW, die für Ende 2004 einen Basiszinssatz von 5,5% enthielten, hat die Kammer auch damals bereits für nicht überzeugend hoch gehalten.

### **c. Die allgemeine Marktrisikoprämie**

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

aa. 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 seien, als auch über den Referenzzeitraum der Ermittlung (Überblick bei Großfeld, a.a.O., S. 122 ff.).

bb. Die Antragsteller verweisen auf Studien des Deutschen Aktieninstituts (Studien 2004, Heft 26: Marktrisikoprämien zwischen -1,25% und +5,8%), auf aktuelle Einschätzungen deutscher Kreditinstitute (Deutsche Bank: 2%; Dresdner Bank: 2%; und Lebensversicherungen (ca. 3%) sowie auf wissenschaftliche Untersuchungen (Stehle vor 2003: 2,6%; Albrecht: 2,5%) und zahlreiche bereits ergangene 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%) und meinen deshalb, der Ansatz von 5% sei völlig

unvertretbar. Würde mit dieser Marge etwa der DAX fortgeschrieben, ergäbe sich aus einem Kapital von € 10.000.- nach 50 Jahren bei einem Basiszins von 5,5% € 589.100.-, bei einer zusätzlichen Aktienrendite von 5%, also einer Gesamtrendite von 10,5% aber € 1.472.700.-, was gänzlich unrealistisch sei. Die Marktrisikoprämie könne deshalb allenfalls 2% betragen.

cc. Die Antragsgegnerin entgegnet, der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer spreche sich in den – für Wirtschaftsprüfer quasi bindenden – Verlautbarungen für die Verwendung von Marktrisikoprämien von 4%-6% aus; es sei auf die am 28.12.04 gültigen Empfehlungen abzustellen. Nach der von ihr herangezogenen wissenschaftlichen Untersuchung auf der Grundlage historischer Zeitreihen werde dieser Wert bestätigt (Stehle, Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, WPg 2004, 906ff.).

Die von den Antragstellern herangezogenen Werte von 0,5-2% hätten sich auf einer mit der jetzigen Bewertung nicht vergleichbaren Vorgehensweise ergeben: damals seien Risiken sowohl bei der Ermittlung der Nettoüberschüsse als auch im Zinssatz erfasst worden; die Risikozuschläge im Zinssatz seien dann zwangsläufig geringer als bei der Diskontierung eines „risikoneutralen“ Erwartungswerts der Überschüsse (vgl. etwa zur früheren Berechnungsmethode OLG Stuttgart, AG 2000, 428, 432, zur neuen Methode OLG Stuttgart, AG 2004, 271, 275; OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 333 u.a.). Die vorliegende Unternehmensbewertung berücksichtige die Risiken vornehmlich im Bereich des Kapitalisierungszinses. Zudem werde als sie Nachsteuer-Rechnung durchgeführt, so dass die typisierte Einkommenssteuer von 35% abzusetzen sei; hierdurch ergebe sich – bei einem neutralen Beta-Faktor von 1,0 - bei einer Vorsteuer-Marktrisikoprämie von 5% nur eine Nachsteuer-Marktrisikoprämie von 3,25%.

dd. Der  hat eine allgemeine Marktrisikoprämie von 5,5% angenommen mit Rücksicht darauf, dass zur damaligen Zeit eine Empfehlung des IDW bei 5-6% gelegen habe. , dessen Untersuchungen überzeugend seien, habe von den von ihm festgestellten Überrenditen von Aktien einen Abschlag von 1-1,5% vorgenommen mit dem Hinweis auf zukünftig wahrscheinlich geringere Kursschwankungen von Aktien, was nicht überzeugend erscheine (GA S. 72, Bl. 1684 GA).

ee. Die Kammer tritt im Grundsatz der Darstellung der Antragsgegnerin und den Untersuchungen bei, auf die sie sich stützt.

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 S1 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.

Die erkennende Kammer hat bisher für die hier betreffende Zeit Marktrisikoprämien (jeweils nach Steuern) von 5% (417 O 124/05 „Spar“) und 5,5% (417 O 102/07 „Vion“) angenommen sowie für frühere Zeiträume durchgehend 5%. Das hält die Kammer auch in diesem Fall für richtig. Aus der beigefügten Tabelle 3 sind die Auswirkungen ersichtlich.

#### **d. Der Betafaktor**

Der so gefundene Wert für die allgemeine Marktrisikoprämie 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 von Banken an die Unternehmen ausgelegten Großkredite und das Verhalten des Börsenkurses im Vergleich zu anderen Unternehmen (Überblick bei Großfeld, a.a.O., S. 130ff).

Die am weitesten verbreitete und auch in den bereits erwähnten Standard der Wirtschaftsprüfer (IDW-S1, Ziffer 97, 98) aufgenommene Methode ist das Kapitalpreisbildungsmodell (Capital Asset Pricing Model, CAPM), das auf die sog. Volatilität der Aktie abstellt, also auf die Schwankungsbreite des Kursverlaufes: je höher und kurzfristiger die Kursänderungen, desto risikoreicher ist die Aktie; umgekehrt wird eine Aktie als risikoarm eingeschätzt, wenn sie wenig im Wert differiert und die Aktienwerte sich nur langsam verändern (Großfeld, a.a.O., S. 136). Dieser - Beta-Faktor genannte - Wert soll die Risikorelation des zu beurteilenden Unternehmens zu dem Durchschnitt anderer Unternehmen abbilden und wird mit 1 angegeben, wenn das Unternehmen nicht abweicht, mit  $>1$ , wenn es als risikoreicher angesehen wird und  $<1$ , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht.

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, 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“).

Eine besondere Schwierigkeit bei der Bewertung der Antragsgegnerin liegt darin, dass für sie mangels Börsennotierung kein Beta-Faktor auf diese Weise ermittelt werden kann.

aa. Die Antragsteller meinen, die Heranziehung von Beta-Werten anderer Unternehmen sei unnötig, die Werte ausländischer Unternehmen kämen ohnehin nicht in Betracht. Wie diese Werte ermittelt worden seien, sei weder offenbart noch nachvollziehbar. Jedenfalls scheide eine Korrektur des so ermittelten Beta-Werts bereits aus grundsätzlichen Erwägungen aus. Den unternehmerischen Risiken stünden gleichwertige Chancen gegenüber und es gehe nicht an, den Unternehmenswert an den zukünftigen Risiken zu messen und die zwangsweise ausscheidenden Aktionäre nicht an den Chancen zu beteiligen. Jedenfalls müsse es bei dem konkret ermittelten Wert bleiben.

bb. Die Antragsgegnerin 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; er spiegele die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf das Risiko der Eigenkapitalgeber wider. Da für die Antragsgegnerin mangels Börsennotierung kein Beta-Wert habe festgestellt werden können, habe man eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen und deren Beta-Werte herangezogen (Liste im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 5.9.07, S. 68, Bl. 1168 GA). Der sich damit ergebende Wert von 0,7 betreffe ein „unlevered Beta“ und müsse noch auf ein „levered Beta“ von 0,83 korrigiert werden, weil das „unlevered Beta“ lediglich nur das operative Risiko, nicht aber das finanzierungsseitige Risiko abbilde, auf das es aber bei vom Außenhandel abhängigen Firmen wie der Phoenix ebenfalls entscheidend ankomme.

cc. Der (Gutachten S. 80f. = Bl. 1452f. GA) steht auf dem Standpunkt, angesichts der fehlenden Feststellbarkeit eines eigenen „Beta“ sei auf die Beta-Werte gleichartiger Unternehmen desselben Geschäftsfeldes abzustellen. Dies ergebe (Gutachten S. 75, Bl. 1685R GA) einen durchschnittlichen Wert der Betafaktors von 0,7, wenn unterstellt werde, dass die Vergleichsunternehmen in keiner Weise verschuldet seien. Berücksichtige man den nach seinen Planungsannahmen eintretenden Verschuldungsgrad der Antragsgegnerin von ca. 36%, so müsse mit einem Betafaktor für die Jahre 2004 – 2008 von 0,96 gerechnet werden (GA S. 77, Bl. 1686R GA).

dd. Das Gericht folgt der Antragsgegnerin darin, dass der bei der Barwertermittlung herangezogene Kapitalisierungszins möglichst genau auf die zukünftige Ertragsersparnis 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 von 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, nichts zu tun hat.

Das Gericht sieht sich nicht in der Lage, diese Frage für den konkreten Fall aufgrund intersubjektiv eindeutig nachprüfbarer Tatsachen und Ableitungen zu entscheiden. Der hat eine weitere Möglichkeit aufgezeigt, die gegenüber den Annahmen der Antragsgegnerin, der Unternehmensprüferin und der sachverständigen Prüferin keine höhere Plausibilität aufweist. 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. Bei der Abwägung fallen insbesondere folgende Argumente ins Gewicht:

Warum die Vorstände der Antragsgegnerin und der Phoenix und die Bewerter in den Firmen in die von ihnen zusammen gestellte „peer group“ fast ausschließlich ausländische Autozulieferer aufgenommen haben ist im Dunklen geblieben. Auch der Sachverständige hat für seine insoweit gleiche Auswahl keine durchschlagenden Argumente gefunden. Deshalb erscheint der aus der peer-group abgeleitete Wert nicht überzeugend begründbar und liegt daher eher nahe, den neutralen Wert von 1,0 heranzuziehen. Die Kammer hat insoweit einen großen Wert auf den Umstand gelegt, dass die Antragsgegnerin erst kurz vor Abschluss des Verschmelzungsvertrages in der jetzt zu prüfenden Form entstanden ist, indem zahlreiche Firmen der auf die jetzige Antragsgegnerin „umgehängt“ wurden. Hier bestand der Verdacht, dass es sich insoweit noch gar nicht um ein vollständig organisiertes Firmengebilde handelte, das am Markt allein wegen der Neustrukturierung und den damit gewöhnlich einher gehenden Risiken mit einem höheren strukturellen Risiko bewertet werde. Diese Befürchtung hat aber der weitgehend beseitigt, indem er detailliert schilderte, dass die solcherart „umgehängten“ Tochterfirmen bereits unter der einen zusammenhängenden und zusammen arbeitenden Firmenteil gebildet habe und das Personal sowie die Führungsstrukturen weitgehend erhalten geblieben seien. Andererseits vermochte er auch nicht zu bestätigen, dass schon der mögliche Zusammenschluss mit der Fa. Phoenix (die Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss selbst müssen wegen des „stand-alone-Prinzips“ unbeachtet bleiben) dem Unternehmen am Markt einen risikominimierenden Status verschafft habe, etwa durch ein höheres Eigenkapital oder durch einen geringeren Fremdfinanzierungsgrad.

Deshalb geht das Gericht nach Abwägung aller Umstände von einem neutralen Beta-Faktor von 1,0 aus und übernimmt damit nahezu das vom Sachverständigen befürwortete Ergebnis.

#### **e. 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.

aa. 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, a.a.O., S. 107 ff.) 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; OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900).

bb. Die Antragsteller prognostizieren, dass die Antragsgegnerin (bei unterstellt gleichbleibender Alleinstellung) in Zukunft jederzeit in der Lage sein werde, inflationsbedingte Kostensteigerungen über höhere Preise wieder zu verdienen und meinen daher, unter Berücksichtigung einer zukünftigen durchschnittlichen Inflation von 2% müsse ein Wachstumsabschlag von wenigstens 2% vorgenommen werden. Geringere Werte würden auf die Annahme des Schrumpfens des Unternehmens hinauslaufen, was jedenfalls bei diesem Unternehmen eine durch nichts gestützte Prognose sei.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen verweist darauf, dass nach allgemeiner Einschätzung zwar die Geldentwertung von Unternehmen besser aufgefangen werde als bei einer Anlage in festverzinslichen Anleihen. Aus den Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank ergebe sich aber, dass Unternehmen von 1971 – 1994 lediglich ein Gewinnwachstum von 1,7% p.a. erzielen konnten, woraus bei einer durchschnittlichen Inflationsrate (für 1991 – 2003) von 2,3% folge, dass inflationsbedingte Kostensteigerungen eben nicht vollständig, sondern bei Gewichtung von Gewinnthesaurierungen und organischem Wachstum nur ca. 50% der inflationären Kostensteigerungen umgelegt werden konnten (Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanz Betrieb 2003, 800ff.) Langfristig sei mit Inflationsraten von 1,5 – 2% zu rechnen; der Kostendruck im Kfz-Zuliefergewerbe lasse erwarten, dass sich hiervon nur 50% auf die Preise umlegen lasse. Deshalb sei ein Wachstumsabschlag von nicht mehr als 0,5% gerechtfertigt.

dd. 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 Antragsgegnerin nicht geben wird. Es bedarf daher der bewertenden Schätzung nach § 287 ZPO.

Hierbei fällt insbesondere ins Gewicht, dass die Antragsgegnerin offensichtlich in der Vergangenheit in der Lage war, auch bei höheren Inflationsraten die dadurch bewirkten Kostensteigerungen zu überwälzen. Von den Faktoren, die die allgemeine Teuerungsrate zukünftig maßgeblich beeinflussen werden (weltweite Steigerung Rohstoffpreise etc.) ist die Antragsgegnerin angesichts ihrer weltweiten Standorte prinzipiell weniger abhängig als nur national tätige Betriebe. Andererseits erscheinen die Darlegungen der Antragsgegnerin, dass sich der Markt, in welchem sie tätig sei, verenge und es vermutlich in der Zukunft zu einem konkurrenzbedingten Preisdruck kommen werde, der die Weitergabe aller inflationsbedingten Preiserhöhungen vermutlich nicht zulassen werde.

Deshalb erscheint die Annahme eines Wachstumsabschlages von 1,8%, der mit der vom Sachverständigen angenommenen zukünftigen Preissteigerungsrate korreliert, überzeugend.

## **6. Der Abzinsungsvorgang**

Das konkrete Ergebnis der Abzinsung nach den oben entwickelten Kriterien ergibt sich aus der diesem Beschluss beigefügten Tabelle 3.

## **7. Sonstige, dem Barwert hinzu zu rechnende Positionen**

Zu dem Unternehmenswert müssen noch diejenigen Werte des Unternehmens hinzugerechnet werden, die nicht in die Berechnung des Ertragswertes eingeflossen sind.

### **a. Grundstück Eislingen**

Dazu gehört im vorliegenden Fall zunächst ein Grundstück der Antragsgegnerin in Eislingen. Dessen Wert war durch die | für die Antragsgegnerin mit 3.400.000.- abzüglich Abbruchkosten von € 1.200.000.- ermittelt worden und von diesem Wert wurden noch die Ertragssteuer auf den Veräußerungsgewinn sowie die persönliche Ertragssteuerbelastung auf Anteilseignerebene abgesetzt, so dass sich ein Sonderwert von € 1.200.000.- ergab (Verschmelzungsbericht S. 138).

Der Sachverständige hat den Wertansatz geprüft und anhand der späteren Veräußerungserlöse bestätigt gefunden, aber gemeint, es dürften nicht die fiktiven Ertragssteuern auf Anteilseignerebene abgesetzt werden, weil es andere Möglichkeiten der Verwertung des Erlöses gebe, die diese Steuerlast vermeiden könne.

Hinsichtlich der abzusetzenden fiktiven Ertragssteuer schließt sich das Gericht der Auffassung des gerichtlichen Gutachters an. Wenn es, wie die Antragsgegnerin nicht bestritten hat, steuerlich neutrale Verwendungsmöglichkeiten für die Erlöse gibt, können diese genutzt werden und es kann auf die Verminderung durch die fiktiven Ertragssteuern verzichtet werden. Mit der dem Gericht von der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 23.5.11 unterstellten Anwendung des Standards IDW S1 (2000) hat das nichts zu tun. Deshalb setzt die Kammer mit dem Sachverständigen einen Sonderwert von 1.400.000.- an.

#### **b. Unternehmenswert der Fa. Phoenix**

Ferner war die Antragsgegnerin am Stichtag 28.12.04 im Besitz von 75,604% der Aktien der Fa. Phoenix; ihr sind also noch zusätzlich 75,604% des Unternehmenswertes der Fa. Phoenix zuzurechnen. Der Wert der Fa. Phoenix per 28.12.04 ergibt sich aus den Darlegungen der Kammer im Beschluss vom gleichen Tag in der Sache 417 HKO 104/05, der diesem Beschluss als Anhang beigelegt ist und beträgt € 370.623.880.-. Damit ergibt sich für die Antragsgegnerin ein Beteiligungswert von € 280.205.330.-

### **8. Das Ergebnis**

a. Im Ergebnis ergibt sich so ein Wert der Antragsgegnerin, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte von € 1.373.416.312.- Bei insgesamt 85.926.950 Aktien ergibt das einen Wert von € 15,98 pro Aktie. Die Einzelheiten der Berechnung ergeben sich aus der diesem Beschluss als Anlage beigelegten Tabelle Nr. 3.

Durch den Umtausch der Phoenix- in die aktien im Verhältnis 1:1 haben die früheren Aktionäre der Fa. Phoenix, deren Aktie – wie oben zu C. festgestellt € .... wert war – jeweils € 7,90 zu wenig erhalten. Nach § 15 I UmwG ist dieser Betrag als bare Zuzahlung zu zahlen.

### **D. Die Begründung des Entscheidung betreffend den Verlust der Börsennotierung**

#### **I. Das Begehren der Antragsteller zu 64 und 69**

Infolge der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister und des daraufhin eingetretenen Verlustes der Rechtsfähigkeit der Fa. Phoenix wurde der Börsenhandel der Phoenix-Aktien am 24.1.07 eingestellt (sog. kaltes Delisting). Die Antragsteller zu 30, 31, 65 und 66 haben dies zum Anlass genommen, in einem separaten Verfahren zu beantragen, eine angemessene Abfindung für den Verlust der Börsennotierung am 24.1.07 festzusetzen.

Das Gericht hat diese Anträge durch Beschluss vom 29.6.07 (Landgericht Hamburg, 417 HKO 9/07) zurückgewiesen. Die hiergegen eingelegte Beschwerde wurde durch Beschluss vom 30.3.10 zurückgewiesen (HansOLG, 13 W 11/09).

Die Antragsteller 64 und 69 haben denselben Antrag in diesem Verfahren gestellt (Bl. 767, 933 GA).

## II. Die Erwägungen der Kammer

Die Kammer hält an ihrer im Beschluss vom 29.6.07 (417 KHO 9/07) geschilderten Auffassung fest, die vom HansOLG am 30.3.10 bestätigt wurde (13 W 11/09).

Die Anträge der Antragsteller zu 64 und 69 sind aus keinem rechtlichen Gesichtspunkt begründet. Es gibt keine gesetzliche Grundlage für ihr Begehren, ein Angebot auf Ankauf ihrer Aktien durch die Antragsgegnerin nach deren Wert am 24.1.07 zu erhalten. Auch verfassungsrechtliche Argumente rechtfertigen einen solchen Anspruch nicht.

Richtig ist zwar, dass eine Aktie dadurch, dass sie nicht mehr an der Börse handelbar ist, aus Sicht eines einzelnen Aktionärs weniger wert ist, weil sie bedeutend schwieriger verkäuflich und der Verkaufspreis nicht anhand eines (relativ) verlässlichen Marktindikators feststellbar ist. Diese Folgen treten sowohl beim „regulären Delisting“, also der von der Hauptversammlung beschlossenen Rücknahme der Börsenzulassung, als auch beim hier vorliegenden „kalten Delisting“ ein, also dem Verlust der Börsenzulassung durch Umtausch der Aktien in andere Aktien nach § 5 I 7 UmwG. Richtig ist ferner, dass wegen dieser Werteinbuße der Aktionär aus verfassungsrechtlichen Gründen einen Anspruch darauf hat, vom Unternehmen oder von dem bestimmenden Hauptaktionär ein Angebot auf Ankauf seiner Aktie zum wahren Wert zu erhalten (BVerfG NJW 1999, 3796 – DAT/Altana -; BVerfG NJW 2001, 279 – Moto Meter; BGH NJW 2003, 1032, 1034 – Macroton; OLG Düsseldorf, AG 2005, 480f.).

Dieser Anspruch ist aber bereits in § 15 UmwG gesetzlich dahin geregelt, dass dieses Kaufangebot im Zusammenhang mit dem Beschluss der Hauptversammlung über die Verschmelzung abzugeben und die Abfindungshöhe auf der Basis des zu dieser Zeit maßgeblichen Wertes zu bestimmen ist. Dem Gesetzgeber ist die Folge der Verschmelzung, nämlich letztlich der Wegfall der Börsennotierung der früheren Aktien, bekannt gewesen und er hat gleichwohl wegen des Zeitpunktes für die Berechnung des Wertersatzes nicht auf den Eintritt dieser Folge, sondern auf deren Entschließung angestellt. Verfassungsrechtliche Bedenken gegen diese Regelung bestehen nicht. In dem zwischen der Beschlussfassung und dem Wegfall der Aktie liegenden Zeitraum ist die Aktie im Grundsatz noch dividendenberechtigt und handelbar. Im vorliegenden Fall konnten die Aktionäre wegen des bereits vorher wirksamen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages zwar nur entweder die Aktie dem Hauptaktionär andienen oder die angebotene, jährlich fixe Dividende annehmen. Dieses ist aber nach den §§ 304f. AktG jedenfalls in Verbindung mit der gerichtlichen Überprüfung nach dem SpruchG ein gleichwertiger Vorteil.

Die von den Antragstellern beanspruchte Abfindung auf den Tag des Delistings ließe sich auch mit dem Sinn des Aktiengesetzes nicht vereinbaren: Die Bestimmung, ob und wie lange die Aktiengesellschaft an der Börse zugelassen ist, obliegt der Hauptversammlung. Gleiches gilt selbstverständlich auch für die erstmalige Festlegung, ob und in welcher Höhe den Aktionären für den Verlust der Börsenzulassung Vorteile zu gewähren sind. Dieses Selbstbestimmungsrecht würde vereitelt, wenn die Bestimmung der Höhe der Abfindung allein in einem späteren gerichtlichen Verfahren und ohne Mitwirkung der Hauptversammlung entschieden werden müsste. Auch würde das jetzt im SpruchG geregelte Verfahren zur Ermittlung der Abfindungshöhe und die in diesem Verfahren intendierte Richtigkeitsgewähr unterlaufen, weil das Gericht nicht mehr durch Bestellung sachverständiger Prüfer im Vorfeld der Maßnahme Einfluss nehmen und eine zeitgleiche Kontrolle nicht stattfinden könnte. Ferner müsste entgegen dem Ziel des SpruchG stets ein umfangreiches neues Gutachten eingeholt werden.

Schließlich würden die Aktionäre am Erfolg oder Misserfolg sämtlicher Umstrukturierungsmaßnahmen auch im Fall letztlich bestätigter Unternehmensmaßnahmen teilnehmen, weshalb seitens der Unternehmen wenig Neigung bestünde, für nötig gehaltene unternehmerische Entscheidungen auch zeitnah umzusetzen. Auch hätten es einzelne Aktionäre in der Hand, durch Erhebung von Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen den Zeitpunkt der Abfindung und damit auch letztlich deren Höhe zu bestimmen.

#### **E. Die Begründung der Nebenforderung: Die Verzinsung**

Die Anordnung über die Verzinsung folgt für die Zuzahlung aus § 15 II UmwG und für den nach § 29 UmwG anzubietenden Erwerb aus dem Verweis von § 30 I 2 UmwG auf § 15 II UmwG.

Die Anordnung der Verzinsung hat bereits in diesem Beschluss zu erfolgen, obwohl dieser noch keinen Vollstreckungstitel darstellt und der Aktionär seine aus diesem Beschluss folgenden Ansprüche bei nicht freiwilliger Zahlung erst vor dem ordentlichen Gericht einklagen müsste (MüKoAktG-Volhard, a.a.O., § 11 SpruchG Rdn. 3,4 mwN). Denn Gegenstand dieser Entscheidung ist die vollständige Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung, die ohne ihre Begleitumstände, also insbesondere deren Fälligkeit und Verzinsung, nicht vollständig geschehen könnte (a.A. offenbar OLG Hamburg, DB 2002, 521ff mit der Bemerkung, der Zinsausspruch habe nur deklaratorischen Charakter).

Nach § 15 II UmwG in der bei Vertragsschluss und bei Beginn des gerichtlichen Verfahrens geltenden Fassung war die Zuzahlung von dem Tag nach der Bekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung in das Register des Sitzes des übernehmenden Rechtsträgers an mit jährlich 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen. Durch das Gesetz über die Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG, BGBl. I 2009, S. 2479, Ziffer 44, S. 2487) wurde der Zinssatz mit Wirkung zum 1.9.09 auf 5% angehoben, und zwar wegen Fehlens einer Übergangsvorschrift im ARUG auch für bereits anhängige Verfahren.

Die Verschmelzung ist mit der Bekanntmachung seiner Eintragung in das Handelsregister wirksam geworden. Die Eintragung erfolgte am 16.1.07. Die Bekanntmachung erfolgte am 24.1.07 im Bundesanzeiger. Deshalb beginnt die Zinspflicht ab dem 25.1.07.

Einige Antragsteller meinen, die Verzinsung müsse nicht erst ab 25.1.07, sondern bereits ab dem Übertragungsbeschluss (hier: 28.12.04) erfolgen. Das Gesetz verlange eine Abfindung, die „die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtige“. Werde die Zuzahlung bzw. im Fall der Ausnutzung des Erwerbsangebots der zu zahlende Gegenwert erst später gezahlt und nicht schon früher verzinst, laufe dies auf die Gewährung eines zinslosen Darlehens durch die Minderheitsaktionäre hinaus, die aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht hingenommen werden könne.

Dem folgt das Gericht nicht. Die gesetzliche Regelung ist eindeutig. Das Verfassungsrecht gebietet nicht, die Regelung ganz oder teilweise für unwirksam zu halten oder gegen sie zu entscheiden. Zwar kann von der Beschlussfassung bis zur tatsächlichen Übertragung durchaus (z.B. wegen der Anhängigkeit einer Anfechtungsklage und/oder einem Streit über die Eintragungspflicht mit dem Registergericht) eine längere Zeit vergehen. Die Aktionäre sind aber, worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist, in diesem Zeitraum noch berechtigt, Nutzen aus ihren Aktien zu ziehen. Entscheiden sie sich für das Behalten der neuen Aktie der neuen Aktie der Antragsgegnerin, sind diese Aktien nach § 2.2. des Verschmelzungsvertrages bereits ab dem 1.1.05 gewinnberechtigt und wird die Zuzahlung ab dem 25.1.07 verzinst. Entscheiden sie sich für die Annahme des Erwerbsangebotes, erhalten sie die pauschalierte Gewinnberechtigung in Form der Ausgleichszahlung nach § 5.1.f. des GuBV. Die Gewährung einer Verzinsung vom 1.1.05 bis 24.1.07 würde auf eine doppelte Nutzungsziehung hinauslaufen. Dass der Gesetzgeber für den Fall, dass der Hauptaktionär die verzögerte Eintragung nicht zu vertreten hat und auf spätere Kursänderungen keine Rücksicht mehr genommen wird, keine Anpassung der Abfindung oder eine Verzinsung angeordnet hat, erscheint bei Abwägung der beiderseitigen Eigentumsgewährleistungen des Art. 14 GG nicht zu beanstanden (im Ergebnis ebenso OLG Düsseldorf, AG 2004, 212; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146; OLG Hamburg, NZG 2003, 978 und NZG 2005, 86; OLG Köln, BB 2003, 2307).

## **F. 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. Das ist aber nicht der Fall. Denn es sind entsprechend den Anträgen der Antragsteller eine Zuzahlung und ein höherer Ankaufspreis festgesetzt worden.

2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. In § 15 SpruchG fehlt eine Regelung zu den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin, woraus sich ergibt, dass eine Kostenerstattung nicht stattfindet

3. 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. Eine solche Ausnahme liegt vor, weil die Anträge der Antragsteller erfolgreich sind. Das gilt natürlich nicht für die Antragstellerin zu 73), deren Antrag als unzulässig zurückgewiesen wurde.

4. Die Entscheidung über die dem gemeinsamen Vertreter gegen die Antragsgegnerin zustehenden Gebühren ergibt sich aus § 6 II SpruchG.

5. Der gerichtliche Geschäftswert bemisst sich nach § 15 I SpruchG nach dem Betrag, der sich für die berechtigten Anteilsinhaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts als zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000.- und maximal € 7.500.000.-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Die Nebenforderungen (Zinsen) gehen nicht in den Geschäftswert ein (OLG Düsseldorf, AG 2003, 329ff a.E.). Die Zuzahlung beträgt nach den Ausführungen zu III. pro Aktie € 7,90. Insgesamt sind 3.785.704 Aktien außenstehender Aktionäre von Erhöhung der Abfindung betroffen, woraus sich ein gerichtlicher Geschäftswert von € 29.909.623.- ergibt, der auf € 7.500.000.- begrenzt wird.

6. Der für die Berechnung der außergerichtlichen Kosten (insbesondere die Rechtsanwaltskosten) erforderliche Gegenstandswert für jeden Antragsteller ist nach § 31 I RVG zu bestimmen, der lautet:

Vertritt der Rechtsanwalt im Verfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz einen von mehreren Antragstellern, bestimmt sich der Gegenstandswert nach dem Bruchteil des für die Gerichtsgebühren geltenden Geschäftswerts, der sich aus dem Verhältnis der Anzahl der Anteile des Auftraggebers zu der Gesamtzahl der Anteile aller Antragsteller ergibt. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung der auf die einzelnen Antragsteller entfallenden Anzahl der Anteile ist der jeweilige Zeitpunkt der Antragstellung. Ist die Anzahl der auf einen Antragsteller entfallenden Anteile nicht gerichtsbekannt, wird vermutet, dass er lediglich einen Anteil hält. Der Wert beträgt mindestens 5 000 Euro.

Einige der Antragsteller haben die Anzahl der von ihnen gehaltenen Aktien nicht mitgeteilt, sondern nur nachgewiesen, dass sie überhaupt Aktien gehalten haben. Sie können diese Mitteilung nach der vorstehenden Regelung nicht mehr nachholen, weil sich sonst die Höhe der für die anderen Antragsteller geltenden Gegenstandswerte verändern würde. Deshalb wird ihnen bei der nachfolgenden Berechnung nur jeweils eine Aktie zugeschrieben.

Danach ergeben sich die Geschäftswerte für die jeweiligen Antragsteller wie aus dem Tenor ersichtlich.

7. Der Gegenstandswert der Vergütung des gemeinsamen Vertreters bemisst sich nach § 6 II SpruchG nach dem gerichtlichen Gegenstandswert.

8. Der für die Gebühren der Prozessbevollmächtigten der Antragsgegnerinnen maßgebende Wert bestimmt sich nach der Gesamthöhe der Zuzahlung mit € 29.909.623.-

**Anhang I: 3 Berechnungstabellen zu je 2 Seiten**



B. Bewertung der		417 O 19/07 Spruchverfahren			/Phoenix Verschmelzung			
<b>I. Allgemeine Parameter</b>								
Datum Bewertung vor Stichtag		31.12.03						
Datum Stichtag		28.12.04						
Tage dazwischen		362						
Tage gesamt im Jahr (Schaltjahr!)		366						
Persönlicher Einkommenssteuersatz (1/2)		35,0%						
Halber pers. Einkommenssteuersatz		17,5%						
<b>II. Kapitalisierungszins</b>								
Jahr		2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
allg Marktrisikoprämie für nicht festverz'l Anlagen				5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
untern'bezog Abweichung (Betafaktor)				0,825	0,825	0,825	0,825	0,825
ergibt: untern'bezog Marktrisikoprämie				4,125	4,125	4,125	4,125	4,125
(Basis)-Zins für festverzinsliche Anlagen				5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
Su Basiszins + unternbez. MarktrisPrämie				9,625	9,625	9,625	9,625	9,625
./typisierte EinkSteuer				-3,369	-3,369	-3,369	-3,369	-3,369
ergibt: Kapitalanl'zs nach pers. Steuern				6,256	6,256	6,256	6,256	6,256
abzüglich Inflationsabschlag								-0,500
ergibt Kapitalisierungszinssatz				6,256	6,256	6,256	6,256	5,756
<b>III. Unternehmensergebnisse</b>								
Jahr		2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
iFluid		619.800	643.500	646.400	657.500	684.600	711.100	
-Gruppe		344.400	335.000	340.600	345.700	356.400	358.500	
Group		210.500	212.800	236.600	251.700	271.500	288.600	
Group		170.100	171.400	179.800	185.300	180.200	183.300	
Luftfedersysteme		112.100	122.000	140.600	150.000	162.300	172.100	
Weitere Geschäftsbereiche		291.800	302.500	308.800	328.400	352.600	349.900	
EBIT		1.748.700	1.787.200	1.852.800	1.918.600	2.007.600	2.063.500	
EBITA-Marge		8,9%	8,3%	8,2%	9,0%	9,1%	9,7%	
EBIT vor derivativer Firmenwertabsc		155.634	148.338	151.003	173.595	182.411	200.779	186.600
Finanzergebnis				-5.800	-5.900	-6.600	-7.300	-12.000
Ergebnis vor Ertragssteuern				145.203	167.695	175.811	193.479	174.600
Ertragssteuern				-50.800	-58.400	-62.000	-68.500	-63.100
Anteil Konzernfremder				-5.900	-6.100	-6.800	-7.400	-7.400
Ausschüttungsfähiges Jahresergebnis				88.503	103.195	107.011	117.579	104.100
abz Gewinnabführung				-88.503	-103.195			
Ausschüttbares Jahresergebnis nach Gewinnabführung				0	0	107.011	117.579	104.100
Halber pers. Einkommenssteuersatz				0	0	-18.727	-20.576	-18.218
Nettoausschüttung				0	0	88.284	97.002	85.883
<b>IV. Errechnung des Barwerts per 28.12.04</b>								
Jahr		2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Kapitalisierungszinssatz				6,256	6,256	6,256	6,256	5,756
Jahreskennzahl				1	2	3	4	4
Aufzinsungswert für die anteilige Periode				-0,989	-0,989	-0,989	-0,989	-0,989
Aufzinsungsfaktor				0,011	1,011	2,011	3,011	3,011
Barwertfaktor				0,999	0,940	0,885	0,833	14,471
Barwert				0	0	78.142	80.804	1.242.835
<b>V. Ergebnis für das Abfindungsangebot</b>								
kumulierter Barwert per 28.12.04			1.401.780.600					
Rundungsfehler			-1.080.600	-0,08%				
korr. kumulierter Barwert per 28.12.04			1.400.700.000					
Sonderwerte nicht betriebsnotwendiges Vermöge			1.200					
Wert/Anteil Phoenix			221.670.019					
Unternehmenswert per 28.12.04			1.622.371.219					
Anzahl der Aktien			85.926.950					
Wert pro Aktie			18,88					
<b>C. Umtauschverhältnis Phoenix</b>		417 O 19/07 Spruchverfahren			/Phoenix Verschmelzung			
Wert der Phoenix-Aktie			18,89					
Wert der -Aktie			18,88					
Zuzahlung (Rundungsfehler)			0,01					

Landgericht Hamburg, KfH 17			Tabelle 2: Wertberechnung des gerichtl. Sachverständigen						
Spruchverfahren Phoenix AG und			Seite 1						
<b>A. Bewertung der Fa. Phoenix AG</b>			<b>417 O 104/05 Spruchverfahren Phoenix GuBV</b>						
<b>I. Allgemeine Parameter</b>									
Datum Bewertung vor Stichtag			31.12.03						
Datum Stichtag			28.12.04						
Tage dazwischen			362						
Tage gesamt im Jahr (Schaltjahr!)			366						
Persönlicher Einkommenssteuersatz (1/2)			35,0%						
Halber pers. Einkommenssteuersatz			17,5%						
<b>II. Kapitalisierungszins</b>			<b>(Quelle: Gutachten S. 88)</b>						
Jahr			<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
allg Marktrisikoprämie für nicht festverz'l Anlagen					5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
untern'bezog Abweichung (Betafaktor)					1,520	1,370	1,370	1,420	1,462
ergibt: untern'bezog Marktrisikoprämie					8,360	7,535	7,535	7,810	8,041
(Basis)-Zins für festverzinsliche Anlagen					4,750	4,750	4,750	4,750	4,750
abz typ EST		-35,00%			-1,663	-1,663	-1,663	-1,663	-1,663
Basiszins nach Steuern					3,088	3,088	3,088	3,088	3,088
Su Basiszins + unternbez. MarktrisPrämie					11,448	10,623	10,623	10,898	11,129
abzüglich Inflationsabschlag									-1,000
ergibt Kapitalisierungszinssatz					11,448	10,623	10,623	10,898	10,129
<b>III. Unternehmensergebnisse</b>			<b>(Quelle: Gutachten S. 71, 74, 78)</b>						
Jahr			<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
Comfort Systems			11.100	13.200					
Fluid Handling			29.000	29.900					
Conveyer Belt Systems			9.600	8.600					
Übrige Geschäftseinheiten			-6.500	-3.200					
Überleitung			-10.800	-13.000					
EBIT			32.400	35.500	32.300	51.000	62.400	67.400	50.200
Zinsergebnis					-11.600	-10.500	-10.400	-10.200	-12.900
Ergebnis vor Steuern					20.700	40.500	52.000	57.200	37.300
Ertragssteuern					-5.800	-6.300	-8.000	-9.500	-9.600
Konzernergebnis					14.900	34.200	44.000	47.700	27.700
abz Minderheitenanteile					-800	-1.000	-1.100	-1.000	-1.000
Konzernergebnis nach Minderheiten					14.100	33.200	42.900	46.700	26.700
Nutzung lokaler Bilanzgewinne					2.600	2.600	2.600	2.600	0
Thesaurierung zur internen Finanzierung					0	0	0	0	-1.500
Ausschüttungsfähige Überschüsse					16.700	35.800	45.500	49.300	25.200
Wertbeitrag aus Ausschüttung					0	0	0	0	12.600
abz. Pers EST 17,5%		-17,50%			0	0	0	0	-2.205
Wertbeitrag aus Thesaurierung					16.700	35.800	45.500	49.300	12.600
Nettoausschüttung					16.700	35.800	45.500	49.300	22.995
<b>IV. Errechnung des Barwerts per 28.12.04</b>			<b>(Quelle: Gutachten S. 91)</b>						
Jahr			<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
Kapitalisierungszinssatz					11,448	10,623	10,623	10,898	10,129
Jahreskennzahl					1	2	3	4	4
Aufzinsungswert für die anteilige Periode					-0,989	-0,989	-0,989	-0,989	-0,989
Aufzinsungsfaktor					0,011	1,011	2,011	3,011	3,011
Barwertfaktor					0,999	0,903	0,816	0,732	7,231
Barwert					16.680	32.327	37.140	36.107	166.277
<b>V. Ergebnis für das Abfindungsangebot</b>			<b>(Quelle: Gutachten S. 93)</b>			<b>Ergebnis für den jährlichen Ausgleich (S. 104)</b>			
kumulierter Barwert per 28.12.04			288.531.046			Wert der Aktie pers 1.1.2005 in €			18,98
Rundungsfehler			768.954	0,27%		Basiszins in%			4,7500
Sonderwerte nicht betriebsnotwendiges Vermögen			5.300.000,00			abz typ EST			-1,6625
Unternehmenswert per 28.12.04			294.600.000,00			Basiszins nach Steuern			3,0875
Anzahl der Aktien			15.517.527,00			Häufige Marktrisikoprämie			2,7500
Wert pro Aktie			18,98			Betafaktor			1,4500
						Risikoaufschlag (gerundet)			3,9875
						Kapitalisierungszinssatz			7,0750
Wertanteil an Phoenix	0,75610	222.748.147				Jährl. Ausgleich (nach typ. EST)			1,34
						zuzügl typ EST			22,00% 0,30
						jährl. Nettoausgleich (vor typ EST)			1,64
						anteilige KSt und SolZ			0,24
						jährl. Bruttoausgleich			1,88

<b>B. Bewertung der</b>		<b>417 O 19/07 SpruchVerfahren</b>			<b>/Phoenix Verschmelzung</b>		
<b>I. Allgemeine Parameter</b>							
Datum Bewertung vor Stichtag		31.12.03					
Datum Stichtag		28.12.04					
Tage dazwischen		362					
Tage gesamt im Jahr (Schaltjahr!)		366					
Persönlicher Einkommenssteuersatz (1/2)		35,0%					
Halber pers. Einkommenssteuersatz		17,5%					
<b>II. Kapitalisierungszins</b>		<b>(Quelle: Gutachten S. 69-77)</b>					
Jahr		<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>
allg Marktrisikoprämie für nicht festverz'l Anlagen				5,500	5,500	5,500	5,500
untern'bezog Abweichung (Betafaktor)				0,960	0,950	0,940	0,940
ergibt: untern'bezog Marktrisikoprämie				5,280	5,225	5,170	5,170
(Basis)-Zins für festverzinsliche Anlagen				4,750	4,750	4,750	4,750
Su Basiszins + unternbez. MarktrisPrämie				-1,663	-1,663	-1,663	-1,663
. / typisierte EinkSteuer				3,088	3,088	3,088	3,088
ergibt: Kapitalanl'zs nach pers. Steuern				8,368	8,313	8,258	8,258
abzüglich Inflationsabschlag							-1,000
ergibt Kapitalisierungszinssatz				8,368	8,313	8,258	8,258
							7,368
<b>III. Unternehmensergebnisse</b>		<b>(Quelle: Gutachten S. 60, 62, 68)</b>					
Jahr		<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>
Umsatzerlöse nach Anpassungen		1.748.700	1.787.200	1.852.800	1.901.700	1.966.700	1.998.700
EBITDA		156.000	149.200	151.000	173.600	182.400	200.800
Bereinigungen / Abschreibungen		9.100	1.300				
EBIT		165.100	150.500	151.000	173.600	182.400	200.800
EBITA-Marge		9,4%	8,4%	8,1%	9,1%	9,3%	10,0%
Finanzergebnis				-5.000	-5.300	-7.800	-8.500
Ergebnis vor Ertragssteuern				146.000	168.300	174.600	192.300
Ertragssteuern				-51.000	-57.800	-61.300	-68.100
Anteil Konzernfremder				-5.900	-6.100	-6.800	-7.400
Ausschüttungsfähiges Jahresergebnis				89.100	104.400	106.500	116.800
abz Gewinnabführung				-89.100	-104.400		
Ausschüttbares Jahresergebnis nach Gewinnabführung				0	0	106.500	116.800
Wertbeitrag aus Ausschüttungen							39.550
darauf persönliche Est							-6.921
Wertbeitrag aus Thesaurierung							39.550
				0	0	106.500	116.800
							72.179
<b>IV. Errechnung des Barwerts per 28.12.04</b>		<b>(Quelle: Gutachten S. 80)</b>					
Jahr		<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>
Kapitalisierungszinssatz				8,368	8,313	8,258	8,258
Jahreskennzahl				1	2	3	4
Aufzinsungswert für die anteilige Periode				-0,989	-0,989	-0,989	-0,989
Aufzinsungsfaktor				0,011	1,011	2,011	3,011
Barwertfaktor				0,999	0,922	0,853	0,787
Barwert				0	0	90.794	91.980
							771.505
<b>V. Ergebnis für das Abfindungsangebot</b>		<b>(Quelle: Gutachten S. 82)</b>					
kumulierter Barwert per 28.12.04				954.278.550			
Rundungsfehler				2.621.450	0,27%		
korr. kumulierter Barwert per 28.12.04				956.900.000			
Sonderwerte nicht betriebsnotwendiges Vermögen				1.400.000			
Wert/Anteil Phoenix				222.748.147			
Unternehmenswert per 28.12.04				1.181.048.147			
Anzahl der Aktien				85.926.950			
Wert pro Aktie				13,74			
<b>C. Umtauschverhältnis Phoenix</b>		<b>(Quelle: Gutachten S. 87)</b>					
Wert der Phoenix-Aktie				18,98			
Wert der -Aktie				13,74			
Zuzahlung				<b>5,24</b>			
Nachzahlung an Minderheitsaktionäre				3.785.704	5,24		<b>19.837.811</b>

## A. Bewertung der Fa. Phoenix AG

## 417 O 104/05 Spruchverfahren Phoenix GuBV

## I. Allgemeine Parameter

Datum Bewertung vor Stichtag	31.12.03
Datum Stichtag	28.12.04
Tage dazwischen	362
Tage gesamt im Jahr (Schaltjahr!)	366
Persönlicher Einkommenssteuersatz (1/2)	35,0%
Halber pers. Einkommenssteuersatz	17,5%

## II. Kapitalisierungszins

Jahr	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
allg Marktrisikoprämie für nicht festverz! Anlagen			5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
untern'bezog Abweichung (Betafaktor)			1,215	1,215	1,215	1,215	1,215
ergibt: untern'bezog Marktrisikoprämie			6,075	6,075	6,075	6,075	6,075
(Basis)-Zins für festverzinsliche Anlagen			4,750	4,750	4,750	4,750	4,750
abz typ ESt	-35,00%		-1,663	-1,663	-1,663	-1,663	-1,663
Basiszins nach Steuern			3,088	3,088	3,088	3,088	3,088
Su Basiszins + unternbez. MarktrisPrämie			9,163	9,163	9,163	9,163	9,163
abzüglich Inflationsabschlag							-1,800
ergibt Kapitalisierungszinssatz			9,163	9,163	9,163	9,163	7,363

## III. Unternehmensergebnisse

Jahr	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Comfort Systems	11.100	13.200					
Fluid Handling	29.000	29.900					
Conveyer Belt Systems	9.600	8.600					
Übrige Geschäftseinheiten	-6.500	-3.200					
Überleitung	-10.800	-13.000					
EBIT	32.400	35.500	32.300	51.000	62.400	67.400	50.200
Zinsergebnis			-11.600	-10.500	-10.400	-10.200	-12.900
Ergebnis vor Steuern			20.700	40.500	52.000	57.200	37.300
Ertragssteuern			-5.800	-6.300	-8.000	-9.500	-9.600
Konzernergebnis			14.900	34.200	44.000	47.700	27.700
abz Minderheitenanteile			-800	-1.000	-1.100	-1.000	-1.000
Konzernergebnis nach Minderheiten			14.100	33.200	42.900	46.700	26.700
Nutzung lokaler Bilanzgewinne			2.600	2.600	2.600	2.600	0
Thesaurierung zur internen Finanzierung			0	0	0	0	-1.500
Ausschüttungsfähige Überschüsse			16.700	35.800	45.500	49.300	25.200
Wertbeitrag aus Ausschüttung			0	0	0	0	12.600
abz. Pers ESt 17,5%	-17,50%		0	0	0	0	-2.205
Wertbeitrag aus Thesaurierung			16.700	35.800	45.500	49.300	12.600
Nettoausschüttung			16.700	35.800	45.500	49.300	22.995

## IV. Errechnung des Barwerts per 28.12.04

Jahr	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Kapitalisierungszinssatz			9,163	9,163	9,163	9,163	7,363
Jahreskennzahl			1	2	3	4	4
Aufzinsungswert für die anteilige Periode			-0,989	-0,989	-0,989	-0,989	-0,989
Aufzinsungsfaktor			0,011	1,011	2,011	3,011	3,011
Barwertfaktor			0,999	0,915	0,838	0,768	10,431
Barwert			16.684	32.764	38.146	37.863	239.868

## V. Ergebnis für das Abfindungsangebot

kumulierter Barwert per 28.12.04		365.323.881	<b>Ergebnis für den jährlichen Ausgleich (S. 104)</b>	
Rundungsfehler		0	Wert der Aktie pers 1.1.2005 in €	23,88
Sonderwerte nicht betriebsnotwendiges Vermögen	5.300.000,00		Basiszins in%	4,7500
Unternehmenswert per 28.12.04	370.623.880,87		abz typ ESt	-1,6625
Anzahl der Aktien	15.517.527,00		Basiszins nach Steuern	3,0875
Wert pro Aktie	23,88		Hälftige Marktrisikoprämie	2,7500
			Betafaktor	1,4500
			Risikoaufschlag (gerundet)	3,9875
			Kapitalisierungszinssatz	7,0750
Wertanteil an Phoenix	0,75604	280.205.330	Jährl. Ausgleich (nach typ. ESt)	1,69
			zuzügl typ ESt	22,00%
			jährl. Nettoausgleich (vor typ ESt)	0,37
			anteilige KSt und SolZ	2,06
			jährl. Bruttoausgleich	0,27
				2,33

B. Bewertung der		417 O 19/07 Spruchverfahren			/Phoenix Verschmelzung			
I. Allgemeine Parameter								
Datum Bewertung vor Stichtag		31.12.03						
Datum Stichtag		28.12.04						
Tage dazwischen		362						
Tage gesamt im Jahr (Schaltjahr!)		366						
Persönlicher Einkommenssteuersatz (1/2)		35,0%						
Halber pers. Einkommenssteuersatz		17,5%						
II. Kapitalisierungszins								
Jahr		2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
allg Marktrisikoprämie für nicht festverz'l Anlagen				5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
untern'bezog Abweichung (Betafaktor)				1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ergibt: untern'bezog Marktrisikoprämie				5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
(Basis)-Zins für festverzinsliche Anlagen				4,750	4,750	4,750	4,750	4,750
Su Basiszins + unternbez. MarktrisPrämie				-1,663	-1,663	-1,663	-1,663	-1,663
./typisierte EinkSteuer				3,088	3,088	3,088	3,088	3,088
ergibt: Kapitalanl'zs nach pers. Steuern				8,088	8,088	8,088	8,088	8,088
abzüglich Inflationsabschlag								-1,800
ergibt Kapitalisierungszinssatz				8,088	8,088	8,088	8,088	6,288
III. Unternehmensergebnisse								
Jahr		2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Umsatzerlöse nach Anpassungen		1.748.700	1.787.200	1.852.800	1.901.700	1.966.700	1.998.700	1.900.000
EBITDA		156.000	149.200	151.000	173.600	182.400	200.800	247.000
Bereinigungen / Abschreibungen		9.100	1.300					-101.500
		165.100	150.500	151.000	173.600	182.400	200.800	145.500
EBITA-Marge		9,4%	8,4%	8,1%	9,1%	9,3%	10,0%	7,7%
Finanzergebnis				-5.000	-5.300	-7.800	-8.500	-9.500
Ergebnis vor Ertragssteuern				146.000	168.300	174.600	192.300	136.000
Ertragssteuern				-51.000	-57.800	-61.300	-68.100	-49.100
Anteil Konzernfremder				-5.900	-6.100	-6.800	-7.400	-6.200
Ausschüttungsfähiges Jahresergebnis				89.100	104.400	106.500	116.800	80.700
abz Gewinnabführung				-89.100	-104.400			-1.600
Ausschüttbares Jahresergebnis nach Gewinnabführung				0	0	106.500	116.800	79.100
Wertbeitrag aus Ausschüttungen								39.550
darauf persönliche Est								-6.921
Wertbeitrag aus Thesaurierung								39.550
				0	0	106.500	116.800	72.179
IV. Errechnung des Barwerts per 28.12.04								
Jahr		2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Kapitalisierungszinssatz				8,088	8,088	8,088	8,088	6,288
Jahreskennzahl				1	2	3	4	4
Aufzinsungswert für die anteilige Periode				-0,989	-0,989	-0,989	-0,989	-0,989
Aufzinsungsfaktor				0,011	1,011	2,011	3,011	3,011
Barwertfaktor				0,999	0,924	0,855	0,791	12,584
Barwert				0	0	91.081	92.416	908.314
V. Ergebnis für das Abfindungsangebot								
kumulierter Barwert per 28.12.04				1.091.810.982				
Rundungsfehler				0				
korr. kumulierter Barwert per 28.12.04				1.091.810.982				
Sonderwerte nicht betriebsnotwendiges Vermögen				1.400.000				
Wert/Anteil Phoenix				280.205.330				
Unternehmenswert per 28.12.04				1.373.416.312				
Anzahl der Aktien				85.926.950				
Wert pro Aktie				15,98				
C. Umtauschverhältnis Phoenix/								
Wert der Phoenix-Aktie				23,88				
Wert der -Aktie				15,98				
Zuzahlung				7,90				
Nachzahlung an Minderheitsaktionäre				3.785.704	7,90		29.909.623	

## Anhang II: Beschluss im Verfahren 417 HKO 104/05

(die zu diesem Beschluss gehörenden Berechnungstabellen befinden sich bereits im Anhang I.)

### Beschluss:

(Der Beschluss trägt dasselbe Datum wie der Beschluss in diesem Verfahren. Das Rubrum sowie die Festsetzung der Gegenstandswerte in Ziffer 8 des Tenors mit den Namen der Antragsteller wird aus Gründen der Geheimhaltung hier nicht mit abgedruckt)

1. Die in dem Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag vom 16.11.04 zwischen der Fa. Phoenix Aktiengesellschaft und der \_\_\_\_\_ für den Ausgleich und die Barabfindung genannten Beträge werden wie folgt geändert, so dass die entsprechenden Passagen des Vertrages jetzt lauten:

5.1. Die \_\_\_\_\_ garantiert den außenstehenden Aktionären der Phoenix Aktiengesellschaft als angemessenen Ausgleich für die Dauer des Vertrages eine Ausgleichszahlung.

5.2. Die Ausgleichszahlung beträgt brutto € 2,33 je Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft für jedes volle Geschäftsjahr der Phoenix Aktiengesellschaft abzüglich Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag auf den körperschaftsteuerpflichtigen Teilbetrag in Höhe von € 1,01 nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses ist dieser Teilbetrag in Höhe von € 1,01 mit 25% Körperschaftssteuer und zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag belastet, so dass sich ein Abzug von insgesamt € 0,27 ergibt. Hieraus resultiert nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses eine Netto-Ausgleichszahlung in Höhe von € 2,06 je Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft für ein volles Geschäftsjahr.

6.1. Die \_\_\_\_\_ verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Phoenix Aktiengesellschaft dessen Aktien der Phoenix Aktiengesellschaft gegen Barabfindung in Höhe von € 23,88 je Stückaktie zu erwerben. ...

2. Der nach Ziffer 6.1. zu zahlende Betrag ist vom 1.4.05 bis 31.8.09 mit Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz und ab dem 1.9.09 mit Zinsen in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

3. Sollte in dem Spruchverfahren des Landgerichts Hamburg 417 HKO 19/07 rechtskräftig ein Betrag für den anzubietenden Erwerb der Aktien der Phoenix AG festgesetzt werden, der höher ist als der in Ziffer 1. zu § 6.1. genannte Betrag, so erhöht sich der in Ziffer 1. § 6.1. genannte Betrag auf den höheren Betrag und es bleibt bei der Verzinsung zu 2..

4. Die weitergehenden Anträge der Antragsteller werden zurückgewiesen.

5. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen.

6. Der gerichtliche Geschäftswert wird auf € 7.500.000.- festgesetzt. Er gilt auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

7. Der für die Gebühren der Prozessbevollmächtigten der Antragsgegnerinnen maßgebende Wert beträgt € 18.890.663.-.

8. Die für die Gebühren der Prozessbevollmächtigten der Antragsteller maßgebenden Werte betragen: .....

### Gründe:

Die Parteien streiten um die Angemessenheit einer Ausgleichszahlung und einer Barabfindung (§§ 304, 305 AktG) nach dem Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages (im Folgenden: GuBV).

### A. Die tatsächlichen Grundlagen

I. Die Antragsteller und die Antragsgegnerin waren Aktionäre der Fa. Phoenix AG mit Sitz in Hamburg (im Folgenden: Fa. Phoenix). Diese war im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg eingetragen (HRB 3852) und war eine Holding verschiedener operativer Gesellschaften, die überwiegend als Zulieferer im Automobilbau tätig waren. Die Aktien waren zum Börsenhandel im amtlichen Markt an den Wertpapierbörsen in Frankfurt/Main, Berlin/Bremen, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart zugelassen. Nach der Satzung (Anlage AG 3) entsprach das Geschäftsjahr dem Kalenderjahr und waren Bekanntmachungen der Gesellschaft in den gesetzlich vorgeschriebenen Mitteilungsblättern zu veröffentlichen.

Die Gesellschaftsanteile an der Antragsgegnerin, die früher als [Name] firmierte, hielt in den Jahren 2004 und 2005 zu 100% die [Name], die wiederum eine Tochterfirma der [Name] ist. Die [Name] beabsichtigte ab 2004, die Fa. Phoenix zu übernehmen, an der sie bereits vorher beteiligt war. Zur Vorbereitung der Übernahme leitete sie verschiedene Maßnahmen ein.

Zunächst erwarb sie vom 26.4.04 bis 19.7.04 im Rahmen eines Übernahmeangebotes viele Aktien zu je € 15.-. Danach regelte sie ein Problem hinsichtlich der Fa. Vibracoustic: Die Fa. Phoenix war zu 50% an dieser Firma beteiligt und die Verträge mit der anderen Gesellschafterin Fa. Freudenberg sahen vor, dass im Fall der Beherrschung eines Gesellschafters durch einen Mitbewerber der jeweils andere Teil berechtigt war, den anderen Gesellschaftsanteil zu einem bereits festgelegten – unter dem wahren Wert liegenden – Preis zu erwerben (AG 13). Die [Name] schloss mit der Fa. Vibracoustic und der Fa. Freudenberg am 1.10.04 einen Vorvertrag über eine diesbezügliche Ankaufsverpflichtung (AG 14). Außerdem bemühte sie sich um die Genehmigung der Europäischen Kommission, die nach Regelung der Beteiligung an der Fa. Vibracoustic am 26.10.04 erteilt wurde.

Am 11.10.04 wurde auf Antrag der Antragsgegnerin vom Landgericht Hamburg die  
 im Folgenden:  
 sachverständige Prüferin) als Prüferin des geplanten  
 Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages bestellt (Az. 404 O 148/04).

Am 7.11.04 wurde die Antragsgegnerin in eine AG umgewandelt. Am selben Tage  
 brachte die eine Reihe ihr gehörender Gesellschaften in die  
 Antragsgegnerin ein und übertrug ihr auch die Aktien an der Fa. Phoenix.

Am 11.11.04 legte die ihren Prüfungsbericht vor und hielt die in  
 Aussicht genommenen Ausgleichszahlungen und Abfindungen für angemessen  
 (Anlage AG 1c). Am 16.11.04 legten dann die Vorstände der Fa. Phoenix und der  
 Antragsgegnerin einen Vertragsbericht zu dem GuBV vor, in den sie ein von ihnen  
 beauftragtes Sachverständigengutachten der  
 (im Folgenden:  
 Unternehmensgutachterin) eingearbeitet hatten (AG 1b).

Ebenfalls am 16.11.04 schlossen dann die Fa. Phoenix und die Antragsgegnerin  
 einen GuBV, in welchem es u.a. heißt (AG 2, Bl. 562f. GA):

- 5.1. Die garantiert den außenstehenden Aktionären der Phoenix  
 Aktiengesellschaft als angemessenen Ausgleich für die Dauer des Vertrages eine  
 Ausgleichszahlung.
- 5.2. Die Ausgleichszahlung beträgt brutto € 1,39 je Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft  
 für jedes volle Geschäftsjahr der Phoenix Aktiengesellschaft abzüglich Körperschaftssteuer  
 und Solidaritätszuschlag auf den körperschaftsteuerpflichtigen Teilbetrag in Höhe von € 0,45  
 nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz. Nach  
 den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses ist dieser Teilbetrag in Höhe von €  
 0,45 mit 25% Körperschaftssteuer und zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag belastet, so dass  
 sich ein Abzug von insgesamt € 0,12 ergibt. Hieraus resultiert nach den Verhältnissen zum  
 Zeitpunkt des Vertragsabschlusses eine Netto-Ausgleichszahlung in Höhe von € 1,27 je  
 Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft für ein volles Geschäftsjahr.
- 6.1. Die verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs  
 der Phoenix Aktiengesellschaft dessen Aktien der Phoenix Aktiengesellschaft gegen  
 Barabfindung in Höhe von € 18,89 je Stückaktie zu erwerben. ...
- 6.4. Wird das Barabfindungsangebot aus § 6.1. nach Wirksamwerden der Verschmelzung  
 angenommen, sind an Stelle der Aktien der Phoenix Aktiengesellschaft die im Zuge der  
 Verschmelzung ausgegebenen Aktien der auf die zu übertragen.  
 Die in § 6.1. festgelegte Höhe der Barabfindung von EUR 18,89 je Stückaktie der Phoenix  
 Aktiengesellschaft bleibt bei wirtschaftlicher Betrachtung von der Verschmelzung unberührt. ...  
 Sollte in einem Spruchverfahren nach § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG durch das Gericht  
 rechtskräftig ein höherer Abfindungsbetrag je Stückaktie der Phoenix Aktiengesellschaft  
 festgesetzt werden, wird der je Stückaktie der zu zahlende Abfindungsbetrag  
 unter Zugrundelegung der vom Gericht festgesetzten Barabfindung je Stückaktie der Phoenix  
 Aktiengesellschaft entsprechend angepasst.

Am selben Tage schlossen sie ferner einen Verschmelzungsvertrag, in welchem die  
 Phoenix auf die Antragsgegnerin verschmolzen wurde; die Aktionäre der Fa. Phoenix  
 sollten berechtigt sein, ihre Aktien entweder 1:1 in Aktien der Antragsgegnerin zu  
 tauschen oder sie gegen eine Barabfindung von € 18,89 an die Antragsgegnerin zu  
 verkaufen.

Am 6.12.04 unterbreitete dann in Ausfüllung des Vortrages vom 1.10.04 die Fa.  
 Freudenberg der Fa. Phoenix ein Angebot zur Übernahme des Anteils der Phoenix

an der Fa. Vibracoustic und verbundener Gesellschaften (AG 15), das die Fa. Phoenix am 17.12.04 annahm (AG 16). In diesem Zusammenhang wurde auch die Verpflichtung der vom 15.11.04 wirksam, an die Fa. Phoenix wegen eines Nachteils beim Verkauf der Fa. Vibracoustic € 200.000.- zu zahlen (AG 19).

Am 23.12.04 genehmigte die Hauptversammlung der Antragsgegnerin beide Verträge. Am 28.12.04 wurden beide Verträge auch von der Hauptversammlung der Fa. Phoenix mit der Mehrheit der Antragsgegnerin genehmigt.

In der Hauptversammlung der Fa. Phoenix vom 28.12.04 wurde deren Stammkapital erhöht; es betrug zur Zeit des Beschlusses über den GuBV und die Verschmelzung € 40.345.570,20 und war in 15.517.527 Aktien aufgeteilt. Hiervon hielt die Antragsgegnerin 11.731.823 Aktien also ca. 75,6%. Der Rest von ca. 24,40 % befand sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern.

Gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung der Phoenix erhoben diverse Aktionäre Anfechtungsklagen beim Landgericht Hamburg. Diese Klagen wurden vom Landgericht Hamburg auf das Verfahren 411 O 12/05 verbunden und abgewiesen. Die Berufung war nicht erfolgreich.

Bereits am 9.3.05 wurde der GuBV in das Handelsregister eingetragen (Bl. 655 GA) und die Eintragung wurde am 16.3.05 im Bundesanzeiger und am 31.3.05 im Hamburger Abendblatt bekannt gemacht.

Am 19.5.05 sodann beschloss die Hauptversammlung der Phoenix die Bestätigung der Zustimmung zum GuBV und zum Verschmelzungsvertrag (Protokoll AG 21), und zwar auf der Grundlage eines ergänzenden Berichts der Vorstände der Phoenix und der Antragsgegnerin vom 7.4.05 und einer ergänzenden Stellungnahme der (AG 11).

Gegen den Beschluss der Hauptversammlung vom 19.5.05 erhoben erneut verschiedene Aktionäre Anfechtungsklagen, die auf das Verfahren 411 O 96/05 verbunden wurden; diese Klagen wurden durch Urteil vom 7.12.05 abgewiesen; die Berufung war nicht erfolgreich.

Am 2.5.05 beantragte die Fa. Phoenix die Freigabe der Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister nach § 246a AktG (411 O 89/05). Diesem Antrag wurde am 7.12.05 stattgegeben. Die Beschwerde dagegen war nicht erfolgreich (HansOLG, Beschluss vom 14.12.06, 11 W 126/05, Ag 5 im Verfahren 417 HKO 19/07).

Der Verschmelzungsvertrag wurde daraufhin am 29.12.06 in das Handelsregister für die Fa. Phoenix (AG Hamburg, HRB 3852) eingetragen (Ag 2 im Verfahren 417 HKO 19/07) und die Eintragung wurde am 3.1.07 im Bundesanzeiger und am 9.1.07 im Hamburger Abendblatt bekannt gemacht (Ag 3 im Verfahren 417 HKO 19/07). Außerdem wurde der Verschmelzungsvertrag am 16.1.07 in das zuständige Handelsregister für die Antragsgegnerin (AG Hannover, HRB 62105) eingetragen (Ag 1 im Verfahren 417 HKO 19/07) und die Eintragung im Bundesanzeiger am 24.1.07 (Ag 4 im Verfahren 417 HKO 19/07) bekannt gemacht.

II. Das vorliegende Verfahren betrifft die Überprüfung der Höhe der Barabfindung und der Ausgleichszahlung im Zusammenhang mit dem Abschluss des GuBV vom 16.11.04. Hierzu gingen nach der Bekanntmachung der Eintragung am 31.3.05 in der Zeit vom 1.4.05 bis 27.6.05 die Anträge der Antragsteller ein (Bl. 1 – 602 GA) ein. Das Gericht verband die Verfahren durch Beschluss vom 19.7.05 (Bl. 603f. GA), bestellte einen gemeinsamen Vertreter nach § 6 SpruchG und machte die Bestellung am 29.7.05 im elektronischen Bundesanzeiger (Bl. 628 GA) und am 6.8.05 im Hamburger Abendblatt bekannt (Bl. 635 GA). Die Antragsgegnerin erwiderte mit Schriftsatz vom 18.11.05. Am 12.4.06 fand eine erste mündliche Verhandlung statt, in der sachverständige Prüfer angehört wurde (Bl. 972f GA).

Mit Rücksicht auf das wegen der Verschmelzung zu erwartende Spruchverfahren mit teilweise demselben Gegenstand entschloss sich das Gericht, zunächst noch nicht zu entscheiden und das kommende Spruchverfahren abzuwarten.

Nachdem der Verschmelzungsvertrag am 16.1.07 das Handelsregister eingetragen und am 24.1.07 im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden war, gingen vom 12.2.07 bis 24.4.07 die erwarteten Anträge auf Festsetzung eines höheren Umtauschwertes und auf Festsetzung einer Zuzahlung bei Gericht ein. Die Verfahren wurden durch Beschluss vom 8.5.07 verbunden (417 KHO 19/07), als gemeinsamer Vertreter derselbe wie im vorliegenden Verfahren ernannt und dieser Beschluss am 15.5.07 im elektronischen Bundesanzeiger (Bl. 1061 GA 417 HKO 19/07) sowie am 16.5.07 im Hamburger Abendblatt bekannt gemacht (Bl. 1066 GA 417 HKO 19/07).

Am 21.11.07 beschloss dann das Gericht in beiden Verfahren die Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens zur Frage des Unternehmenswertes der Fa. Phoenix am 28.12.04 bzw. zum Wert der Antragsgegnerin sowie des Umtauschwertes und ernannte zum Sachverständigen |

. Dieser legte am 7.12.09 sein vollständiges Gutachten vor sowie am 14.10.10 ein wegen der zwischenzeitlich angeordneten teilweisen Geheimhaltung verschiedener Unterlagen verändertes, ergebnisgleiches Gutachten, das dann den Beteiligten übermittelt wurde. Am 30.3.11 fand eine erneute mündliche Verhandlung statt, in der mündlich angehört wurde.

## **B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge**

I. Die Antragsteller monieren zunächst das Gesamtvorhaben der Sie habe am 7.11.04 viele Firmen auf die Antragsgegnerin übertragen, um einerseits ein Austauschverhältnis von 1:1 bei der Verschmelzung herzustellen und außerdem zu bewirken, dass die außenstehenden Aktionäre der Phoenix nach der Verschmelzung nur noch über weniger als 5% der Aktien an der Antragsgegnerin verfügten, so dass sie letztlich in die Gefahr gebracht würden, ihre Aktien im Rahmen eines späteren Squeeze-Out nach § 327a AktG ganz zu verlieren, was das Ziel der sei. Dies Vorhaben sei später durch Beschluss der Hauptversammlung der Antragsgegnerin vom 22.8.07 umgesetzt worden, durch welchen die Aktien der Minderheitsaktionäre der Antragsgegnerin auf die übertragen wurden, was am 10.2.09

eingetragen und zum Gegenstand eines Spruchverfahrens vor dem Landgericht Hannover geworden sei. Dieses Vorgehen sei moralisch verwerflich und, weil ein gleicher Firmenwert nicht erreicht worden sei, auch rechtswidrig. Die Höhe der festgesetzten Ausgleichszahlungen und der Barabfindung für den GuBV seien ebenso unangemessen wie die Höhe der Verschmelzungswertrelation und die hierzu angebotene Abfindung.

Die Antragsteller meinen (im wesentlichen und mit unterschiedlichen Argumentationslinien) ferner, die Bewertung der zukünftigen Erträge der Phoenix sei unrichtig; die Planungen für die zukünftigen Geschäftsjahre seien zu pessimistisch ausgefallen, die nicht zum betriebsnotwendigen Vermögen gehörenden Vermögensgegenstände zu gering bewertet worden und die durch die hohe Beteiligung der Antragsgegnerin bereits eingetretenen und voraussehbaren Synergieeffekte praktisch unberücksichtigt geblieben.

Zu Unrecht unberücksichtigt geblieben sei auch, dass der Fa. Phoenix ein in den Unternehmenswert einzustellender Schadensersatzanspruch gegen die Antragsgegnerin zustehe, weil die Phoenix durch Verschulden der Antragsgegnerin zur Veräußerung ihrer Beteiligung an der Fa. Vibracoustic zu einem Wert gezwungen worden sei, der weit unter dem wahren Verkehrswert liege.

Die zur Berechnung des abgezinsten Barwertes der zukünftigen Erträge herangezogenen Werte (Basiszins, Marktrisiko prämie, sog. Beta-Faktor und Wachstumsabschlag) seien sämtlich zu hoch und nur mit dem Ziel angenommen worden, den Unternehmenswert auf den gewünschten Betrag herunter zu rechnen.

Die Antragsteller beantragen deshalb,

- a. die Ausgleichszahlung und den Abfindungsbetrag höher zu bestimmen

Einige Antragsteller beantragen ferner,

- b. die Verzinsung der Abfindung nach § 305 III 3 AktG anzuordnen.

Die Antragsteller zu 30-34 und 42 beantragen ferner,

festzustellen, dass der Ausgleich entweder auch für das Geschäftsjahr 2004 und für alle angebrochenen Geschäftsjahre bis zu einer etwaigen Verschmelzung der Phoenix AG auf die Antragsgegnerin gezahlt werden muss oder – hilfsweise – dessen Vorenthaltung durch eine gleichwertige Erhöhung des Ausgleichs in jenen in die Mindestlaufzeit von fünf Zeitjahren fallenden Geschäftsjahren kompensiert werden muss, für die ein Ausgleich gezahlt wird.

II. Der gemeinsame Vertreter hat sich im Wesentlichen den Argumenten der Antragsteller angeschlossen.

III. Die Antragsgegnerin hält das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse für überzeugend. Die parallele Erstellung des

Unternehmensberichts und der Prüfung durch die Abfindungsprüferin sei zulässig und inhaltlich unbedenklich. Die gefundenen Ergebnisse seien in allem gut begründet und deckten sich mit den wissenschaftlichen Ergebnissen über die Bewertung und Abzinsung zukünftiger Unternehmenserträge. Dagegen gehe der  
 mit nicht vertretbaren unrichtigen Begründungen von erheblich zu hohen Erträgen aus.

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,  
 die Anträge zurückzuweisen.

IV. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von ihnen eingereichten (sehr umfangreichen) Schriftsätze nebst Anlagen und auf die Protokolle der mündlichen Verhandlungen vom 12.4.06 und 30.3.11 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten unter C.II. berichtet.

Wegen des Anhörungsergebnisses des \_\_\_\_\_ wird ebenfalls auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 12.4.06 verwiesen (Bl. 972f. GA).

Wegen des Inhalts des Gutachtens des \_\_\_\_\_ wird auf Bl. 1406 der Gerichtsakte und wegen der mündlichen Erläuterungen des Sachverständigen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 verwiesen (Bl. 1761f. GA).

Nach dem Schluss der mündlichen Verhandlungen sind folgende Schriftsätze eingegangen und berücksichtigt worden, jedoch jeweils nicht zu Lasten der jeweiligen Gegenseite: Ast. 62/63 vom 17.5.11, gemeinsamer Vertreter vom 19.5.11, Ast. 6-11, 22-24, 28-29 und 41 vom 19.5.11 und AGin vom 23.5.11. Diese Schriftsätze und das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 werden den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter gleichzeitig mit diesem Beschluss übersandt.

Diesem Beschluss sind drei Berechnungen beigeheftet. Die erste enthält die Berechnung der Ausgleichszahlung und des Abfindungsbetrages, wie sie in dem Bericht der Vorstände der Antragsgegnerin und der Fa. Phoenix enthalten ist. Die zweite Tabelle stellt die Rechnungswege und Ergebnisse des Sachverständigen dar. Die dritte Tabelle schließlich teilt die Berechnungsergebnisse des Gerichts so mit, wie sie in diesem Beschluss beschrieben sind.

## **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). Die am 1.9.09 eingetretenen Änderungen des

FGG und des SpruchG nach dem FamFG bleiben außer Betracht (Art. 111 FGG-RG, BGBl. 2008 I, 2586, 2743).

2. Ein Verfahren nach dem SpruchG findet u.a. statt zur Überprüfung der Höhe des Ausgleichs und der Abfindung außenstehender Aktionäre bei Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen, § 1 Ziffer 1 SpruchG.

Ein solcher Vertrag ist am 16.11.04 abgeschlossen und am 23.12. und 28.12.04 durch die Hauptversammlungen der beteiligten Unternehmen genehmigt worden und hat durch die Eintragung in das Handelsregister und deren Bekanntgabe Wirksamkeit erlangt (§ 294 II AktG).

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 ist nach § 3 I Ziffer 1 AktG jeder, der durch Urkunden nachweist, dass er am Tage der Antragstellung außenstehender Aktionär nach § 1 I SpruchG ist. Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung sämtlich durch Vorlage unterschiedlichster Aktienbesitznachweise, zumeist durch Bankbescheinigungen oder Vorlage der Originale der Aktien nachgewiesen.

4. Die Antragsfrist begann am Tage nach der letzten Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister (§§ 41 I 1 SpruchG, 10 HGB), also am 1.4.05, und betrug drei Monate (§ 41 I 1 SpruchG). Alle Anträge der Antragsteller sind in dieser Zeit eingegangen.

5. Entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin sind die Anträge der Antragsteller zu 37, 38, 40, 42 und 48 nicht deshalb unzulässig, weil sie ihre Antragsberechtigung nicht innerhalb der Antragsfrist durch Urkunden nachgewiesen haben. Zwar ergibt sich nach überwiegender Ansicht aus dem Sinn des § 4 II Ziffer 2 SpruchG in Verbindung mit § 3 II Satz 2 SpruchG, dass die Antragsberechtigung durch Urkunden in der Antragsfrist nachzuweisen ist (OLG Hamburg, AG 2004, 622; LG Frankfurt/Main, ZIP 2005, 215 und ZIP 2005, 859; KöKoAktG-Koppensteiner, Anh. § 327f, Rdn. 10). Hiermit wird aber Unzumutbares verlangt. Denn kein Antragsteller kann wissen, wann sein Antrag bei Gericht eingeht; gleichwohl soll er den Nachweis für den Tag des Eingangs erbringen. Die Berechtigung muss also regelmäßig (von einer taggleichen Bankbestätigung und einer Versendung des Antrags per Fax einmal abgesehen) nachgereicht werden. Dies kann erst geschehen, wenn eine Nachricht über das Datum des Eingangs von dem Gericht vorliegt. Das kann angesichts des Umstandes, dass fast immer eine Vielzahl von Antragstellern an solchen Verfahren teilnimmt und dem Gericht nur beschränkte personelle Ressourcen zur Verfügung stehen, unter Umständen lange Zeit dauern. Da es jedem Aktionär freisteht, die Frist bis zum letzten Tag auszuschöpfen, kann das Gesetz nur so gemeint sein, dass die Antragsberechtigung und die dazu gehörenden Urkunden

auch nach Anlauf der Antragsfrist und binnen einer vom Gericht zu setzenden Frist nachgereicht werden können (im Ergebnis ebenso OLG Stuttgart, ZIP 2004, 1907ff.; OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900; OLG Düsseldorf, ZIP 2005, 1369ff.; OLG Frankfurt/Main, DB 2006, 273, BGH NJW 2008, 2993). Das ist hier geschehen.

6. Der Feststellungsantrag der Antragsteller zu 30-34 und 42 ist unzulässig. Sie erstreben eine Erstreckung der Ausgleichszahlung auf das Jahr 2004 und damit eine Zahlung für Zeiträume außerhalb der Geltung des Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages. Denn dieser ist zwar am 16.11.04 abgeschlossen und am 23. 12. bzw. 28.12.04 genehmigt worden, aber erst am 31.3.05 mit der Veröffentlichung der Eintragung in das Handelsregister wirksam geworden. Zu einer solchen Feststellung ist das Gericht nicht befugt. Soweit in dem Antrag – hilfsweise – begehrt wird, einen Ausgleichsbetrag für 2004 rechnerisch in die Beträge für die Laufzeit des GuBV einzurechnen, ist der Antrag zwar zulässig, aber nicht begründet, wie sich aus den nachfolgenden Begründungen ergeben wird.

7. Alle Anträge der Antragsteller enthalten auch die nach § 4 II 4 SpruchG verlangten konkreten Einwendungen gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert.

8. Das angerufene Gericht ist auch zur Entscheidung berufen. Zuständig ist das Landgericht, in dessen Bezirk der Rechtsträger seinen Sitz hat, dessen Anteilsinhaber antragsberechtigt sind, § 2 I SpruchG. Die Fa. Phoenix, deren Anteilsinhaber die Antragsteller sind, hatte ihren Sitz in Hamburg.

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. Die Begründetheit**

Die bei einem Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag vorzusehende Ausgleichszahlung muss jedenfalls den Betrag ausmachen, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte (§ 304 II 1 AktG).

Die Barabfindung muss nach § 304 III S. 2 AktG „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Gemeint ist damit eine volle Entschädigung; der Aktionär soll einen vollen Ausgleich für den Vermögensverlust erhalten, der ihm durch den Abschluss des GuBV entsteht (BGH NJW 2003, 1032f. - Macroton -).

### **1. Die Feststellung der „Verhältnisse der Gesellschaft“**

Das vorliegende Verfahren hebt sich aus den weiteren, vor dieser Kammer behandelten Verfahren heraus, weil die Feststellungen und Bewertungen teilweise auf Erkenntnissen fußen, die lediglich dem Gericht, der Antragsgegnerin, dem gemeinsamen Vertreter und dem gerichtlichen Sachverständigen, nicht aber den Antragstellern bekannt sind. Dies beruht darauf, dass die Antragsgegnerin nach § 7 VII SpruchG beantragt hatte, einen Teil der dem Gericht und dem gerichtlichen Sachverständigen vorzulegenden Unterlagen mit Rücksicht auf die Geheimhaltungsinteressen der Antragsgegnerin den Antragstellern nicht bekannt zu geben. Hintergrund ist der Umstand, dass die Fa. Phoenix sowie ihre Tochterfirmen ebenso wie die und ihre Tochterfirmen stark zergliedert sind und einige Tochterfirmen nur an einen einzigen oder an sehr wenige Autohersteller liefern, die Produkte und die mit ihnen erzielbaren Margen dauerhaft ähnlich sind und die Antragsgegnerin zukünftig schlechtere Verhandlungspositionen für den Fall fürchtet, dass den Geschäftspartnern die in der Vergangenheit erzielten Margen bekannt werden.

Diesem Antrag hat das Gericht durch Beschluss des Vorsitzenden 24.9.08 im Wege der Einstweiligen Anordnung stattgegeben und den Sachverständigen aufgefordert, auch dieses Anliegen sachverständig zu beurteilen. Der Sachverständige hat dann die vollständigen, ihm von der Antragsgegnerin überlassenen Unterlagen ausgewertet und am 7.12.09 ein vollständiges Gutachten unter Verwendung aller Unterlagen erstattet. Zugleich hat er mit Schreiben vom 29.1.09 mitgeteilt, dass er den Antrag der Antragsgegnerin im überwiegenden Umfang für begründet erachte. Daraufhin hat der Vorsitzende des Gerichts am 26.4.10 den Antrag in dem vom Sachverständigen für nötig gehaltenen Umfang für begründet erachtet. Die hiergegen erhobenen Einwände der Antragsteller hat das Gericht unter Mitwirkung der Handelsrichter durch Beschluss vom 16.7.10 zurückgewiesen. Hierauf hat der Sachverständige am 14.10.10 eine ergebnisgleiche, aber teilweise geschwärzte Version seines Gutachtens vorgelegt, zu der die Antragsteller dann Gelegenheit zur Stellungnahme hatten.

Die Antragsgegnerin hat den Geheimhaltungsantrag in Bezug auf den gemeinsamen Vertreter fallen gelassen, nachdem sich dieser persönlich zur Geheimhaltung der Tatsachen verpflichtet hatte. Dieser ist deshalb im selben Umfang wie das Gericht informiert worden.

Wegen der Begründung für diese Maßnahme wird hier auf die genannten Beschlüsse verwiesen. Im Beschluss vom 26.4.10 heißt es u.a.:

In der Tat ergeben sich aus den Unterlagen detaillierte Ergebnisse und Erträge für einzelne Unternehmensteile bzw. Tochterunternehmen und aus den Unterlagen ist ersichtlich, dass diese teilweise nur für einen einzigen Abnehmer produziert haben. Es handelt sich auch offenbar um Produkte, die so oder ähnlich auch heute noch produziert werden.

Die von den Antragstellern gegen die Geheimhaltung dargelegten Gründe tragen im Ergebnis nicht. Auch wenn seit dem Bewertungsstichtag und den Jahren, die Gegenstand der Begutachtung waren, zahlreiche Jahre verstrichen sind, erscheint die Darlegung der Antragsgegnerin plausibel, dass noch heute aus den damaligen Ergebnissen jedenfalls dem Grunde nach auf die heutigen Verhältnisse geschlossen werden könnte. Es handelt sich daher nach wie vor um Geschäftsgeheimnisse, an denen die Antragsgegnerin ein Geheimhaltungsinteresse nach § 7 VII SpruchG geltend macht. Die nach Art 14 GG gebotene

Abwägung ergibt, dass gegenüber diesen Interessen die Offenbarungsinteressen der Antragsteller zurück zu stehen haben. Ihre Interessen sind durch den Sachverständigen und durch die Kontrolle durch das Gericht hinreichend gewahrt.

Mildere Mittel als die Geheimhaltung stehen derzeit nicht zu Gebote. Insbesondere könnte die Veröffentlichung an die Antragsteller gegen Abgabe einer (auch eventuell strafbewehrten) Geheimhaltungserklärung die Interessen der Antragsgegnerin nicht wirksam schützen, weil die Antragsteller zahlreich sind und Verstöße praktisch nicht zurück verfolgbar wären.

In dem Beschluss vom 16.7.11 heißt es u.a.:

Soweit die Antragsteller darauf hinweisen, dass seit dem Bewertungsstichtag Ende 2004 bereits fast 6 Jahre verstrichen seien und die zugrunde gelegten Tatsachen veraltet und infolge Materialpreisänderungen, Änderungen von Transportkosten und Kapazitätsauslastungen sowie Veränderungen der Unternehmensstrukturen nicht mehr vergleichbar und ohne aktuellen Aussagewert seien, mag das im Grundsatz zutreffen. Jedoch handelt es sich, wie die Antragsgegnerin darlegt, in vielen Fällen noch um die alten Produktionszusammenhänge und die (nur fortentwickelten) Produkte mit ähnlicher Kostenstruktur. Deshalb ist es gerechtfertigt, den Befürchtungen der Antragsgegnerin, Konkurrenten könnten die sich aus den Unterlagen ergebenden Mitteilungen über Gewinnmargen für zukünftige Geschäfte nutzbar machen, Raum zu geben.

Nach nochmaliger Abwägung zwischen den vom Eigentumsschutz unterlegten Informationsinteressen der Antragsteller und den Interessen der Antragsgegnerin an der zukünftigen Integrität ihrer Geschäfte muss es daher bei der angeordneten Geheimhaltung bleiben. Die Interessen der Antragsteller werden durch die gerichtliche Begutachtung, die vollständige Information und Prüfung durch das Gericht sowie durch die vollständige Information und Prüfung durch den gemeinsamen Vertreter hinreichend gewahrt.

Die Kammer hat erwogen, angesichts der seither weiter verstrichenen Zeit die teilweise Geheimhaltung aufzuheben und den Antragstellern das vollständige Gutachten zur Prüfung vorzulegen. Sie bleibt aber nach erneuter Abwägung der o.g. Rechtsgüter bei ihrer Entscheidung. Sie hat die vollständigen Tatsachen und das vollständige Gutachten bei der Abfassung dieses Beschlusses verwertet. Allerdings zitiert sie die Tatsachen nur in einem Umfang und in einer Tiefe, die die Geheimhaltung nicht verletzt.

## 2. 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 Deinvestitionsentscheidung erhalten hätte.

a. Auf welchen Börsenkurs abzustellen ist, ist im Einzelnen streitig.

Der Börsenkurs am Tage des Übernahmeangebotes vom 26.4.04 von € 15,00 betrug € 14,92, am Tage des Ablaufes des Angebots (19.7.04) € 15,65. Am Tage der Bekanntgabe der Vertragsschlussabsicht betrug der Börsenkurs € 18,80 und zur Zeit

der Hauptversammlung € 20,15 (Anlage Ag 9). Wählt man Zeiträume von jeweils 3 Monaten, die vor dem Übernahmeangebot der ..... vom 26.4.04, vor dem Ablauf des Kaufangebots am 19.7.04 oder vor der Bekanntgabe der Vertragsschlussabsicht am 25.10.04 liegen, ergeben sich Werte zwischen € 12,27 und € 17,59 pro Aktie (Vertragsbericht Anlage Ag 1b, S. 123). Wählt man die 3 Monate vor der Hauptversammlung am 28.12.04, so ergeben sich nach der von der Antragsgegnerin vorgelegten Übersicht über die Börsenkurse (AG 9) ca. € 20.- pro Aktie.

b. 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.

c. Der gemeinsame Vertreter hat sich nicht dazu geäußert.

d. Demgegenüber vertritt die Antragsgegnerin die Ansicht, es dürfe nicht auf einen einzigen Tag abgestellt werden, weil Börsenkurse von zufälligen Einflüssen abhängen; vielmehr sei auf einen Referenzzeitraum und den hierin ermittelten Durchschnitt abzustellen. Dabei müsse auf einen von der beabsichtigten Aktienübertragung unabhängigen Referenzzeitraum abgestellt werden, weil der Kurs nach Bekanntwerden einer Übertragungsabsicht nicht mehr allein von einer Markteinschätzung, sondern vornehmlich von der Erwartung der Marktteilnehmer über die Höhe der Abfindung und die Höhe der festen Dividende bestimmt werde. Außerdem sei die frühere Lösung des BGH nicht praktikabel, weil der Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung erst an diesem Tage feststehe, also unmöglich Grundlage des Abfindungsvorschlags und der Prüfung sein könne. Deshalb erscheine allein das Abstellen auf einen Zeitraum von 3 Monaten vor Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses sachgerecht, wie es auch neuerdings in ähnlichem Zusammenhang § 5 I WpÜGAngebVO vorsehe.

e. Die Kammer ist der Auffassung, dass 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 (Az. II ZB 18/09 vom 19.7.2010, DB 2010, 1693f. – Stollwerck - für das Squeeze-Out und II ZB 2/10 vom 28.6.11 für den GuBV, zitiert nach BeckRS 2011, 18394).

Die Kammer schließt sich im Grundsatz der neuen Auffassung des BGH an. Sie beachtet aber zudem, dass bei jedwedem Referenzzeitraum noch festgestellt werden muss, dass in ihm die Börsenwerte auch vom Wert der Aktie und nicht überwiegend von ganz anderen Kriterien, insbesondere einer offensichtlichen Marktlücke oder von bevorstehenden Maßnahmen im Unternehmen beeinflusst sind (hierzu zusammenfassend Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage 2009, S. 311f., Rn 1061f und OLG Stuttgart, AG 2007, 705,715). Ob davon im vorliegenden Fall auszugehen ist, kann dahin stehen. Denn die im Tenor gewährte Abfindung ist nach allen soeben genannten Berechnungsmethoden höher als der Börsenkurs. Auf den Börsenkurs kommt es daher nicht an.

### 3. 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 verbliebe (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 ausscheide, 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 durchaus bedenklich und die Kammer neigt dazu, ihr nicht zu folgen. Eine Entscheidung ist aber hierzu nicht veranlasst. Die Zahlungsansprüche der Aktionäre sind bei der im Tenor gewährten Abfindung erheblich höher als die Ergebnisse einer Liquidation.

Schon die vorgesehene Abfindung von € 18,89 entspricht bei insgesamt 15.517.527 Aktien einem Unternehmenswert von € 293.200.000.-. Dass durch eine Liquidation des gesamten Unternehmens ein höherer Betrag erzielt werden könnte, liegt fern und hat auch keiner der Antragsteller substantiiert behauptet.

Das Anlagevermögen betrug ausweislich der geprüften Bilanz (AG 7) per 31.12.2003 € 370.776.000.- und das sonstige Vermögen € 319.970.000.-; zusammen wiesen die Aktiva € 693.745.000.- aus. Der sachverständige Prüfer hat den Buchwert des gesamten Konzerns mit € 734.900.000.- angenommen und die im gesamten Grundvermögen möglicherweise verborgenen stillen Reserven mit € 121.400.000.- angegeben. Dem standen bereits € 415.763.000.- Verbindlichkeiten gegenüber. Nach der Bilanz per 30.9.04 standen einem Vermögen von insgesamt € 786.163.000.- Verbindlichkeiten von € 515.758.000.- gegenüber.

Für den Fall der (fiktiven) Liquidation müssen zusätzlich noch die (fiktiven) Liquidationskosten abgesetzt werden. Die allgemeinen Liquidationskosten schätzt das Gericht (§ 287 ZPO) unter Berücksichtigung der Schätzung des Gesetzgebers in

ähnlichem Zusammenhang (§ 171 InsO) auf 5%. Außerdem müssten Sozialpläne bzw. Abfindungen für etwa 9.000 Beschäftigte (vgl. Unternehmensbericht 2003 S. 58 ff, Anlage Ag 7) finanziert werden, was nach der Darstellung des sachverständigen Prüfers mit € 182.700.000.- zu veranschlagen ist.

Der gerichtliche stimmt dem im Ergebnis zu (Gutachten S. 19 = Bl. 1420R GA).

Ein Liquidationserlös über dem noch zu begründenden Unternehmenswert ergäbe sich daher nicht.

#### 4. Die Bewertung der Phoenix nach ihren zukünftigen Erträgen

##### a. Die der Bewertung zugrunde liegenden Quellen

Bei der Bewertung der Phoenix stützt sich das Gericht u.a. auf die Darlegungen im Vorstandsbericht der Antragsgegnerin und der Phoenix, auf die Erwägungen der und auf das gerichtliche Gutachten des Sachverständigen

aa. Ein Teil der Antragsteller wendet ein, das Gutachten der dürfe bereits deshalb nicht verwertet werden, weil sie entgegen dem Gesetz nicht durch das Gericht ausgewählt, sondern nur dem einzigen Vorschlag der Antragsgegnerin entsprechend ernannt worden sei.

Dem folgt das Gericht nicht. Das Gesetz sieht vor, dass das Gericht den Prüfer auswählt, nicht aber, wie und anhand welcher Kriterien dies geschieht. Dem Gericht Vorschläge zu unterbreiten, verbietet das Gesetz dem Hauptaktionär ebensowenig wie dem Gericht, dem einzigen Vorschlag nach Überprüfung der Geeignetheit zu folgen (OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87).

Gleichwohl hat diese Kammer seit Anfang 2005 die Ernennungspraxis geändert, besteht auf dem Vorschlag dreier geeigneter Unternehmen.

bb. Einige Antragsteller meinen außerdem, das Gutachten der könne auch deshalb nicht zur Bewertung herangezogen werden, weil es bereits einige Tage vor dem Unternehmensbericht fertig geworden sei und deshalb aufgrund einer parallelen Prüfung erstellt worden sein müsse.

Auch dies hat keinen Erfolg. Nach den Darlegungen des Wirtschaftsprüfers in der mündlichen Verhandlung lag der bereits am 11.11.04 bei Abfassung des Prüfungsberichts der Unternehmensbericht im Entwurf vor, und zwar in der Fassung, wie sie auch am 16.11.04 letztlich zur Grundlage der Verträge wurde. Der Unternehmensberichts und der Prüfbericht wurden also parallel hergestellt, wobei der Unternehmensbericht nach der Schilderung des im Wesentlichen von gleichzeitig tätigen Mitarbeitern der konzipiert und abgefasst wurde.

Die hiergegen erhobenen Einwände der Antragsteller haben 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 Puzskajler, 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.

cc. Schließlich wenden einige Antragsteller ein, das Gutachten der sei in allem unergiebig, lasse keine eigene Prüfungsleistung erkennen und erschöpfe sich in der Bestätigung der Ergebnisse der Begutachtung durch die

Der notwendige Inhalt des Gutachtens ist in § 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 umfangreich; dass hierbei ersichtlich Textbausteine verwendet worden sind, trägt dem Inhalt keinen Abbruch, weil die Darlegungen in vielen Fällen gleich zu behandeln ist. Dass eine Prüfung stattgefunden hat, ergibt sich aus vielen Bemerkungen in dem Gutachten und ist durch die detaillierten Angaben deutlich geworden, die der Wirtschaftsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 12.4.06 erläuternd hinzuzufügen in der Lage war.

dd. Hauptsächlich aber fußt die Bewertung des Gerichts auf den Darlegungen des gerichtlichen . Dessen Gutachten (sowohl in der dem Gericht und dem gemeinsamen Vertreter vorliegenden vollständigen Fassung als auch in der den Antragstellern vorliegenden gekürzten Fassung) offenbart eine umfassende Sachkunde des Gutachters, lässt eine sachgerechte Auswahl der herangezogenen Quellen erkennen, zeigt eine sorgfältige Exploration des wirtschaftlichen Umfeldes der zu beurteilenden Fa. Phoenix und führt hinsichtlich der zukünftigen Erträge der Fa. Phoenix mit zwingenden Argumenten zu dem gefundenen Ergebnis. Die mündlichen Erläuterungen des Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung bestätigten die klaren und verständlichen Darlegungen eindrucksvoll und überzeugend.

## b. 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. BGH NJW 2003, 3272, 3273; weitere Nachweise bei Hüffer, AktG, 8. Auflage 2008, § 305 Rdn. 20) und verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG NJW 1999, 3769, 3771). Ihr folgt deshalb das Gericht.

Die Kammer folgt insoweit auch im Wesentlichen den Grundsätzen, die das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) seit vielen Jahren anwendet. Hierbei handelt es sich um einen Verein, im welchem fast alle deutschen Wirtschaftsprüfer (z.Zt. etwa 87%) organisiert sind und über seinen „Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft“ (FAUB, früher „Arbeitskreis Unternehmensbewertung“ (AKU)) 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 Halbeinkünfteverfahrens 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“ 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 Abgeltungssteuer 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 Wirtschaftsprüfungsunternehmen dominiert und allein von deren - oftmals mit denen von Großaktionären deckungsgleichen Interessen - dominiert (vgl. etwa Fischer-Winkelmann, BFuP 58 (2006), 158f.) und sei nach empirischer Überprüfung unhaltbar (Ast. 62/63 mit Hinweis auf Knoll u.a., ZSteu, 2011, 47f. - Bl. 1796f. GA -) Dieser Kritik folgt die Kammer im Abschluss an das OLG Stuttgart (Vorlagebeschluss vom 18.12.09 Az. 20 W 2/08, zitiert nach BeckRS 2010, 00900 = AG 2010, 513 = ZIP 2010, 274; die Rechtsmittel sind aus formalen Gründen erfolglos geblieben) 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 der Antragsteller zu 25., 62. und 63 (letzterer auch in ZSteu 2011, 47f.), die Anwendung des Tax-CAPM sei nach dem Standard 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.

Allerdings wendet die Kammer im Grundsatz die vorgenannten Standards nach dem Stand an, der zur Zeit des Stichtags galt. Zwar handelt es sich teilweise bei den jeweiligen Fortentwicklungen um Anpassungen, die lediglich neueren Erkenntnissen der Wissenschaft geschuldet sind; insofern stehen sie der Änderung rechtlicher Bewertungen gleich, die zwanglos rückwirkend Anwendung finden können und müssen. Wenn es aber wie geschildert zutrifft, dass der Standard des IDW die tatsächlichen Bewertung in der Praxis entscheidend prägt (hierzu OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900), dann verbietet sich eine rückwirkende Anwendung im Grundsatz zwingend, weil hierdurch nicht nur einer Bewertung, sondern einer Bewertungspraxis nachträglich der Boden entzogen wird. Das wird leider in Literatur und Rechtsprechung übersehen.

Das Problem des vorliegenden Falles ist es, dass er zeitlich genau in die Umstellungsphase des Standards fällt. Dass es zu einer Neufassung kommen würde und kommen musste, war schon Ende 2004 absehbar. Der Entwurf der Neufassung beruht im Wesentlichen auf einer Entschließung des zuständigen AKU vom 9.12.04, also schon aus der Zeit vor dem Stichtag (28.12.04) und sie wurde fast zeitgleich mit dem Beschluss der Hauptversammlungen am 30.12.04 veröffentlicht. Bis zur endgültigen Beschlussfassung am 18.10.05 (WPg 2005, 28ff.) kam es zu keinen nennenswerten Änderungen mehr. Deshalb ist es gerechtfertigt anzunehmen, dass die Bewertungspraxis den neuen Standard schon Ende 2004 berücksichtigte. Die Kammer rückt daher von der in der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 angedeuteten vorläufigen Ansicht ab und wendet mit dem Sachverständigen den Standard IDW S1 (2005) an.

## **c. Die konkrete Berechnung des Ertragswertes der Phoenix**

### **aa. Die Systematik der Planungsrechnung**

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 ereignet 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.).

Alsdann 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 (Großfeld, Unternehmensbewertung, 2009, Rn. 358, 330); ob dem Unternehmen insoweit ein Beurteilungsspielraum gebührt und die Planungen nur um allzu unplausible Annahmen zu bereinigen sind, ist streitig. Die zweite („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 und auf das konjunkturelle Auf und Ab sowie auf aktuelle Markttendenzen abzustellen, sondern es wird ein plausibler Gleichgewichts- und Beharrungszustand zugrunde gelegt (Großfeld, Unternehmensbewertung, Rn. 360f.).

### **bb. Die herangezogenen Planungen und ihre Korrekturen**

Der Bericht der Vorstände (Anlage AG 1b) beschreibt, dass für die Vergangenheitsanalyse als Referenzzeitraum die Jahre 2002 und 2003 zugrunde gelegt worden seien; die Planungen hätten zur Zeit der Erarbeitung des Berichts für 2004 als Vorausschau und für die Jahre 2005 bis 2007 als Geschäftsplanung vorgelegen. Die Bewertung der Phoenix sei auf Konzernebene vorgenommen worden, denn zu den Tochterunternehmen bestehe eine ununterbrochene Kette von GuBVen (AG 1b, S. 94f.). Mit Rücksicht auf die Entscheidung des LG Frankfurt/Main

vom 31.3.04 (- Microlog-) sei eine auf handelsrechtlichen Grundsätzen basierende Bewertung vorgenommen worden und z.B. Abschreibungen des Goodwill eliminiert worden.

### **cc. Die Einwendungen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters**

bbb. Die Antragsteller erheben gegen die Ansätze eine Fülle von Einwendungen (überwiegend wiedergegeben im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 18.11.05 S. 38ff, Bl. 759ff der Akte) und werfen sowohl den Unternehmensvorständen als auch der  und dem gerichtlichen Gutachter vor, die Planungszahlen seien nicht hinreichend transparent und die unterlegten Annahmen, soweit sie offenbart würden, allesamt zuungunsten des Unternehmenswertes ausfallen.

Es beginne bereits damit, dass keine Angaben über Erlöse, Einzelheiten der Personal- und Materialkosten und Finanzaufwendungen mitgeteilt würden, so dass noch nicht einmal eine Plausibilitätskontrolle möglich sei. Aufwendungen und Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen seien offenbar ebenso wenig heraus gerechnet worden wie bilanzielle Abschreibungen auf Wertpapiere des Umlaufvermögens und auf Finanzanlagen. Durch die Umrechnung in die Ergebnisrechnung des HGB ergäben sich nicht nachvollziehbare Umsatzrückgänge. Für die Steigerung der unter der Position „Überleitung“ angeblich erfassten konzerntypischen Kosten von € 4.700.000.- (2005) auf € 12.300.000.- (2007) gebe es keine Rechtfertigung. Weshalb die bis 2007 jährlich angesetzte „Nutzung lokaler Bilanzgewinne“ im Bereich der ewigen Rente plötzlich wegfallen, sei weder ersichtlich noch erläutert. Auch die Begründung für die ab 2007 und im Bereich der ewigen Rente vorgenommenen deutlich höheren Abschreibungen trage nicht; es sei auch nicht plausibel, dass die Investitionsrate stets höher sein solle als die Abschreibungen. Abschreibungen des „Good-Will“ kämen zu Lasten der Minderheitsaktionäre überhaupt nicht in Betracht.

Wenn es tatsächlich richtig sei, dass im Unternehmensbereich „Übrige Geschäftseinheiten“ dauerhaft negative Ergebnisse erwartet würden, müsse er geschlossen oder verkauft werden; jedenfalls könnten nicht im Bereich der Planungsphase II (sog. „ewige Rente“) hierfür Abzüge erfolgen.

Insgesamt sei die gesamte Planung viel zu pessimistisch ausgefallen und durch die spätere hervorragende tatsächliche Entwicklung der Erträge widerlegt, wie sie bereits im Geschäftsbericht für 2004 beschrieben worden sei.

### **dd. Die Begründungen der Antragsgegnerin**

Die Antragsgegnerin erläutert (vgl. die Antragsrwiderrung vom 18.11.05, Bl. 721f GA), dass die Unternehmensplanung entsprechend dem Vorschlag des Ausschusses für Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1) aufgemacht sei, der allgemein akzeptiert sei. Der Bereich der Vergangenheitsanalyse erfasse nicht nur die Jahre 2002 und 2003; auch die Annahmen für 2004 basierten bis zum 31.8.04 auf den tatsächlich ermittelten Werten. Es sei aber nicht zu

erkennen gewesen, dass sich der positive Verlauf bis 30.6.04 über das ganze Jahr hinaus fortsetzen würde; wegen der Betriebsferien bei den Automobilherstellern sei das zweite Halbjahr gewöhnlich umsatzschwächer. Auch die Auswertung des dritten Quartals habe zu keiner anderen Einschätzung geführt. Bei den Annahmen für die Erträge der Folgejahre seien in besonderem Maß die Wechselkurse ausschlaggebend. Richtig sei zwar, dass die Antragsgegnerin für die Zeit nach dem Abschluss des GuBV den Wegfall von ca. 1000 Arbeitsplätzen im Bereich der Phoenix angekündigt habe. Die dadurch angestrebten Kostenminimierungen könnten aber bei der Berechnung des Ausgleichs und der Abfindung keine Berücksichtigung finden, weil sie erst durch den GuBV möglich würden und eine Berücksichtigung dem "stand-alone-Prinzip" der Bewertung widerspreche. Eine Veräußerung der Bereiche „Übrige Geschäftseinheiten“ komme nicht in Betracht. Hierbei handele es sich im Wesentlichen um Zulieferbetriebe für andere Konzernbereiche, die nur wegen nicht marktgerechter interner Verrechnungspreise ein dauerhaft negatives Ergebnis aufwiesen. Eine Deinvestition hätte nur höhere Kosten in anderen Unternehmensteilen zur Folge. Die Erhöhung der unter „Überleitung“ zusammengefassten Kosten ab 2005 beruhe auf der Veräußerung der Fa. Vibracoustic.

Die gegen die Annahmen für den Bereich der „ewigen Rente“ erhobenen Einwände seien unbegründet. Der Rückgang der Nettoerlöse beruhe auf einer höheren Reinvestitionsrate, die aber mit 4,8% nur einen auch im Vergleich zur gesamten Branche normalen Wert ausmache. Da ab 2008 der ausschüttungsfähige Bilanzgewinn nicht mehr ausreiche, könnten auch „lokale Bilanzgewinne“ nicht mehr in Ansatz kommen. Zu dem insgesamt schlechteren Ergebnis komme es, weil ab 2008 nicht mehr mit dem derzeitigen niedrigen Fremdkapitalzins von 4,4%, sondern dann mit dem über viele Jahre ermittelten durchschnittlichen Fremdkapitalzins von 7,2% zu rechnen sei.

#### **ee. Die Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen**

Der hat die einzelnen Geschäftsbereiche der Fa. Phoenix und deren voraussichtliche geplante Entwicklung einer nochmaligen Betrachtung unterzogen und ist zu leicht abweichenden Ergebnissen gelangt (Bl. 37f. Gutachten). Allerdings wertet er die Ergebnisse nicht wie die Fa. Phoenix mittels einer „Zentralkorrektur“ herab, weil er dafür keinen Anlass sieht. Für die Phase ab 2008 (sog. „ewige Rente“) hat er die schon zuvor angenommenen Erlöse sowie den Wert für die EBITDA fortgeschrieben. Hinsichtlich der Reinvestitionsquote hat er weder den sich aus dem Konzernanlagenspiegel ergebenden Wert (6,4%) noch den sich für einen Teil des Sachanlagevermögens ergebenden Wert (5,7%) herangezogen, weil sich diese Werte nur unter Berücksichtigung erheblicher Geschäftsausweitungen ergeben hätten, und ist stattdessen auf einen normalen Wert von 4,5% des Umsatzes zurück gegangen (Bl. 76f. = Bl. 1449f. GA).

#### **ff. Die Einwände der Antragsgegnerin gegen das gerichtliche Gutachten.**

Die Antragsgegnerin moniert hiergegen, der Sachverständige steigere die von ihm selbst schon als ambitioniert geschilderten Planungen des Unternehmens noch erheblich und übersehe, dass hierfür nach den Planungen kein Geld vorhanden sein werde. Tatsächlich habe das Unternehmen die vom Sachverständigen aus seiner Sicht des 28.12.04 angenommenen Erträge nicht erreicht. Die vom Unternehmensvorstand vorgenommene Zentralkorrektur sei erforderlich gewesen, weil die Planungen sich in der Vergangenheit als zu ungenau und optimistisch erwiesen hätten (Unterschreitung von 6 – 50%). Der Sachverständige übersehe, dass es ihm und dem Gericht aus Rechtsgründen verwehrt sei, seine neue Planung an die Stelle der Unternehmensplanung zu setzen (OLG Stuttgart, AG 2007, 596, 599). Der bei den Finanzaufwendungen angenommene Zinssatz sei zu gering und die Steuern seien unrichtig berechnet. Im Bereich der „ewigen Rente“ gehe der Sachverständige zwar von etwa denselben Werten wie die Antragsgegnerin aus, gelange aber gleichwohl zu unrichtigen Ergebnissen. Gründe dafür, die Reinvestitionsrate mit 4,5% statt 4,85% anzunehmen, seien nicht erkennbar; die Ableitung überzeuge nicht.

### **gg. Die Auffassung der Kammer zu den Erträgen**

Die Kammer teilt die Auffassung der Antragsgegnerin und eines Teils der Literatur und Rechtsprechung, wonach die Planungsannahmen des Unternehmens nur eingeschränkt überprüfbar seien (zuletzt OLG Stuttgart NZG 2007, 112, ZIP 2008, 883, 20 W 2/08 = BeckRS 2010, 00900), nur sehr eingeschränkt. Richtig ist zwar, dass die Planungen des Unternehmens nicht völlig zur Disposition gestellt werden können. Die Auswahl der herzustellenden Produkte und die Einkaufs- und Vertriebsstrategien unterliegen der Festlegung des Vorstands bzw. der Mehrheit der Anteilseigner. In diese unternehmerischen Entscheidungen kann in der Regel nicht eingegriffen und etwa eine andere, dem Gericht gewinnbringender erscheinende Unternehmensstrategie unterstellt werden. Diese Festlegungen sind, sofern sie nicht offensichtlich ohne jede vernünftige Begründung erfolgen, zu akzeptieren. Die Prognose über den auf dieser Basis anzunehmenden wirtschaftlichen Erfolg indessen ist regelmäßig in vollem Umfang überprüfbar. Denn die anzunehmenden Produktions-, Herstellungs-, Finanzierungs- und Vertriebskosten können ebenso wie die Margen des Vertriebs anhand der früheren Strukturen des Unternehmens und Vergleichen mit anderen Betrieben der gleichen Branche durchaus nachvollzogen und geschätzt werden und es ist dem Unternehmen zumutbar, insoweit die wirtschaftlichsten Entscheidungen zu treffen und damit den maximal möglichen Unternehmenswert zu erreichen.

Diesen Kriterien folgt das Gutachten des \_\_\_\_\_, dessen Bewertung das Gericht daher hinsichtlich der zu erwartenden Ausschüttungen im Wesentlichen folgt. Der Sachverständige hat in dem Gutachten - und das wird auch in der Kurzfassung hinreichend deutlich - die Planungen des Unternehmens übernommen und hat nur aufgrund seiner anderen Einschätzung der aus dieser Planung erzielbaren Überschüsse andere ausschüttbare Beträge ermittelt. Wenn man genau hinsieht, resultieren die Abweichungen im Wesentlichen aus dem Umstand, dass er nicht wie die Antragsgegnerin eine Zentralkorrektur der prognostizierten Überschüsse vorgenommen hat. In der mündlichen Verhandlung vom 30.3.11 hat er insbesondere dies ausführlich begründet und dargelegt, dass es

für eine in den früheren Jahren sinnvolle Zentralkorrektur im Jahr 2004 keine hinreichenden Gründe mehr gegeben habe; insbesondere habe zum Zeitpunkt der Bewertung die 2004 umgesetzte Umstrukturierung bereits gegriffen und seien die angenommenen Wert deshalb realistisch. Das erscheint der Kammer überzeugend. Soweit die Antragsgegnerin in ihrem nach Schluss der Verhandlung eingereichten Schriftsatz vom 23.5.11 nunmehr geltend macht, das Restrukturierungsprogramm (Path-Projekt) habe die Planungsphilosophie der Phoenix nicht beeinflusst und die daraus erwarteten Effekte seien der Unternehmensleitung bereits bekannt gewesen und in den Planungen berücksichtigt worden, mag das zutreffen. Indessen hat der Sachverständige eben dargelegt, dass durch das Restrukturierungsprogramm und die damit erzeugten Verbesserungen gerade in den Bereichen „Produktionsabläufe“ und „Logistik“ die Verlässlichkeit der Planungsannahmen verbessert worden sei und es einer pauschalen, nachfolgenden Korrektur deshalb nicht bedurfte.

Hinsichtlich einiger weiterer, zwischen den Beteiligten streitigen Fragen gilt im Übrigen folgendes:

#### **hh. Insbesondere: Die Ertragssteuerquoten**

Der Sachverständige hat angenommen, dass nach seinen Recherchen die Ertragssteuerquoten der Fa. Phoenix möglicherweise höher gewesen seien als in den dortigen Planungen angenommen; er habe sie gleichwohl nicht korrigiert, weil ihm hierzu nachvollziehbare belastbare Unterlagen der Antragsgegnerin nicht übergeben worden seien (Gutachten S. 72/73).

Die Antragsgegnerin hat hierzu in dem Schriftsatz vom 23.5.11 (S. 14 = Bl. 1866 GA) erwidert, der Sachverständige habe in Wahrheit nicht die Annahmen der Antragsgegnerin übernommen (Steuersatz 32%), sondern viel geringere Sätze (28%, 15,6%, 15,4%, 16,6% und 25,7%) zugrunde gelegt.

Das Gericht folgt insoweit dem Sachverständigen. Die Antragsgegnerin hat auch in diesem Schriftsatz die vom Sachverständigen vermissten Unterlagen nicht vorgelegt. Sie übersieht im Übrigen, dass der Sachverständige angibt, auch die vorgefundenen steuerlichen Verlustvorträge berücksichtigt zu haben, was natürlich zu nominal anderen Beträgen führt und zu im Ergebnis anderen Ertragssteuerquoten. Zu diesen Verlustvorträgen hat sich die Antragsgegnerin in dem nachgelassenen Schriftsatz näher lediglich hinsichtlich des Zeitraums der ewigen Rente geäußert, so dass das Gericht für die Planjahre 2004 – 2007 bei den Ansätzen des Sachverständigen bleibt. Die Ausführungen zu den bei der Berechnung der ewigen Rente berücksichtigten Verlustvorträgen, die angeblich „annuisiert worden und vom nominalen Steueraufwand abzusetzen seien“, sind nicht verständlich und deshalb unberücksichtigt geblieben.

#### **ii. Insbesondere: Die Reinvestitionsrate in der ewigen Rente**

Der Sachverständige hat für den Zeitraum der ewigen Rente (ab 2008) die Reinvestitionsquote mit 4,5% angenommen. Aus dem Konzernanlagenspiegel sei

zwar eine Abschreibung von 6,4% ersichtlich gewesen. Die Vergangenheit habe nach Analyse der Abschreibung der einzelnen Vermögensgegenstände aber in Wahrheit Quoten von durchschnittlich nur 3,9% aufgewiesen. Da aber der Eindruck entstanden sei, dass Ersatzinvestitionen nicht stets zeitgerecht und dem Umfang nach angemessen erfolgt seien und sich dies nicht auf Dauer durchhalten lasse, sei die Erhöhung auf 4,5% erforderlich.

Die Antragsgegnerin dagegen behauptet, bei der Fa. Phoenix habe wegen des längere Jahre nicht zur Verfügung stehenden Geldes ein Investitionsstau geherrscht; man habe bereits auf Leasingkonstruktionen zurück greifen müssen. Deshalb sei es gerechtfertigt, die im Detailplanungszeitraum durchschnittlich aufgewendeten Investitionen bzw. die sich daraus ergebende Investitionsquote von 4,8% fortzuschreiben.

Die Kammer folgt auch hier dem Sachverständigen. Er hat dargelegt, dass die von der Antragsgegnerin vorgetragene höheren Investitionsquoten teilweise Erweiterungsinvestitionen geschuldet seien und dass dem Umstand der teilweise aufgeschobenen Ersatzinvestitionen durch eine Erhöhung der früheren Quote (3,9%) auf 4,5% ausreichend Rechnung getragen werde.

#### **jj. Insbesondere: Die Behandlung der Fa. Vibracoustic**

Es ist bereits dargestellt worden, dass die Phoenix zusammen mit der Fa. Freudenberg ein gemeinsames Unternehmen Vibracoustic besaß. In dem Gesellschaftsvertrag war vorgesehen, dass im Fall der Beherrschung eines Gesellschafters durch einen Mitbewerber der jeweils andere Teil berechtigt war, den anderen Gesellschaftsanteil zu einem bereits festgelegten – unter dem wahren Wert liegenden – Preis zu erwerben (AG 13). So geschah es. Dies führte noch im Jahre 2004 zu einem bei der Ertragsberechnung berücksichtigten Buchverlust von € 22.300.000.-, was wiederum einen Gewinneinbruch für 2004 zur Folge hatte.

aaa. Einige Antragsteller und der gemeinsame Vertreter stehen nun auf dem Standpunkt, dass die Veräußerung, weil sie lediglich durch die Strukturmaßnahme veranlasst worden sei, aus der Bewertung ausgeschlossen werden müsse und der Gesellschaftsanteil zum Buchwert zu bewerten sei und zwar auch nicht mit dem tatsächlichen Verkaufspreis. Andere Antragsteller meinen, zwar müsse es bei der Berücksichtigung des Verkaufs bleiben, in den Unternehmenswert der Phoenix müsse aber ein Schadensersatzanspruch gegen die Antragsgegnerin in Höhe der Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem wahren Wert der Beteiligung eingestellt werden, weil die Veräußerung von der Antragsgegnerin zum Schaden der Phoenix veranlasst worden sei.

bbb. Die Antragsgegnerin meint hingegen, es müsse bei dem zugesagten Ausgleich von € 200.000.- sein Bewenden haben, der durch einen geringfügigen Fehler bei der Ermittlung des Kaufpreises entstanden sei. Aus dem zu diesem eingeholten Gutachten des er gebe sich, dass der Phoenix kein nach §

311 AktG ersatzfähiger Schaden entstanden sei; der Nachteil sei bereits durch den Abschluss des ursprünglichen Gesellschaftsvertrag und nicht durch die Antragsgegnerin entstanden.

ccc. Die Kammer tritt der Auffassung der Antragsgegnerin bei.

Soweit es den Verkauf der Vibracoustic angeht, ergab sich das Erwerbsrecht der Fa. Freudenberg bereits aus dem lange vor dem Engagement der abgeschlossenen Gesellschafts- (Rahmen-) Vertrag. Allein deshalb, weil jemand Aktien eines Unternehmens erwirbt, kann gegen ihn nicht der Vorwurf erhoben werden, er schädige das Unternehmen, denn gerade die leichte Veräußerbarkeit der Geschäftsanteile war der Zweck der Aktion. Es macht auch keinen rechtlich beachtlichen Unterschied, ob es so durch zahlreiche Erwerbsvorgänge zu einem beherrschenden Einfluss kommt. Eine Nachteilszufügung könnte allenfalls dann angenommen werden, wenn die Antragsgegnerin (oder ihre Rechtsvorgängerin) die Fa. Freudenberg – aus eigennützigen Motiven, etwa wegen der sonst nicht erzielbaren Genehmigung der Europäischen Kommission - veranlasst hätte, den Erwerb geltend zu machen und dies ohne dieses Verhalten nicht geschehen wäre. Das liegt aber im vorliegenden Fall außerhalb jeder Vorstellungsmöglichkeit. Der Veräußerungspreis für den Anteil an der Fa. Vibracoustic allein war, wie alle Beteiligten übereinstimmend darlegen, um viele Millionen Euro geringer als der wahre Wert der Beteiligung. Es kann nicht angenommen werden, dass der Vorstand der Fa. Freudenberg von einem Erwerb abgesehen und diese einmalige Chance außer Acht gelassen hätte.

Soweit zeitgleich weitere Beteiligungen veräußert wurden, haben die Antragsteller den Vorwurf zu geringer Preise nicht erhoben und er erschiene auch nicht berechtigt.

#### **kk. Die Thesaurierung der eigentlich ausschüttungsfähigen Erträge**

Die Fa. Phoenix plante nach Darstellung der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Standards IDW S1 2004, in den Jahren 2004f. stets alle Überschüsse vollständig auszuschütten. Der Sachverständige hat auf der Grundlage der Empfehlungen IDW S1 2005 ab 2008 nur mit einer Ausschüttung von 50% gerechnet, weil dies der Praxis anderer Unternehmen in dieser Branche entspreche (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 folgt aus den bereits zuvor geschilderten Erwägungen der Auffassung des Sachverständigen. Sie führt auch zu überzeugenden Annahmen. Denn das neuere Bewertungssystem kürzt zwar die Ausschüttungen. Sie stellt aber die hierdurch entstehenden Vorteile selbstverständlich 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. Der Sachverständige hat die thesaurierten Beträge nicht auf einem solchen „Umweg“, sondern direkt berücksichtigt, indem er 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. die anl. Tabelle 2, 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. Deshalb ist generell gegen die Abweichung von der Vollausschüttungsannahme nichts zu erinnern (ebenso OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900).

#### **d. Ergebnis**

Die sich aus diesen Annahmen errechnenden Ergebnisse lassen sich in der diesem Beschluss beigefügten Tabelle 3 entnehmen.

### **5. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge**

#### **a. 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, der der Aussicht auf ihre künftige Zahlung entspricht. Dies geschieht durch mathematische Abzinsung (Diskontierung) auf den Stichtag, an dem die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär beschlossen wird (hier: 28.12.04); der sich ergebende Betrag wird der Barwert genannt.

Da es aber eine betriebliche Auswertung der Betriebsergebnisse des laufenden Jahres an diesen Tag zu diesem Stichtag noch nicht geben kann, wird die Abzinsung bis zum Ablauf des letzten Jahres bzw. auf den Beginn des laufenden Geschäftsjahres vorgenommen (hier: 31.12.03) und der sich daraus ergebende Betrag wiederum aufgezinst auf den Stichtag (hier: 1.1. – 28.12.04) oder – wie hier – die Abzinsung mathematisch sogleich auf den Stichtag vorgenommen. Dabei ist nach herrschender zutreffender Auffassung auf den für das jeweilige Unternehmen ermittelten Kapitalisierungszins für das Jahr der Aufzinsung abzustellen.

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 b.). Dann wird versucht festzustellen, welche Mehrrendite im Allgemeinen erzielt wird, wenn eine riskantere Anlage in Aktien gewählt wird (sog. Marktrisikoprämie), wobei zunächst auf den gesamten Aktienmarkt abgestellt wird (sog. Allgemeine Marktrisikoprämie, vgl. unten c.) und danach erforscht wird, ob hiervon im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des hier untersuchten Unternehmens Ab- oder Zuschläge vorzunehmen sind (vgl. unten d.).

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) 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 im Allgemeinen die Erträge nominell steigen werden; denn es darf angenommen werden, dass das Unternehmen in der Lage ist, zumindest teilweise die Folgen der inflationären Geldentwertung an seine Abnehmer weiter zu geben. Wenn aber zukünftig mit steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag (vgl. unten e.) aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, a.a.O., S. 107 ff.).

## **b. Der Basiszins**

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

aa. Die hierzu vertretenen Meinungen gehen weit auseinander. Am ehesten besteht noch Übereinstimmung darin, dass als risikoloseste Geldanlage Anleihen des deutschen Staates, des deutschen staatlichen Sondervermögens und einiger Staaten des europäischen Auslands angesehen werden. Die Antragsteller stehen mehrheitlich auf dem Standpunkt, es müssten möglichst langfristige Titel zum Vergleich herangezogen werden (30 Jahre) und es müsse auf deren aktuelle Zinshöhe abgestellt werden. Die Antragsgegnerin dagegen meint, in solch langfristigen Festlegungen liege wegen des praktisch nicht übersehbaren fernen Risikos der Abweichung vom dann aktuellen Zins eine derart große Unsicherheit, dass sie aus guten Gründen nur relativ selten gewählt würden; ein Häufungspunkt liege dagegen auf 10jährigen Titeln, die daher eher repräsentativ seien. Zudem dürfe nicht auf den aktuell angebotenen Zins abgestellt werden. Vielmehr müsse einkalkuliert werden, dass das Geld mehrfach wieder angelegt werde und der dann aktuelle Zins ungewiss sei; deshalb müsse auf einen im langjährigen Vergleich ermittelten Durchschnittswert abgestellt werden.

bb. Konkret bringen die Antragsteller vor, eine 30jährige Bundesanleihe sei im Dezember 2004 für nur 4,224% zu haben gewesen; der Basiszins könne daher

jedenfalls nicht höher angenommen werden. Der gemeinsame Vertreter hat sich für einen Wert von 5,37% ausgesprochen.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen stützt sich auf 10jährige Titel, die zwar 2004 nur eine Rendite von 4,29%, versprochen hätten. Da es aber seit 1969 drei Zinszyklen gegeben habe und diese sich mit Wahrscheinlichkeit wiederholten, müsse auch der durchschnittliche Zins aus der Vergangenheit mit abgebildet werden. Dieser habe in den drei Zinszyklen 7,98, 7,69 und 7,15% betragen. Hieraus könne nach der Methode von Widmann/Schieszl/Jeromin (Der Kapitalisierungszinsfuß in der praktischen Unternehmensbewertung, Finanz Betrieb 2003, 800 ff) eine durchschnittliche voraussichtliche Anschlussrendite von 5,5% errechnet werden. Deshalb rechtfertige sich ein Basiszinssatz von 5,5 %. Dass der IDW kurz nach der Begutachtung in diesem Fall seine Empfehlung dahin geändert habe, künftig nur von einem Basiszins von 5% auszugehen, habe man damals noch nicht gewusst und habe man auch nicht erwarten können.

dd. Der Sachverständige hat unter Anwendung der Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode einen Basiszins von 4,75% angenommen, von welchem er eine typisierte Einkommenssteuerbelastung von 35% abgesetzt hat, sodass er von einer Nachsteuergröße von 3,09% ausgeht (S. 80 = Bl. 1451 GA).

ee. Die Kammer nimmt zur Kenntnis, dass es eineindeutige Lösungen 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 legende Zinssatz unter wertender Betrachtung zu schätzen (§ 287 ZPO). Das Gericht neigt der Ansicht zu, dass dem Zeitpunkt des Aktienentzugs und dem dann aktuellen Zinssatz für langfristige Anleihen eine vordringliche Bedeutung zukommt, sofern es sich nicht ersichtlich um Spitzen der Zinszyklen handelt. Die zurzeit angebotenen Zinssätze sind bereits seit längerer Zeit stabil, was auf die Einführung des EURO und der Europäischen Zentralbank und auf die von den EU-Verträgen verlangte Währungsstabilität zurückzuführen und ein erklärtes politisches Ziel ist. Deshalb folgt das Gericht dem  und bemisst den Basiszins auf 4,75% brutto bzw. 3,09% nach Abzug einer pauschal geschätzten Einkommenssteuer. Die Empfehlungen des IDW, die für Ende 2004 einen Basiszinssatz von 5,5% enthielten, hat die Kammer auch damals bereits für nicht überzeugend hoch gehalten.

### **c. Die allgemeine Marktrisikoprämie**

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

aa. 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 Bezugszeit der Aktie – die

Rendite erhöhen oder herabsetzen kann. Erheblicher Streit besteht aber sowohl über die Frage, welche Aktien zum Vergleich heranzuziehen seien, als auch über den Referenzzeitraum der Ermittlung (Überblick bei Großfeld, Unternehmensbewertung 2009, Rn. 708f.).

bb. Die Antragsteller verweisen auf Studien des Deutschen Aktieninstituts (Studien 2004, Heft 26.; Marktrisikoprämien zwischen  $-1,25\%$  und  $+5,8\%$ ), auf aktuelle Einschätzungen deutscher Kreditinstitute (Deutsche Bank:  $2\%$ ; Dresdner Bank:  $2\%$ ; und Lebensversicherungen (ca.  $3\%$ ) sowie auf wissenschaftliche Untersuchungen (Stehle vor 2003:  $2,6\%$ ; Albrecht:  $2,5\%$ ) und zahlreiche bereits ergangene 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:  $1\%$ ) und meinen deshalb, der Ansatz von  $5\%$  sei völlig unvertretbar. Würde mit dieser Marge etwa der DAX fortgeschrieben, ergäbe sich aus einem Kapital von € 10.000.- nach 50 Jahren bei einem Basiszins von  $5,5\%$  € 589.100.-, bei einer zusätzlichen Aktienrendite von  $5\%$ , also einer Gesamtrendite von  $10,5\%$  aber € 1.472.700.-, was gänzlich unrealistisch sei. Die Marktrisikoprämie könne deshalb allenfalls  $2\%$  betragen.

cc. Die Antragsgegnerin entgegnet, der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer spreche sich in den – für Wirtschaftsprüfer quasi bindenden – Verlautbarungen für die Verwendung von Marktrisikoprämien von  $4\%$ - $6\%$  aus. Nach der von ihr herangezogenen wissenschaftlichen Untersuchung auf der Grundlage historischer Zeitreihen werde dieser Wert bestätigt (Stehle, Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, WPg 2004, 906ff.).

Die von den Antragstellern herangezogenen Werte von  $0,5\%$ - $2\%$  hätten sich auf einer mit der jetzigen Bewertung nicht vergleichbaren Vorgehensweise ergeben: damals seien Risiken sowohl bei der Ermittlung der Nettoüberschüsse als auch im Zinssatz erfasst worden; die Risikozuschläge im Zinssatz seien dann zwangsläufig geringer als bei der Diskontierung eines „risikoneutralen“ Erwartungswerts der Überschüsse (vgl. etwa zur früheren Berechnungsmethode OLG Stuttgart, AG 2000, 428, 432, zur neuen Methode OLG Stuttgart, AG 2004, 271, 275; OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 333 u.a.). Die vorliegende Unternehmensbewertung berücksichtige die Risiken vornehmlich im Bereich des Kapitalisierungszinses. Zudem werde als sie Nachsteuer-Rechnung durchgeführt, so dass die typisierte Einkommenssteuer von  $35\%$  abzusetzen sei; hierdurch ergebe sich – bei einem neutralen Beta-Faktor von  $1,0$  – bei einer Vorsteuer-Marktrisikoprämie von  $5\%$  nur eine Nachsteuer-Marktrisikoprämie von  $3,25\%$ .

dd. Der  hat eine allgemeine Marktrisikoprämie von  $5,5\%$  angenommen mit Rücksicht darauf, dass zur damaligen Zeit eine Empfehlung des IDW bei  $5\%$ - $6\%$  gelegen habe. Stehle, dessen Untersuchungen überzeugend seien, habe von den von ihm festgestellten Überrenditen von Aktien einen Abschlag von  $1$ - $1,5\%$  vorgenommen mit dem Hinweis auf zukünftig wahrscheinlich geringere Kursschwankungen von Aktien, was nicht überzeugend erscheine (GA S. 82, Bl. 1452 GA).

ee. Die Kammer tritt im Grundsatz der Darstellung der Antragsgegnerin und den Untersuchungen bei, auf die sie sich stützt.

Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter zitierten Ansichten in der Literatur und zahlreiche 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 S1 2000, Rn 94f.). Deshalb sind die von den Antragstellern herangezogenen Judikate überholt (OLG Stuttgart, AG 2007, 128, 134). Dem folgen auch die Beurteilungen 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.

Die erkennende Kammer hat bisher für die hier betreffende Zeit Marktrisikoprämien (jeweils nach Steuern) von 5% (417 O 124/05 „Spar“) und 5,5% (417 O 102/07 „Vion“) angenommen sowie für frühere Zeiträume durchgehend 5%. Das hält die Kammer auch in diesem Fall für richtig. Aus der beigefügten Tabelle 3 sind die Auswirkungen ersichtlich.

#### **d. Der Betafaktor**

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

aa. 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 von Banken an die Unternehmen ausgelegten Großkredite und das Verhalten des Börsenkurses im Vergleich zu anderen Unternehmen (Überblick bei Großfeld, a.a.O., S. 130ff).

Die am weitesten verbreitete und auch in den bereits erwähnten Standard der Wirtschaftsprüfer (IDW-S1, Ziffer 97, 98) aufgenommene Methode ist das Kapitalpreisbildungsmodell (Capital Asset Pricing Model, CAPM), das auf die sog. Volatilität der Aktie abstellt, also auf die Schwankungsbreite des Kursverlaufes: je höher und kurzfristiger die Kursänderungen, desto risikoreicher ist die Aktie; umgekehrt wird eine Aktie als risikoarm eingeschätzt, wenn sie wenig im Wert

differiert und die Aktienwerte sich nur langsam verändern (Großfeld, a.a.O., S. 136). Dieser – Beta-Faktor genannte - Wert soll die Risikorelation des zu beurteilenden Unternehmens zu dem Durchschnitt anderer Unternehmen abbilden und wird mit 1 angegeben, wenn das Unternehmen nicht abweicht, mit  $>1$ , wenn es als risikoreicher angesehen wird und  $<1$ , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht. Der Wert für die Fa. Phoenix lag nach Darstellung der Antragsgegnerin im Dezember 2004 bei 0,4 und nach Darstellung der Antragsteller bei 0,31 oder 0,57.

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 aber oft so erheblich in der für die Risikoeinschätzung bedeutsamen Eigenkapitalausstattung, dass die Vergleichbarkeit mit dem zu prüfenden Unternehmen in Frage steht. Hier behilft man sich damit, dass man den Beta-Faktor der jeweiligen Peer-Group-Unternehmen um deren spezifisches Kapitalstrukturrisiko bereinigt („Unlevering“), um es dann dem Kapitalrisiko des zu beurteilenden Unternehmens anzupassen („Relevering“).

bb. Die Antragsteller meinen, eine Korrektur durch den Beta-Wert scheidet bereits aus grundsätzlichen Erwägungen aus. Den unternehmerischen Risiken stünden gleichwertige Chancen gegenüber und es gehe nicht an, den Unternehmenswert an den zukünftigen Risiken zu messen und die zwangsweise ausscheidenden Aktionäre nicht an den Chancen zu beteiligen. Jedenfalls müsse es bei dem konkret ermittelten Wert bleiben. Dass der Kurs dieser Akte nicht stark geschwankt habe, beruhe eben auf der Einschätzung der Börse über ihre relative Risikolosigkeit. Die Heranziehung von Beta-Werten anderer Unternehmen sei unnötig, die Werte ausländischer Unternehmen kämen ohnehin nicht in Betracht. Wie diese Werte ermittelt worden seien, sei weder offenbart noch nachvollziehbar.

cc. 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; er spiegele die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf das Risiko der Eigenkapitalgeber wider. Auf den für die Fa. Phoenix tatsächlich festgestellten Wert könne es jedoch nicht ankommen, weil sein Korrelationskoeffizient nahe 0 liege, was Ausdruck dafür sei, dass dieser Beta-Wert die tatsächlichen Risiken nicht abbilde. Deshalb habe man eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen und deren Beta-Werte herangezogen (Liste im ergänzenden Bericht vom 7.4.05, AG 11 Se. 28). Der sich damit ergebende Wert von 0,7 betreffe ein „unlevered Beta“ und müsse noch auf ein „levered Beta“ von 1,215 korrigiert werden, weil das „unlevered Beta“ lediglich nur das operative Risiko, nicht aber das finanzierungsseitige Risiko abbilde, auf das es aber bei vom Außenhandel abhängigen Firmen wie der Phoenix ebenfalls entscheidend ankomme.

dd. Der (Gutachten S. 80f. = Bl. 1452f. GA) steht auf dem Standpunkt, der tatsächliche Beta-Faktor der Fa. Phoenix (verschuldet: 0,46) weise wegen der überaus geringen Anzahl der tatsächlich gehandelten Aktien ein so geringes Bestimmtheitsmaß auf, dass es nicht gerechtfertigt sei, den Kapitalisierungszins auf ihn zu stützen. Vielmehr sei auf die Beta-Werte gleichartiger Unternehmen desselben Geschäftsfeldes abzustellen. Dies ergebe (Gutachten S. 86, = Bl. 1454 GA) einen durchschnittlichen Wert der Betafaktors von 0,7, wenn unterstellt werde, dass die Vergleichsunternehmen in keiner Weise verschuldet seien. Berücksichtige man den nach den Planungsannahmen eintretenden Verschuldungsgrad des Fa. Phoenix, so müsse mit einem Betafaktor für die Jahre 2004 – 2008 von 1,52, 1,37, 1,37, 1,42 und 1,46 gerechnet werden (Gutachten S. 88 = Bl. 1455 GA, vgl. die anl. Tabelle 2).

ee. 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, nichts zu tun hat.

Das Gericht sieht sich nicht in der Lage, diese Frage für den konkreten Fall aufgrund eineindeutig nachprüfbarer Tatsachen und Ableitungen zu entscheiden. Der hat eine weitere Möglichkeit aufgezeigt, die gegenüber den Annahmen der Antragsgegnerin, der Unternehmensprüferin und der sachverständigen Prüferin keine höhere Plausibilität aufweist. 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. Bei der Abwägung fallen insbesondere folgende Argumente ins Gewicht:

Warum die Vorstände der Antragsgegnerin und der Phoenix und die Bewerter in den Firmen in die von ihnen zusammen gestellte „peer group“ fast ausschließlich ausländische Autozulieferer aufgenommen haben ist im Dunklen geblieben. Auch der Sachverständige hat für seine insoweit gleiche Auswahl keine durchschlagenden Argumente gefunden. Nach Darstellung des enthalten die Annahmen auch in hohem Maße wertende Gesichtspunkte, über deren Berechtigung jeweils keine Einigkeit herrscht. Die Geschäftsentwicklung der Phoenix, wie sie aus den Geschäftsberichten der Jahre vor 2004 ersichtlich ist, war überaus konstant und es handelte sich um ein alteingesessenes Hamburger Unternehmen mit national und international sehr

beständigen geschäftlichen Bindungen. Die Schwankungen des Börsenkurses in einer längeren Zeitspanne (1998: ~€ 24.-, 2000: ~12.-, 2002 ~€ 8.-, 2004: ~€ 16.-) finden angesichts der kontinuierlichen Ertragslage keine reale Begründung in dem Unternehmen. Der Einfluss der finanzseitigen Risiken wird nach Auffassung der Kammer angesichts der zunehmend harmonisierenden Wirkungen des europäischen Binnenmarktes zunehmend überschätzt.

Deshalb hat das hält das Gericht nach Abwägung aller Umstände einen Beta-Faktor von allenfalls 1,215 für angemessen, wie ihn die Antragsgegnerin selbst beschreibt und die sachverständige Prüferin für angemessen hält.

#### **e. Der Wachstumsabschlag**

Es ist bereits dargestellt worden, dass der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden unter Einschluss der Steigerungen 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, a.a.O., S. 107 ff.) 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; OLG Stuttgart, 20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900).

aa. Die Antragsteller prognostizieren, dass die Phoenix (bei unterstellt gleichbleibender Alleinstellung) in Zukunft jederzeit in der Lage sein werde, inflationsbedingte Kostensteigerungen über höhere Preise wieder zu verdienen und meinen daher, unter Berücksichtigung einer zukünftigen durchschnittlichen Inflation von 2% müsse ein Wachstumsabschlag von wenigstens 2% vorgenommen werden. Der gemeinsame Vertreter spricht sich für die Annahme eines Abschlags von 1,25% aus.

bb. Die Antragsgegnerin dagegen verweist darauf, dass nach allgemeiner Einschätzung zwar von Unternehmen die Geldentwertung besser aufgefangen werde als bei einer Anlage in festverzinslichen Anleihen. Aus den Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank ergebe sich aber, dass Unternehmen von 1971 – 1994 lediglich ein Gewinnwachstum von 1,7% p.a. erzielen konnten, woraus bei einer durchschnittlichen Inflationsrate (für 1991 – 2003) von 2,3% folge, dass inflationsbedingte Kostensteigerungen eben nicht vollständig, sondern bei Gewichtung von Gewinnthesaurierungen und organischem Wachstum nur ca. 50% der inflationären Kostensteigerungen umgelegt werden konnten (Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanz Betrieb 2003, 800ff.) Langfristig sei mit Inflationsraten von 1,5 – 2% zu rechnen. Der Kostendruck im Kfz-Zuliefergewerbe lasse erwarten, dass sich hiervon nur 50% auf die Preise umlegen lasse. Deshalb sei ein Wachstumsabschlag von nicht mehr als 0,5% gerechtfertigt.

cc. 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 Phoenix nicht geben wird. Es bedarf daher der bewertenden Schätzung nach § 287 ZPO.

Hierbei fällt insbesondere ins Gewicht, dass die Phoenix offensichtlich in der Vergangenheit in der Lage war, auch bei höheren Inflationsraten die dadurch bewirkten Kostensteigerungen stets zu überwälzen. Von den Faktoren, die die allgemeine Teuerungsrate zukünftig maßgeblich beeinflussen werden (weltweite Steigerung Rohstoffpreise etc.) ist die Phoenix angesichts ihrer weltweiten Standorte prinzipiell weniger abhängig als nur national tätige Betriebe. Andererseits haben die Prüfer in der mündlichen Verhandlung dargestellt, dass sich der Markt, in welchem die Phoenix tätig sei, verenge und es vermutlich in der Zukunft zu einem Preisdruck kommen werde, der die Weitergabe aller inflationsbedingten Preiserhöhungen vermutlich nicht zulassen werde.

Deshalb erscheint die Annahme eines Wachstumsabschlages von 1,8%, der mit der vom Sachverständigen angenommenen zukünftigen Preissteigerungsrate korreliert, überzeugend.

## 6. Der Abzinsungsvorgang

Das konkrete Ergebnis der Abzinsung nach den oben entwickelten Kriterien ergibt sich aus der diesem Beschluss beigefügten Tabelle 3.

## 7. Sonstige, dem Barwert hinzu zu rechnende Positionen

Zu dem Unternehmenswert müssen noch diejenigen Werte des Unternehmens hinzugerechnet werden, die nicht in die Berechnung des Ertragswertes eingeflossen sind.

Dazu gehören im vorliegenden Fall nur einige Grundstücke, von welchen eines in Hildesheim wertmäßig den bedeutendsten Anteil ausmacht. Dessen Wert, so legt die Antragsgegnerin dar (Antragserwiderung vom 18.11.05 S. 80, 26), sei anhand von Werten konkret ermittelt worden, die anlässlich damals laufender Verkaufsverhandlungen im Gespräch gewesen seien; die übrigen Grundstücke seien zum Buchwert angesetzt worden, wobei aber die im Fall der Veräußerung auf Eigentümerebene anfallende Umsatzsteuer abzusetzen sei (h.M., vgl. OLG München, AG 2008, 28, 31; ZIP 2007, 375, 379). Der hat dies bestätigt und die Bewertung (netto € 4.400.000.-) als angemessen bezeichnet. Der gerichtliche hat dieselben Werte angenommen (€ 5.300.000.-), allerdings die Steuern nicht abgesetzt mit der Begründung, die Einnahmen könnten auch für das Unternehmen verwendet werden ohne dass Steuern anfielen.

Gegen die Art der Bewertung (Buchwerte, Verkaufsunterlagen) hat das Gericht keine Bedenken. Zwar mögen hierin gewisse Unschärfen liegen. Deren Beseitigung würde aber mehrere Einzelbegutachtungen durch Verkehrswertgutachter nötig machen, die weder bei der Vorbereitung der Strukturmaßnahme noch bei deren Überprüfung zu vernünftigen Kosten und innerhalb vertretbarer Zeit erstellt werden konnten.

Außerdem würde sich selbst bei hohen Abweichungen wegen des relativ geringen Umfangs dieser Werte das Gesamtergebnis nur marginal ändern.

Hinsichtlich der abzusetzenden fiktiven Ertragssteuer schließt sich das Gericht der Auffassung des gerichtlichen Gutachters an. Wenn es, wie die Antragsgegnerin nicht bestritten hat, steuerlich neutrale Verwendungsmöglichkeiten für die Erlöse gibt, können diese genutzt werden und es kann auf die Verminderung durch die fiktiven Ertragssteuern verzichtet werden. Mit der Anwendung des Standards IDW S1 (2000) hat das nichts zu tun.

## 8. Das Ergebnis

a. Im Ergebnis ergibt sich so ein Wert der Phoenix, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte von € 370.623.880,87. Bei insgesamt 15.517.527 Aktien ergibt das einen Wert von € 23,88 pro Aktie. Die Einzelheiten der Berechnung ergeben sich aus der diesem Beschluss als Anlage beigefügten Tabelle Nr. 3. Dies ist die aufgrund des GuBV den Antragstellern anzubietende angemessene Abfindung.

b. Die jährliche Ausgleichszahlung haben die Antragsgegnerin und die Fa. Phoenix auf der Grundlage des Vorschlags der \_\_\_\_\_ ermittelt, dass der Abfindungsbetrag mit dem um die pauschalierte Einkommenssteuer (35%) gekürzten Mittelwert aus Basiszins und Marktrisikoprämie verzinst (verrentet) und dem so ermittelten Betrag der halbe Einkommenssteuersatz (17,5%) zugeschlagen wird (Nettoergebnis) und dass zur Berechnung des Bruttobetrages auf die mit deutschen Körperschaftssteuern und Solidaritätszuschlägen belasteten Gewinne diese Steuern aufgeschlagen werden (Bruttoergebnis; zur Berechnung vgl. die anl. Tabelle 1).

Diese Berechnung entspricht im Wesentlichen der vom Bundesgerichtshof gebilligten Berechnungsmethode, nach welcher der jährliche Ausgleichsbetrag als abgezinster Wert des Abfindungsbetrages errechnet werden kann, und zwar auf der Basis der auch zur Ermittlung des Ertragswertes verwendeten Ertragsergebnisse und Kapitalisierungswerte (BGHZ 156, 57ff = NJW 2003, 3272ff = NZG 2003, 1017ff = ZIP 1003, 1745ff – Ytong -). Die Berechnung des BGH hat allerdings, worauf das OLG Stuttgart (20 W 2/08, BeckRS 2010, 00900) und Maul (DB 2002, 1423, 1425) zu Recht aufmerksam machen, eine kleine Unschärfe. Die Ausgleichszahlung unterliegt nämlich nicht wie die Dividende einem jährlich wechselnden Ausschüttungsrisiko, sondern wird für den Lauf des GuBV unabänderlich festgelegt. Deshalb verwendet die überwiegenden Literatur und ein Teil der Rechtsprechung zu Recht nicht den zur Ermittlung der Abzinsung der zukünftigen Erträge verwendeten Kapitalisierungszins, der den Basiszins und die konkrete Marktrisikoprämie addiert, sondern bildet einen Mischzins aus beiden Komponenten (OLG Stuttgart, a.a.O.).

Auf dieser Basis gelangt die Antragsgegnerin zu einem Bruttobetrag, der sich wegen einer Steuerbelastung auf den „deutschen“ Anteil des Ausgleichsbetrages (€ 0,33 von € 1,27) von € 0,12 auf voraussichtlich € 1,27 ermäßigen würde (AG 1b, S. 127, vgl. Tabelle 1). Der gelangt wegen der von ihm angenommenen höheren Erträge zu einem Bruttoausgleichsbetrag von € 1,87 und unter Berechnung des „deutschen“, mit Körperschaftssteuern belasteten Anteils (€ 0,92 von € 1,87) auf einen voraussichtlichen Nettobetrag von € 1,87 (Gutachten S. 105, vgl. Tabelle 2). Die Kammer übernimmt die Struktur der Berechnung des Sachverständigen und gelangt zu den in Tabelle 3 und im Tenor genannten Beträgen.

c. Nach § 6.4. des GuBV erhöht sich der Betrag der den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindung für den Fall, dass in einem Spruchverfahren über den Verschmelzungsvertrag ein höherer Abfindungsbetrag festgesetzt wird, auf diesen Betrag. Ein solches Spruchverfahren ist anhängig und wird zeitgleich entschieden (Landgericht Hamburg, 417 HKO 19/07) und es wird erstinstanzlich auch ein höherer Abfindungsbetrag festgesetzt (Aktientausch 1:1 zuzüglich Zuzahlung von € 7,90). Da dieser Beschluss aber noch nicht rechtskräftig ist, kann dieser Betrag nicht in diesen Beschluss aufgenommen werden. Die Kammer hält aber die Aussetzung dieses Verfahrens bis zum Eintritt der Rechtskraft der anderen Entscheidung für keine geeignete Lösung, weil die beiden Verfahren voneinander abhängig und nur sinnvoll zeitgleich zu entscheiden sind. Deshalb nimmt die Kammer in Ziffer 3 einen Verweis auf das andere Verfahren auf.

#### **D. Die Begründung der Nebenforderung: Die Verzinsung**

Die Anordnung über die Verzinsung folgt aus § 305 III 3 AktG.

Sie hat bereits in diesem Beschluss zu erfolgen, obwohl dieser noch keinen Vollstreckungstitel darstellt und der Aktionär seine aus diesem Beschluss folgenden Ansprüche bei nicht freiwilliger Zahlung erst vor dem ordentlichen Gericht einklagen müsste (MüKoAktG-Volhard, a.a.O., § 11 SpruchG Rdn. 3, 4 mwN). Denn Gegenstand dieser Entscheidung ist die vollständige Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung, die ohne ihre Begleitumstände, also insbesondere deren Fälligkeit und Verzinsung, nicht vollständig geschehen könnte (a.A. offenbar OLG Hamburg, DB 2002, 521ff mit der Bemerkung, der Zinsspruch habe nur deklaratorischen Charakter).

Nach § 6.4. des GuBV soll der im Fall der Wirksamkeit der Verschmelzung anzubietende Abfindungsbetrag der im Verschmelzungsvertrag festgesetzten Abfindung „entsprechend angepasst“ werden. Hierzu ist es, wie dargelegt, noch nicht gekommen; zwar wird am selben Tage wie dieser Beschluss in erster Instanz über die Höhe der Abfindung in einem Spruchverfahren entschieden (417 HKO 19/07), die Entscheidung ist aber nicht rechtskräftig.

Jedenfalls wäre aber der dort nach § 305 III 3 AktG in der bei Vertragsschluss und bei Beginn des gerichtlichen Verfahrens geltenden Fassung von dem Tag nach dem

Wirksamwerden des GuBV an mit jährlich 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen. Das kann auch bereits jetzt tenoriert werden. Durch das Gesetz über die Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG, BGBl. I 2009, S. 2479, Ziffer 44, S. 2487) wurde der Zinssatz mit Wirkung zum 1.9.09 auf 5% angehoben. Der GuBV ist mit der letzten Bekanntmachung seiner Eintragung in das Handelsregister wirksam geworden. Die Eintragung erfolgte am 9.3.05. Die Bekanntmachung erfolgte am 16.3.05 im Bundesanzeiger und am 31.3.05 im Hamburger Abendblatt. Abzustellen ist auf die letzte notwendige Eintragung, denn erst die Bekanntmachung in allen notwendigen Blättern hat die Bekanntmachung zur Folge, § 10 II HGB. Die Veröffentlichungen im Bundesanzeiger und im Hamburger Abendblatt waren notwendig, denn nach § 10 I HGB ist die Eintragung im Bundesanzeiger und in einem weiteren Blatt bekannt zu machen. Deshalb beginnt die Zinspflicht ab dem 1.4.05.

Die Antragsteller meinen, die Verzinsung müsse nicht erst ab der Bekanntmachung der Aktienübertragung (hier: 1.4.05), sondern bereits ab dem Übertragungsbeschluss (hier: 28.12.04) erfolgen. § 305 III AktG verlange eine Abfindung, die „die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtige“. Werde diese Abfindung erst später gezahlt, laufe dies auf die Gewährung eines zinslosen Darlehens durch die Minderheitsaktionäre hinaus, die aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht hingenommen werden könne.

Dem folgt das Gericht nicht. Die gesetzliche Regelung ist eindeutig. Das Verfassungsrecht gebietet nicht, die Regelung ganz oder teilweise für unwirksam zu halten oder gegen sie zu entscheiden. Zwar kann von der Beschlussfassung bis zur tatsächlichen Übertragung durchaus (z.B. wegen der Anhängigkeit einer Anfechtungsklage und/oder einem Streit über die Eintragungspflicht mit dem Registergericht) eine längere Zeit vergehen, in welchem die Aktionäre weder an einer Kurssteigerung der Aktie teilnehmen noch eine Verzinsung erhalten. Sie sind aber, worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist, in diesem Zeitraum noch berechtigt, Dividende zu beziehen bzw. erhalten die Ausgleichszahlung; die Gewährung einer Verzinsung würde auf eine doppelte Nutzungsziehung hinauslaufen. Wird in diesem Zeitraum keine Dividendenzahlung fällig und beruht die Verzögerung der Eintragung auf Umständen, die der Hauptaktionär zu vertreten hat, kommen Schadensersatzansprüche nach den §§ 280ff BGB in Betracht (MüKoAktG-Grunewald, § 327b Rdn. 12). Dass der Gesetzgeber für den Fall, dass der Hauptaktionär die verzögerte Eintragung nicht zu vertreten hat und auf spätere Kursänderungen keine Rücksicht mehr genommen wird, keine Anpassung der Abfindung oder eine Verzinsung angeordnet hat, erscheint bei Abwägung der beiderseitigen Eigentumsgewährleistungen des Art. 14 GG nicht zu beanstanden (im Ergebnis ebenso OLG Düsseldorf, AG 2004, 212; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146; OLG Hamburg, NZG 2003, 978 und NZG 2005, 86; OLG Köln, BB 2003, 2307).

## **E. 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. Das ist aber nicht der Fall. Denn der

Abfindungsbetrag ist entsprechend dem Antrag der Antragsteller höher festgesetzt worden.

2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. In § 15 SpruchG fehlt eine Regelung zu den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin, woraus sich ergibt, dass eine Kostenerstattung nicht stattfindet.

3. 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. Eine solche Ausnahme liegt vor, weil die Anträge erfolgreich sind.

4. Die Entscheidung über die dem gemeinsamen Vertreter gegen die Antragsgegnerin zustehenden Gebühren ergibt sich aus § 6 II SpruchG.

5. Der gerichtliche Geschäftswert bemisst sich nach § 15 I SpruchG nach dem Betrag, der sich für die berechtigten Anteilhaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts als zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000.- und maximal € 7.500.000.-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Die Nebenforderungen (Zinsen) gehen nicht in den Geschäftswert ein (OLG Düsseldorf, AG 2003, 329ff a.E.). Die angemessene Abfindung beträgt nach den Ausführungen zu III. pro Aktie € 23,88, ist also um € 4,99 höher als die vorher aufgrund des Vertrages auf € 18,89 festgelegte Abfindung. Insgesamt sind 3.785.704 Aktien außenstehender Aktionäre von Erhöhung der Abfindung betroffen, woraus sich ein gerichtlicher Geschäftswert von € 18.890.662,96 ergibt, der auf € 7.500.000.- begrenzt wird.

6. Der für die Berechnung der außergerichtlichen Kosten (insbesondere die Rechtsanwaltskosten) erforderliche Gegenstandswert für jeden Antragsteller ist nach § 31 I RVG zu bestimmen, der lautet:

Vertritt der Rechtsanwalt im Verfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz einen von mehreren Antragstellern, bestimmt sich der Gegenstandswert nach dem Bruchteil des für die Gerichtsgebühren geltenden Geschäftswerts, der sich aus dem Verhältnis der Anzahl der Anteile des Auftraggebers zu der Gesamtzahl der Anteile aller Antragsteller ergibt. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung der auf die einzelnen Antragsteller entfallenden Anzahl der Anteile ist der jeweilige Zeitpunkt der Antragstellung. Ist die Anzahl der auf einen Antragsteller entfallenden Anteile nicht gerichtsbekannt, wird vermutet, dass er lediglich einen Anteil hält. Der Wert beträgt mindestens 5 000 Euro.

Einige der Antragsteller haben die Anzahl der von ihnen gehaltenen Aktien nicht mitgeteilt, sondern nur nachgewiesen, dass sie überhaupt Aktien gehalten haben. Sie können diese Mitteilung nicht mehr nachholen, weil sich sonst die Höhe der für die anderen Antragsteller geltenden Gegenstandswerte verändern würde. Deshalb wird ihnen bei der nachfolgenden Berechnung nur jeweils eine Aktie zugeschrieben.

Danach ergeben sich die Geschäftswerte für die jeweiligen Antragsteller wie aus dem Tenor ersichtlich.

7. Der Gegenstandswert der Vergütung des gemeinsamen Vertreters bemisst sich nach § 6 II SpruchG nach dem gerichtlichen Gegenstandswert.

8. Der für die Gebühren der Prozessbevollmächtigten der Antragsgegnerinnen maßgebende Wert bestimmt sich nach der Gesamthöhe der Erhöhungen mit € 18.890.663.-.