3-05 O 188/07

Lt. Protokoll

verkündet am 6.10.2009

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN
BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Barabfindung der Piper Generalvertretung AG

wegen Delisting

gegen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und nach mündlicher Verhandlung vom 15.9.2009 beschlossen:

Die Anträge aller Antragsteller den angemessene Abfindungsbetrag aufgrund des in der Hauptversammlung vom 28.04.2006 der Piper Generalvertretung Deutschland AG beschlossenen Delisting höher als die angebotenen EUR 5,30 je Stückaktie der Piper Generalvertretung Deutschland AG festzusetzen, werden zurück gewiesen.

Die Anträge der Antragsteller zu 10) – 13) eine bare Zuzahlung je Aktie für die das Angebot nicht annehmenden Aktionäre festzusetzen und der Antrag der Antragsteller zu 12) auf Feststellung zum Ende der Erwerbsfrist werden verworfen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.

Gründe

I.

Die Antragsgegnerin ist Vertriebs- und Servicepartner für die Betreiber von Privat- und Geschäftsreiseflugzeugen. Hergestellt werden die Flugzeuge von der Piper Aircraft Corporation. Das Produktspektrum umfasst vor allem ein- und zweimotorige Flugzeuge für die zivile Luftfahrt. Neben dem Vertrieb werden Finanzierung und Leasing sowie Service und Wartung für die Flugzeuge sowie für Helikopter angeboten. Weitere Geschäftsfelder sind der Flugzeugteilehandel, die Immobilien- und Flugzeugvermietung sowie der Betrieb des Verkehrslandeplatzes in Rendsburg-Schachtholm.

Gegründet wurde die Gesellschaft im Jahr 1968 als Unternehmensbereich Piper der Henschel-Flugzeug-Werke AG. Die Gesellschaft beschäftigte im Geschäftsjahr 2005/2006 31 Mitarbeiter (Konzern: 97 Mitarbeiter). Seit dem Jahr 1983 setzen sich die Gesellschafter überwiegend aus Mitarbeitern des Unternehmens zusammen. Außer in Deutschland ist die Gesellschaft vor allem in Österreich und in Großbritannien aktiv.

Die Gesellschaft ist wie folgt an weiteren Servicegesellschaften beteiligt:

1. Piper Aircraft Sales + Leasing GmbH, Calden (PAS) 100%
2. Piper Maintenance GmbH, Calden (PM) 100%
3. Cooper European Aircraft Parts GmbH, Calden (Cooper) 100%
4. RAS Parts GmbH, Mönchengladbach (RAS) 100%
5. Piper UK Ltd., Shoreham (Piper UK) 100%
6. CSP Parts Supply Ltd., Oxford (CSP Parts) 90%
7. Austrian Aircraft Corporation Österreichische Luftfahrzeug Ges.mbH, Graz (AAC) 94%

Das Grundkapital der Antragsgegnerin beträgt EUR 2.860.000 und ist aufteilt in 1.100.000 Aktien, von denen sich nach Angaben der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 31.8.2007 (Bl. 18 f d. A.) ca. 23 % in Streubesitz von ca. 150 Aktionären befunden haben, wobei die Hälfte der Streubesitzaktien im Besitz von Kunden des Unternehmens gewesen seien.

Die Gesellschaft ist seit dem Jahr 1986 börsennotiert und wurde im geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard gehandelt.

Mit Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger vom 3.3.2006 hatte die Antragsgegnerin zu einer Hauptversammlung auf den 28.4.2006 eingeladen. Unter Tagesordnungspunkt 8 war hier folgende Beschlussfassung vorgesehen:

„Der Vorstand wird ermächtigt,

- a) bei der Zulassungsstelle der Frankfurter Wertpapierbörse mit Zustimmung des Aufsichtsrates einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der Aktien der Gesellschaft im Geregelter Markt zu stellen, das heißt infolge dessen die derzeitige Notierung der Aktien der Gesellschaft im Geregelter Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zu beenden, und sodann*
- b) einen Antrag auf Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse und/oder den Freiverkehr einer anderen deutschen Wertpapierbörse zu stellen.*

Die Gesellschaft beabsichtigt, jedem Aktionär ein Kaufangebot in Höhe von 4,80 EUR für jede auf den Inhaber lautende Stückaktie für den Verkauf der Aktien anzubieten.“

In der Hauptversammlung am 28.4.2008 wurde dann ein entsprechender Beschluss gefasst.

Die u. a. hiergegen gerichtete Anfechtungsklagen – ohne das eine Verbindung nach § 246 Abs. 3 Satz 5 AktG erfolgt wäre - wurde mit Urteilen des Landgerichts Kassel vom 14.12.2006 – 11 O 4070/06 – (Bl. 327 ff d. A.) und vom 20.4.2007 – 12 O 4068/06 – (Bl. 306 ff d. A.) abgewiesen. Die gegen diese Urteile eingelegten Berufungen der Kläger wurden durch Urteile des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main vom 18.12.2007 – 14 U 42/07 – (Bl. 337 ff d. A.) und 30.10.2007 – 14 U 93/07 – (Bl. 309 ff d. A.) zurückgewiesen.

Der durchschnittliche gewichte Börsenkurs gem. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung für die letzten 3 Monate vor dieser Hauptversammlung betrug lt. Mitteilung der BaFin EUR 4,89 (Anlage AE 6, Bl. 627 f d. A.).

In der im elektronischen Bundesanzeiger vom 5.3.2007 veröffentlichten Einladung zur Hauptversammlung vom 12.4.2007 zu TOP 7 wurde erneut eine entsprechende Beschlussfassung mit einer Abfindung von EUR 4,80 vorgeschlagen. In der Hauptversammlung vom 12.4.2007 wurde jedoch ausweislich des notariellen Protokolls dieser Hauptversammlung des Notars UR. 160/2007 (BL. 306 ff d. A.) keine entsprechende Beschlussfassung vorgenommen.

Auf Antrag der Antragsgegnerin widerrief die Börse Frankfurt mit Bescheid vom 27.6.2007 mit Wirkung zum 27.12.2007 die Zulassung der Aktien der Antragsgegnerin zum geregelten Markt. Wegen der Einzelheiten dieses Widerrufs wird auf die zu den Akten gereichte Kopie (Bl. 20 ff d. A.) verwiesen.)

Im elektronischen Bundesanzeiger vom 6.7.2007 veröffentlichte die Antragsgegnerin an ihre Aktionäre ein Abfindungsangebot wegen des Widerrufs der Börsenzulassung der Aktien der Piper Generalvertretung Deutschland AG zum Handel im Geregelten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse. Hierin bot sie allen ihren Aktionären an, ihre auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Piper AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 2,60 je Aktie, zum Kaufpreis von EUR 5,30 je Aktie der Piper Generalvertretung Deutschland AG nach Maßgabe der Bestimmungen und Bedingungen dieses Abfindungsangebots zu erwerben.

Das Angebot war befristet auf zwei Monate ab dem folgenden Tag nach der Veröffentlichung des Angebots im elektronischen Bundesanzeiger. Wegen der Einzelheiten wird auf die zu den Akten gereichte Kopie dieses Angebots (Bl. 5-7 d. A.) Bezug genommen.

Nach Mitteilung der Antragsgegnerin nahmen ca. 6 % aus dem Streubesitz dieses Angebot an.

Seit der Wirksamkeit des Widerrufs wird die Aktie der Antragsgegnerin im Freiverkehr gehandelt, wobei die Antragsgegnerin eine Aufnahme in den sog. Entry Standard nicht beantragt hat.

Die Antragsteller behaupten, zum Zeitpunkt ihres jeweiligen Antrags seien sie Aktionäre der Antragsgegnerin gewesen und haben hierzu schriftliche Bescheinigung von depotführenden Banken vorgelegt.

Alle Antragsteller haben einen Antrag auf gerichtliche Überprüfung der Abfindung (§ 1 SpruchG analog)“ gestellt. Dabei haben sie – ebenso wie der bestellte Vertreter der aussenstehenden Aktionäre - unter Bezugnahme auf die Entscheidung des BGH vom 25.11.2002 – II ZR 133/01 – (Macrotron, BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032 = AG 2003, 273) die Ansicht vertreten, ihnen stehe aufgrund des Delisting eine angemessene Barabfindung zu. Mangels Vorliegens einer Unternehmensbewertung könne das Angebot von EUR 5,30 nicht

nachvollzogen werden. Angesichts des Geschäftsmodells der Antragsgegnerin sei eine höhere Bewertung naheliegend. Die Antragsgegnerin könne sich auch nicht darauf berufen, dass einzelne Gerichte auch beim Wechsel in den Freiverkehr ein Spruchverfahren abgelehnt hätten, dort sei es in einen Wechsel in bestimmte Segmente des Freiverkehrs gegangen, mithin nicht vergleichbar mit der vorliegenden Fallgestaltung.

Jedenfalls sei als Untergrenze der Durchschnittskurs des Börsenkurses der letzten 3 Monate vor Einstellung der Notierung am 27.12.2007 heranzuziehen.

Nachdem die Antragsgegnerin im vorliegenden Verfahren eine Bewertung der Antragsgegnerin zum Stichtag 30.7.2007 durch ein Gutachten des

vom 20.11.2007(Anlage AE 2) vorgelegt hat, in der eine Anteilswert von EUR 4,32 nach dem Ertragswertverfahren ermittelt wurde, machen die Antragsteller geltend, dass hier von einem unzutreffenden Stichtag ausgegangen werde und zudem ein überhöhter Basiszinssatz und ein zu hoher Risikozuschlag angesetzt werde. Hingegen sei der Wachstumsabschlag zu niedrig. Auch die dort zugrunde gelegte Planung sei nicht sachgerecht. Es sei fraglich, ob die Beteiligungen als betriebsnotwendig anzusehen seien. Die Beteiligung an der Berliner Spezialflug AG sei nicht betriebsnotwendig und hätte insoweit mit dem Börsenwert als Verkehrswert angesetzt werden müssen. Zudem stehe nach Auffassung der Antragsteller zu 10)- 13) den Aktionären, die das Angebot nicht annähmen eine Barzulage analog § 15 Abs. 1 bzw. § 196 UmwG zu.

Alle Antragsteller beantragen,

dass das Gericht eine angemessene Barabfindung bestimme,
darüber hinaus die Antragsteller zu 10) – 13)

eine Barzulage für alle das Angebot nicht annehmenden Aktionäre festzusetzen.;
darüber hinaus die Antragstellerin zu 12)

festzustellen, dass die Verpflichtung der Antragsgegnerin zum Erwerb der Aktien frühestens zwei Monate nach dem Tag ende, an dem die Entscheidung über den zuletzt entschiedenen Spruchverfahrensantrag im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurück zuweisen.

Die Antragsgegnerin ist der Auffassung, die Macrotron Entscheidung des BGH sei nicht anwendbar, da inzwischen im Handel im Freiverkehr Regelungen bestünden, wodurch auch bei einem Rückzug aus dem regulierten Markt die Verkehrsfähigkeit der Aktien nicht mehr beeinträchtigt werde.

Die Antragsgegnerin bestreitet, dass die Antragsteller Aktionäre der Antragsgegnerin zum Zeitpunkt der Antragstellung gewesen seien. Das Begehren auf bare Zuzahlung für die Aktionäre, die das Angebot nicht annähmen sei unzulässig, da eine solche Rechtsfolge beim Delisting nicht vorgesehen sei und würde zudem gegen § 57 AktG verstoßen.

Zudem sei die angebotene Abfindung angemessen, vielmehr liege der Anteilswert unter den angebotenen EUR 5,30. Das Gutachten habe den Wert der Aktien zutreffend ermittelt. Die verwendeten Planzahlen und die Kapitalisierungszinsen seien sachgerecht. Die zunächst geplante Veräußerung der Beteiligung an der Berliner Spezialflug AG sei aufgegeben worden, da dies zu Verlusten geführt hätte.

Wegen des weiteren Vorbringens der Parteien wird auf den vorgetragenen Inhalt der zwischen ihnen gewechselten Schriftsätze Bezug genommen.

Das Gericht hat Beweis erhoben über den Wert des Unternehmens Piper Generalvertretung Deutschland AG und die sich daraus ergebende angemessene Abfindung zum Stichtag 28.4.2006 durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens.

Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten des Sachverständigen v. 11.5.2009, seiner ergänzenden schriftlichen Stellungnahme vom 18.8.2009 sowie auf seine Anhörung in der mündlichen Verhandlung vom 15.09.2009 verwiesen.

II.

Der Antrag der Antragstellerin zu 12) auf Feststellung der Verpflichtung zum Erwerb zwei Monate nach Veröffentlichung der Entscheidung im Spruchverfahren ist ungeachtet, dass schon fraglich ist, ob für einen derartigen Feststellungsantrag überhaupt das Spruchverfahren gegeben ist, oder hier nicht der ordentliche Zivilrechtsweg beschritten ist, schon deswegen unzulässig, weil dieser Antrag erst am 1.10.2009 bei Gericht gestellt wurde, mithin nicht innerhalb der Antragsfrist bis 27.10.2007.

Soweit die Antragsteller zu 10) bis 13) beantragt haben, eine bare Zuzahlung durch die Antragsgegnerin anzuordnen, für Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen sind die Anträge unstatthaft.

Abgesehen davon, dass ein Bedürfnis für eine solche Rechtsfolge bei einem Delisting kaum erkennbar ist, da beim Delisting anders als bei Umwandlungsfällen der Aktionär selbst entscheiden kann, ob er weiter Aktionär der - dann nicht mehr in einem regulierten Börsensegment gehandelten Aktien – der Gesellschaft bleiben will, steht einen derartigen Zuzahlungsanspruch gegenüber der Gesellschaft, der dann alle (verbliebenen) Aktionäre betreffe, die Bestimmung des § 57 AktG entgegen. § 57 AktG verbietet jede Leistung der Gesellschaft, die wegen der Mitgliedschaft aller oder einzelner Aktionäre erbracht würde oder wird, wenn sie nicht aus Bilanzgewinn erfolgt oder ausnahmsweise gesetzlich zugelassen ist; (ganz h. M.: vgl. RGZ 107, 161, 168; RGZ 149, 385, 400; OLG Frankfurt AG 1996, 324, 325; OLG Hamburg AG 1980, 275, 278; KG NZG 1999, 161; OLG Koblenz AG 1977, 231). Ob das Zurückgewährte die Einlage i. S. d § 54 AktG ist, spielt keine Rolle; es kommt überhaupt nicht auf ursprünglichen Gegenstand der Einlageleistung oder auf Person des Leistenden, sondern auf die wertmäßige Beeinträchtigung des Gesellschaftsvermögens an (vgl. Hüffer AktG, 8. Aufl. Rz. 2 m. w. Nachw.). Im Interesse der Gläubiger soll zum einen sichergestellt werden, dass das im Handelsregister ausgewiesene Kapital aufgebracht wurde, zum anderen, dass es nicht an die Anteilseigner zurückfließt, sondern ausschließlich zur Erfüllung von Verbindlichkeiten der Aktiengesellschaft zur Verfügung steht. Es sind daher auch Leistungen an die Aktionäre aus dem freien Vermögen der Aktiengesellschaft unzulässig, soweit sie nicht durch einen Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung gedeckt sind. Zugleich sichert die Vorschrift die gesetzliche Kompetenzverteilung, da ausschließlich die Hauptversammlung über die Gewinnverteilung unter Bindung an den festgestellten Jahresabschluss (vgl. Kammerurteil v. 2.12.2008 – 3- 05 O 98/08 -) zu entscheiden hat (§§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2). Lediglich beim Erwerb eigener Aktien macht § 57 Abs. 1 Satz 2 AktG hier eine Ausnahme, weswegen der von der Hauptversammlung beschlossene Erwerb infolge eines Abfindungsangebots wegen Delisting demgegenüber statthaft ist.

Auf eine Zahlung durch die Antragsgegnerin an Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen kann daher nicht erkannt werden.

Die Anträge der Antragsteller auf Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung sind im Hinblick auf die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschl. v. 25.6.2008 – II ZB 39/07 – AG 2008, 659) hingegen als zulässig anzusehen.

Die Anträge der Antragsteller auf Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung sind im Hinblick auf die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschl. v. 25.6.2008 – II ZB 39/07 – AG 2008, 659) hingegen als zulässig anzusehen.

Nach einem regulären Delisting, bei dem die Gesellschaft, die den Widerruf der Börsenzulassung beantragt, oder deren Großaktionär ein Kaufangebot unterbreitet haben, findet zur Überprüfung der Angemessenheit des gebotenen Preises ein Spruchverfahren statt, auf das die Regelungen des SpruchG entsprechend anzuwenden sind (vgl. BGH a.a.O. m.w.Nachw.).

Wenn auch letztlich unklar bleibt, ob hier die Regelung des § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG – Verlängerung der Antragsfrist durch ein Spruchverfahren überhaupt entsprechend anwendbar ist, da hier eine vergleichbare Situation - Wahlmöglichkeit zwischen Abfindung und Ausgleich - nicht vorliegt und daher es auch nicht recht verständlich ist, warum hier auf die Aktionärsstellung zum Zeitpunkt der Antragstellung analog § 3 Nr. 1 SpruchG abzustellen sein soll und nicht die Antragsbefugnis daraus abzuleiten ist, dass ein Aktionär das Angebot angenommen hat und danach eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit begehrt, zumal der Bundesgerichtshof in seiner grundlegenden Entscheidung vom 25.11.2002 – II ZR 133/01 – (Macrotron, BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032 = AG 2003, 273) in der ein Spruchverfahren bei einem regulären Delisting für zulässig erklärt wird, ausdrücklich davon spricht das der Aktionär in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen lassen kann, ob der ihm erstattete Betrag dem Wert des Anteils entspricht, mithin ein Rechtsschutzbedürfnis für ein Spruchverfahren für alle Aktionäre nicht gegen wäre, die in der Angebotsfrist das Angebot nicht angenommen haben, sieht sich die Kammer im Hinblick auf die Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 25.6.2008 (a.a.O.), in der es ausdrücklich um die Antragsbefugnis beim regulären Delisting ging, gehindert, hier die Antragsbefugnis daraus herzuleiten, dass Aktien des jeweiligen Antragstellers infolge des Angebotes an die Antragsgegnerin übertragen wurden. Der Bundesgerichtshof hat in dieser Entscheidung für die Statthaftigkeit eines Antrags auf Einleitung eines Spruchverfahrens ausdrücklich ausgeführt, dass die Antragsteller in einem Spruchverfahren nach einem regulären Delisting ihre Anträge entsprechend § 4 SpruchG innerhalb einer Frist von drei Monaten, beginnend mit der Veröffentlichung des Widerrufs der Börsenzulassung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt einreichen und zu begründen müssen und dabei mitzuteilen haben, dass sie bei Eingang des Antrags Aktionäre der Gesellschaft seien.

Der Widerruf und die Veröffentlichung der Börsenzulassung erfolgten vorliegend am 27.7.2007 mit Wirkung zum 27.12.2007

Alle Antragsteller haben ihre Anträge innerhalb der bis 27.10.2007 dauernden Antragsfrist entsprechend den Anforderungen von § 4 Abs. 2 SpruchG begründet, weil sie - neben den anderen nach § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben - jeweils mitgeteilt haben, bei Eingang des Antrags Aktionäre der Antragsgegnerin zu sein und haben auf das Bestreiten der Aktionärsstellung zum Zeitpunkt der Antragstellung durch die Antragsgegnerin entsprechende Unterlagen über die Aktionärsstellung zum Zeitpunkt der Antragstellung zu den Akten gereicht.

Ein Spruchverfahren scheidet entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin auch nicht daran, dass die Grundsätze der Entscheidung des BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01 – (Macrotron, BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032 = AG 2003, 273) unwendbar seien, da wegen der seither vollzogenen Regulierungsdichte des Freiverkehrs ein Segmentwechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr im vorliegenden Fall nicht mehr zu einem abfindungspflichtigen Delisting führe (vgl. hierzu OLG München, Beschl. vom 21.05.2008 - 31 Wx 62/07 – AG 2008, 674; KG, Beschl. v. 30.4.2009 – 2 W 119/08 – NZG 2009, 752).

Nach der Entscheidung des BGH vom 25.11.2002 (a.a.O.), beeinträchtigt das reguläre Delisting wegen der damit verbundenen Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktien das Aktieneigentum. Erforderlich sind daher ein Beschluss der Hauptversammlung und ein Abfindungsangebot durch die Gesellschaft oder den Großaktionär. Unter dem regulären Delisting versteht der BGH den Rückzug der Gesellschaft aus dem Amtlichen Handel und dem geregelten Markt (inzwischen: regulierter Markt) an allen Börsen. Der BGH führt hierzu aus, dass der Wegfall des Marktes gravierende wirtschaftliche Nachteile mit sich bringt. Diese könnten, wie der BGH ohne weitere Begründung ausführt, auch nicht durch eine Einbeziehung der Aktien in den Freihandel ausgeglichen werden.

Soweit das OLG München und das Kammergericht ein Spruchverfahren abgelehnt haben, beruht das darauf, dass ein Wechsel in das Segment M:access der Börse München (OLG München a.a.O.) bzw. ein Wechsel in den Entry Standard des Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse und in den Freiverkehr an der Börse Berlin (KG a.a.O.) sich hier nicht wesentlich vom regulierten Markt unterscheidet und die Preise weiter Börsenpreise im Sinne von § 57 Abs. 2 BörsG seien, daher nach § 57 Abs. 2 S. 2 BörsG den börsenrechtlichen Anforderungen des § 24 Abs. 2 BörsG genügen. Auch gälten die Verbote von

Insidergeschäften (§ 14 WpHG) und von Marktmanipulationen (§ 20a WpHG) für den Freiverkehr. Zudem (KG a.a.O.) sähen die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse Mitteilungspflichten jedes Teilnehmers gegenüber der Deutsche Börse AG und darüber hinaus weit reichende Veröffentlichungspflichten jedes Teilnehmers im Segment Entry Standard bezüglich kursrelevanter Informationen vor. Letzteres umfasse die unverzügliche Veröffentlichung von Tatsachen, die geeignet seien, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen. Überdies sei nach im Entry Standard ein geprüfter Konzernjahresabschluss samt Konzernlagebericht zu veröffentlichen; dies entspreche dem Jahresfinanzbericht nach § 37v WpHG. Auch die sich aus den allgemeinen Geschäftsbedingungen der Börse für die Notierung im Entry Standard ergebende Pflicht zur Veröffentlichung eines Zwischenberichts innerhalb von drei Monaten nach dem Ende des ersten Halbjahres korrespondiere mit § 37w WpHG. Die Transparenzvorschriften des Entry Standard sähen demnach vor, dass dem Markt in einem Umfang Informationen zur Verfügung gestellt werden, der dem des regulierten Marktes angenähert sei. Zudem bedürfe auch der Betrieb des Freiverkehrs nach § 48 Abs. 3 BörsG einer Erlaubnis der staatlichen Börsenaufsicht und er unterliege deren Kontrolle. Auch eine Missbrauchsgefahr stehe der Einordnung des Entry Standard als hinreichende Aufrechterhaltung der Verkehrsfähigkeit nicht entgegen. Hiergegen treffe im Entry Standard in den allgemeinen Geschäftsbedingungen der Börse Vorsorge, indem die Aufnahme in dieses Segment die schriftliche Zustimmung des Emittenten voraussetze. Einem drohenden Missbrauch des Wechsels in den Freiverkehr als Zwischenstadium zu einem völligen Börsenrückzug ohne Abfindung wiederum lasse sich dadurch vorbeugen, dass der anschließende Rückzug aus dem Freiverkehr ein Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre nach sich ziehen müsse (KG a.a.O.; Schwichtenberg, AG 2005, 911, 916).

Aus diesen Entscheidungen ergibt sich jedoch, dass ein Spruchverfahren nur dann abzulehnen ist, wenn der Wechsel in ein besonderes Segment des Freiverkehrs erfolgt, welches dem regulierten Markt weitgehend angepasst ist.

Die Aktie der Antragsgegnerin wird aber gerade nicht in einem besonderen Segment – Entry Standard - des Freiverkehrs der Börse Frankfurt am Main gehandelt, für den die vom Kammergericht dargelegten Voraussetzungen der Vergleichbarkeit mit dem geregelten Markt gelten sollen, sondern im Transparenzlevel First Quotation Board.

Da hier jedoch keine Börsennotierung an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs.5 WpHG vorliegt, gelten im First Quotation Board wichtige Regularien für organisierte Märkte in der Regel nicht. Insbesondere gelten folgende gesetzliche Regelungen nicht:

Börsenzulassung im Sinne des § 3 Abs. 2 Aktiengesetz (AktG), Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Meldung des Erreichens von Schwellenwerten nach § 21 WpHG, Verpflichtung zur Einreichung von Unternehmensberichten nach § 37v bis § 37x Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und Pflichtangebot bei Kontrollwechsel gem.

Wertpapierübernahmegesetz (WpÜG) und nicht die allgemeinen Geschäftsbedingungen der Frankfurter Börse für die Aufnahme in den Entry Standard.

Darüber hinaus stellt das First Quotation Board nach der Notierungsaufnahme keine Transparenzanforderungen an die Emittenten. Dies unterscheidet das First Quotation Board entscheidend vom Entry Standard. Im Entry Standard verpflichten sich Unternehmen hingegen selbst – woran es vorliegend mangelt -, Transparenzregeln zu beachten, u. a. Veröffentlichung eines Jahres- und Halbjahresabschlusses, eines Unternehmenskurzportraits, Unternehmenskalenders und wichtiger Unternehmensmeldungen auf der Website des Emittenten.

Durch den Verzicht der Antragsgegnerin auf diese Transparenzregeln, auch nicht wie sie über die allgemeinen Geschäftsbedingungen der Börse für den Entry Standard gelten, und was Grundlage der Entscheidungen des OLG München und des Kammergerichts waren, entstehen den Aktionären aber die Nachteile, die den Bundesgerichtshof (v. 25.11.2002 – II ZR 133/01 – (Macrotron, BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032 = AG 2003, 273) bewogen haben, bei einem Ausscheiden aus dem regulierten Markt die Stellung eines Pflichtangebots über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft (in den nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen) oder durch den Großaktionär anzuordnen, dessen Angemessenheit im Spruchverfahren geklärt werden kann.

Dabei ist nach Ansicht der Kammer als Stichtag für die Ermittlung des vollen Werts der durch die Aktie verkörperten Anteils der Tag der Hauptversammlung maßgeblich, mit dem der Vorstand ermächtigt wurde, ein Delisting zu beantragen. Hinsichtlich des relevanten Stichtags für die Unternehmensbewertung macht der BGH in seiner Entscheidung vom 25.11.2002 – II ZR 133/01 - (a.a.O.) keine genauen Vorgaben. Der Verweis auf die DAT/Altana-Rechtsprechung legt die Annahme nahe, dass auch insoweit der Tag der Hauptversammlung

maßgeblich ist, zumal der Bundesgerichtshof verlangt, dass die Aktionären mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft (in den nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen) oder durch den Großaktionär vorgelegt wird. Da den Minderheitsaktionären eine volle Entschädigung zusteht, muss der Kaufpreis daher dem Anteilswert am Tag der über die Ermächtigung der Verwaltung zur Beantragung eines Delistings beschließenden Hauptversammlung entsprechen.

Hier wurde ein entsprechender Beschluss in der Hauptversammlung vom 28.4.2006 gefasst. Aus der im elektronischen Bundesanzeiger vom 5.3.2007 veröffentlichten Einladung zur Hauptversammlung vom 12.4.2007 ergibt sich zwar, dass zu TOP 7 erneut eine entsprechende Beschlussfassung vorgeschlagen wurde. In der Hauptversammlung vom 12.4.2007 wurde jedoch keine Neuvornahme des Ermächtigungsbeschlusses vorgenommen. Stichtag ist daher hier der 28.4.2006. Dass es dann erst im Jahre 2007 zur entsprechenden Beantragung des Delisting und damit zu Widerruf der Börsenzulassung kam, ist hierfür unbeachtlich, zumal einzelne Aktionäre gegen die entsprechende Beschlussfassung der Hauptversammlung vom 28.4.2006 Anfechtungs-/Nichtigkeitsklage erhoben hatten, über die erst 2007 entschieden wurde, mithin ein Vorgang der auch beim aktienrechtlichen Squeeze-out zu beobachten ist, bei dem der Stichtag der Bewertung der Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung ist, obwohl die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erst durch die Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister wirksam wird, was bei Klagen gegen den Übertragungsbeschluss nicht selten erheblich nach dem Tag der Hauptversammlung erfolgt.

Bezogen auf diesen Stichtag 28.4.2006 ist aber die im Jahre 2007 tatsächlich angebotene Abfindung von EUR 5,30 nicht unangemessen.

Dabei ist vorliegend auf den Ertragswert abzustellen.

Der vom Gericht bestellte Sachverständige, dessen gutachtliche Stellungnahme auch Grundlage für die weiteren Berechnungen der Kammer ist, hat bei der Ermittlung des Werts die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte im Spruchverfahren. Eine bestimmte Bewertungsmethode zur Ermittlung der angemessenen Abfindung ist allerdings rechtlich nicht vorgeschrieben (vgl. OLG München AG 2007, 411; Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 - NZG 2009, 553 = WM 2009, 1607; Riegger in KölnKomm SpruchG Anhang zu § 11 Rn. 4).

Nach der Ertragswertmethode bestimmt sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens. Er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird.

Zu berücksichtigen ist bei der gerichtlichen Bewertung der Unternehmenswerte ermittelnden Gutachten jedoch, dass sie nach ihren zugrunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Dem Gericht kommt somit die Aufgabe zu, unter Berücksichtigung eines ggf. vorhandenen Börsenkurses und unter Berücksichtigung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH ZIP 2001, 734/736; OLG Stuttgart ZIP 2004, 712/714; OLG München, Beschl. v. 14.7.2009 – 31 Wx 121/06 - BeckRS 2009, 21568).

Nachdem auch das gutachtliche Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen des Sachverständigen (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 - a.a.O.) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712/714; BayObLG AG 2006, 41/43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166/167) hieraus einen Wert festsetzt.

Eine Korrektur anhand des gem. § 5 WpÜG-AngVO gewichteten durchschnittlichen 3 - monatigen Börsenkurses vor der Hauptversammlung von EUR 4,89 ist hier nicht vorzunehmen, da dieser unter dem im Jahre 2007 tatsächlich gemachten Angebot von EUR 5,30 liegt.

Die Kammer schätzt unter Berücksichtigung vorstehender Grundsätze den Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode zum Stichtag auf 5.238 TEUR. Grundlage für die Schätzung sind die Gutachten des Sachverständigen, seine mündlichen Erläuterungen in der Verhandlung vor der Kammer, die

Erwägungen der Verfahrensbeteiligten hierzu sowie die eigenen Berechnungen und die Rechtsansicht der Kammer.

Die Kammer folgt für die Schätzung des Unternehmenswertes nur teilweise dem Sachverständigen.

Die Kammer legt dabei zunächst vom Sachverständigen angenommene Planung der künftigen Ergebnisse zugrunde.

Die Kammer folgt hier dem Sachverständigen, dass die der Antragsgegnerin vorgelegte Unternehmensplanung nach der vom Sachverständigen vorgenommenen Überprüfung angemessen und nachvollziehbar ist. Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis S. 97 ff). Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (vgl. OLG München BeckRS 2009, 21658 m.w.Nachw.). Dabei ist zu beachten, dass die Bewertung auf den Stichtag zu treffen ist, doch kann die spätere tatsächliche Entwicklung zur Plausibilitätsprüfung herangezogen werden (vgl. BayObLG AG 2002, 390; LG Dortmund AG 1998, 142, Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. Rz. 247 m.w.Nachw.).

Diese Plausibilität ist hier bei der Planung der Gesellschaft gewährleistet und wird insbesondere durch die tatsächliche Entwicklung seit dem Geschäftsjahr 2006/2007 nicht in Frage gestellt.

Die Prognosen der Antragsgegnerin sind auf den Stichtag bezogen nachvollziehbar, wie dies auch der Sachverständige in seinem Gutachten bestätigt hat. Die Einwände von Seiten der Antragsteller sind nicht geeignet, die von der Antragsgegnerin angenommene Planung und Bewertung einzelner Faktoren als taugliche Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswertes zu erschüttern.

Zu den Beanstandungen im Einzelnen ergibt sich nach den nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen (S. 15 des Gutachtens), denen die Antragsteller und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre nach Vorliegen der ergänzenden Stellungnahme vom 18.8.2009 (dort S. 4, Bl. 707 d. A.) auch nicht substantiiert entgegen getreten sind Folgendes:

„Die von der Antragsgegnerin vorgelegte Unternehmensplanung ist nach der von mir vorgenommenen Überprüfung angemessen. Die ab dem Geschäftsjahr 2005/2006 tatsächlich erzielten Gewinne sind zwar geringer als geplant. Der erhöhte Geschäftsumfang bietet aber eine gute Ausgangslage, um die künftigen Gewinne auf das Niveau oder sogar über das Niveau der geplanten Gewinne anzuheben.“

„Wie in der Zeile 7a ersichtlich, trifft es zu, dass die tatsächliche Entwicklung des operativen Geschäfts in den Jahren 2005/06 bis 2007/08 deutlich besser ausgefallen ist, als es die der Bewertung zugrunde liegende Planung unterstellt hat. Im Durchschnitt der Jahre 2005/06 bis 2007/08 lagen die operativen (Ist)Ergebnisse um 33,4% über den prognostizierten (Plan)Ergebnissen.

Die Antragstellerinnen bzw. Antragsteller führen auch zutreffend aus, dass die tatsächlich erwirtschafteten Gewinne (vgl. Zeile 11) wegen der negativen Finanzergebnisse und der hohen Steuerbelastungen unterhalb der Planannahmen lagen.

Die Finanzergebnisse waren wesentlich negativer als geplant, weil die tatsächlich vorhandenen Vermögensgegenstände höher als geplant waren und diese Mehrbeträge durch gegenüber dem Plan höhere Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten finanziert werden mussten. Die (Ist)Ergebnisse vor Steuern (Zeile 9) der Geschäftsjahre 2005/06 bis 2007/08 lagen deshalb insgesamt um TEUR 118 unter den gesamten (Plan)Ergebnissen dieser Geschäftsjahre.

Die vor allem im Geschäftsjahr 2006/07 wesentlich über den Planwerten liegenden Unternehmensteuern (vgl. Zeile 10) hat die Antragsgegnerin damit erklärt, dass sie keine latenten Steuern geplant hat. Da bereits die (Ist)Ergebnisse vor Steuern (vgl. Zeile 9) der Geschäftsjahre 2005/06 bis 2007/08 insgesamt um TEUR 118 unter den gesamten (Plan)Ergebnissen dieser Geschäftsjahre liegen, kommt es auf die Abweichung bei den Steuern nicht mehr an.“

Der Sachverständige hat in seinem Gutachten sowie der ergänzenden Stellungnahme nachvollziehbar und überzeugend Stellung genommen. Die Kammer hat keine Veranlassung die entsprechenden Ausführungen des Sachverständigen in Zweifel zu ziehen.

Mit dem Sachverständigen geht die Kammer auch davon aus, dass eine Vollausschüttung nicht der Unternehmensplanung entspricht, vielmehr danach von einer durchschnittlichen Thesaurierung von ca. 35 % auszugehen ist.

Die Kammer hält es trotz grundsätzlicher Bedenken aus dem Gesichtspunkt des Vertrauensschutzes es noch für angebracht, jedenfalls für Stichtage die vor der Verabschiedung der Unternehmenssteuerreform und der Einführung der Abgeltungssteuer lagen, - wie es auch vorliegend der Sachverständige getan hat - bei Unternehmensbewertungen von einer Nachsteuerbetrachtung auszugehen, d.h. es sind Nettoausschüttungsbeträge mit dem Kapitalisierungszinssatz nach Steuern abzuzinsen und die steuerlichen Gegebenheiten zu Stichtag zu berücksichtigen.

Entsprechend den Empfehlungen des IDW wurde hierfür in der Vergangenheit ein typisierter persönlicher Ertragsteuersatz d.h. unter Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens von effektiv 17,5 % für die künftigen Ausschüttungen zugrunde gelegt, was auch im Sachverständigengutachten erfolgte. Ein höherer oder niedriger Steuersatz als 35 % ist auch nicht angebracht. Der pauschalierte Steuersatz von 35 %, bzw. 17,5 % der bei Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens im Rahmen von Unternehmensbewertungen bislang zugrunde gelegt wurde (vgl. IDW S 1 in der Fassung vom 18. Oktober 2005, Abschn. 4.4.2.5) und der auf früheren statistischen Erhebungen vor dem Jahr 2000 beruht, ist nach der steuerrechtlichen Entwicklung zum Stichtag noch sachgerecht.

Dieser Steuersatz ergibt sich aus der vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Durchschnittssteuerbelastung im Jahr 1989, und zwar für unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Personen mit Einkünften überwiegend aus Gewerbebetrieb in Höhe von 34,8 % (1.154.998 Steuerpflichtige) und mit Einkünften überwiegend aus Kapitalvermögen in Höhe von 38 % (297.945 Steuerpflichtige). Dabei ist zu berücksichtigen, dass in den Zahlen von 1989 der Solidaritätszuschlag nicht enthalten sein kann, da es diesen 1989 noch nicht gab. Nach der Lohn- und Einkommensteuerstatistik von 1995 beträgt die festgesetzte Einkommensteuer bei Steuerpflichtigen mit Einkünften überwiegend aus Gewerbebetrieb 31,5

% (1.371.288 Steuerpflichtige) des zu versteuernden Einkommens und bei Steuerpflichtigen mit Einkünften überwiegend aus Kapitalvermögen 36,8 % (237.751 Steuerpflichtige). In der Statistik werden somit nur diejenigen Steuerpflichtigen erfasst, die Einkünfte überwiegend aus Gewerbebetrieb oder Kapitalvermögen haben, diese jedoch mit ihren gesamten Einkünften. Eine approximative Ermittlung der durchschnittlichen Steuerbelastung von Kapitaleinkünften aller Steuerpflichtigen führt zu einer Durchschnittsbesteuerung von Kapitaleinkünften in Höhe von 30,7 % für 2001. Dieser Steuersatz ist niedriger als derjenige auf Basis der Durchschnittssteuerbelastung der Steuerpflichtigen mit Einkünften überwiegend aus Kapitalvermögen, da Steuerpflichtige mit überproportionalen Durchschnittssteuersätzen erfasst werden, während bei der alternativen Berechnungsmethode alle Steuerpflichtigen - wenn auch mit ihrem jeweiligen prozentualen Anteil am Gesamtbetrag der Kapitaleinkünfte gewichtet - eingehen.

Mit dem Halbeinkünfteverfahren ist zwar per se keine Änderung des Steuersatzes verbunden gewesen, sondern lediglich eine Halbierung der Bemessungsgrundlage. Auf Grund des progressiven Einkommensteuertarifs ist jedoch mit einer Senkung des typisierten Steuersatzes zu rechnen. Der exakte typisierte Durchschnittssteuersatz zum Bewertungsstichtag ist jedoch nicht ermittelbar. Bei der empirischen Ermittlung besteht stets ein Zeitproblem, da die erforderlichen Daten erst mit einer Verzögerung von 4 Jahren verfügbar sind und in der erforderlichen Detaillierung nur alle 3 Jahre veröffentlicht werden. Auf Grund der 2002, 2004 und 2005 erfolgten schrittweisen Senkung des Einkommensteuersatzes erscheint jedoch zunächst ein typisierter Steuersatz von 35 % als zu hoch. Dies gilt jedoch nur, wenn man den Durchschnittssteuersatz als relevant erachtet. Aus entscheidungstheoretischer Sicht kommt es bei der Durchführung einer Investition jedoch auf den Grenzsteuersatz an. Da es sich bei dem Kauf/Verkauf von Unternehmensanteilen und den daraus resultierenden Einkünften um eine betragsmäßig eindeutig feststehende Veränderung der Bemessungsgrundlage handelt, ist vom sogenannten Differenzsteuersatz auszugehen. Auf Grund der erforderlichen Typisierung bei einer objektivierten Unternehmensbewertung ist daher der durchschnittliche Differenzsteuersatz zu Grunde zu legen. Dieser ist mit Hilfe der Einkommen- und Lohnsteuerstatistik approximativ berechenbar. Auf Basis der Einkommen- und Lohnsteuerstatistik 1998 errechnet sich ein typisierter durchschnittlicher Differenzsteuersatz von knapp 39,5 % (inkl. Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer) bzw. 37,5 % (inkl. Solidaritätszuschlag ohne Kirchensteuer) bzw. 35,5 % (ohne Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer (vgl. Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 320 m.w.Nachw.)) Für einen Bewertungsstichtag im Jahre 2006 ist daher noch die Annahme

eines durchschnittlichen Steuersatzes von 35 % bzw. 17,5 % vertretbar. Das inzwischen bekannt ist, dass seit dem 1.1.2009 für Einkünfte aus Kapitalvermögen ein Abgeltungssteuersatz von 25 % zzgl. Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag gilt und auch die Unternehmenssteuern sich geändert haben, ändert daran nichts, da dies zum Stichtag 28.4.2006 sich noch nicht soweit konkretisiert hatte, dass damit zwingend zu rechnen war (vgl. hierzu Kruschwitz/Löffler/Essler a.a.O. S. 155; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5.Aufl., S. 128 m.w.Nachw.), so dass dem Gutachten welches ab 2009 den Abgeltungssteuersatz ansetzt, nicht gefolgt werden kann.

Bei den Zinssätzen zur Kapitalisierung folgt die Kammer zunächst der Ansicht des Sachverständigen , dass der Basiszins unter Hinzuziehung der Nelson-Siegel-Svensson-Funktion zu ermitteln ist.

Die Kammer hält die Festlegung des Basiszinses, die entsprechend der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer – AKU – (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. IDW Fachnachrichten 11/2008; Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9 ff) anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zum Stichtag 28.4.2008 vorzunehmen ist, für sach- und interessengerecht (seit Kammerbeschluss vom 2.5.2006 - 3-05 O 153/04 -, AG 2007, 42 und seitdem in ständiger Rechtsprechung). Durch das Abstellen auf die (kostenfreien und für jedermann zugänglichen) hypothetischen Zerobond-Zinssätze der Deutschen Bundesbank wird einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen (vgl. auch OLG München ZIP 2006, 1722/1725; AG 2007, 411/412; Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, Finanzbetrieb 2005, 647 m. w. Nachw.; s. a. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 -, BeckRS 2008, 19899).

Unter Berücksichtigung dieser Methode ergibt sich ein Basiszins für den Stichtag ein Wert von 4,0 %, wobei die Kammer wie auch der Sachverständige aufgrund eines Drei-Monats-Durchschnittswertes der Zinsstrukturdaten zu diesem Wert gelangt. Dieser Zinssatz ist um den Wert der pauschalisierten durchschnittlichen persönlichen ertragssteuerlichen Belastung des Investors von 35 % zu reduzieren. Da auch bei der Alternativanlage auf den landesüblichen Zins noch Ertragssteuern zu zahlen sind, muss man den Zins nach Abzug der typisierten Ertragssteuern bestimmen.

Zu diesem ist jedoch ein Risikozuschlag hinzuzurechnen.

In der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung soll durch den Risikozuschlag der Umstand berücksichtigt werden, dass eine Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen risikoreicher ist als eine Anlage in einer quasi-risikolosen öffentlichen Anleihe (vgl. OLG München BeckRS 2009, 21658 m. w. Nachw.).

Die Höhe des Risikozuschlags soll sich nach dem nunmehr zumeist angewendeten CAPM-Modell (vgl. IDW S1 2005 Tz. 100 und Anhang; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 195 ff; Schultze, Methoden der Unternehmensbewertung 2. Aufl. S. 473 ff) aus dem Produkt aus den Faktoren Marktrisikoprämie und Betafaktor ergeben, wonach zur Ermittlung der Marktrisikoprämie auf die Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt werden kann, abgestellt wird. Wenn man von der Marktrendite den Basiszins abzieht, erhält man den Betrag, den der Markt über den Basiszins hinaus verlangt, wenn eine Anlage anstelle einer quasi-risikolosen Anleihe in einem Unternehmen erfolgt (Marktrisikoprämie).

Mit Hilfe des Betafaktors wird dann aus der Marktrisikoprämie das konkrete Risiko einer Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen ermittelt, indem der Betafaktor mit der Marktrisikoprämie multipliziert wird. Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1. Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen, dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem Index, so liegt der Betafaktor über 1 (Großfeld, DB 2004, 2799, 2802).

Dies bedeutet, es kommt auf die Anlagemöglichkeiten des die Aktien nunmehr Übernehmenden an. Dessen Risikoübernahme gegenüber der alternativen Anlage in sichere festverzinsliche Anleihe soll hier einen Ausgleich erfahren und nur dies kann überhaupt die Legitimation für die die hierdurch erhöhte Abzinsung darstellen.

Das von der Antragsgegnerin vorgelegte Gutachten hat diesen Risikozuschlag hier mit 5,5 % vor Einführung der Abgeltungssteuer und danach mit 5,0 (bei Annahme eines Betafaktors von 1,0) angesetzt, wobei sich auf die Empfehlung der AKU gestützt wurde, für

Unternehmensbewertungen für den deutschen Markt ab 1.1.2005 eine Bandbreite zwischen 5 und 6 % für die Marktrisikoprämie (nach persönlicher Einkommensteuer) anzusetzen.

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat hingegen einen Risikozuschlag nach Steuern von 4,46 % (bei einer Marktrisikoprämie von 4,95 und einem Beta-Faktor von 0,9) ermittelt (S. 27 des Gutachtens).

Den vom Sachverständigen angenommenen Risikozuschlag nach Steuern von insgesamt 4,46 % nach Steuern sieht die Kammer jedoch als nicht geeignet an, um hier zu einer angemessenen Abfindung zu gelangen.

Es kann hier dahingestellt bleiben, ob das CAPM (bzw. TAX-CAPM) Modell (zur Kritik vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157; Erdmann in Bewertungspraktiker 2/2006 S. 8; Gleißner in Newsletter 1/06 Private Equity S. 4 zur 6. Handelsblatt Jahrestagung 2006; Großfeld DB 2004, 2799, 2809 m. w. Nachw.; Böcking/Nowack DB 1998, 685) überhaupt grundsätzlich zu objektivierten Zuschlägen führen kann, oder ob es nicht sachgerechter wäre, das Risiko allein im Nenner der Bewertungsformel (d.h. bei der Planung) zu berücksichtigen.

Bei der Feststellung der Marktrisikoprämie hängt das Ergebnis immer vom subjektiv gewählten Marktindex und vom Beobachtungszeitraum ab (vgl. hierzu OLG München Beck RS 2009, 21658; Kammerabschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 – a.a.O.), wie auch die Stellungnahme der Beteiligten nach Vorliegende des Gutachtens zeigen.

Gegen die Verwendung der CAPM-Modelle spricht vorliegend zunächst neben den grundsätzlichen Bedenken der Anwendung dieses Modells bei der Unternehmensbewertung (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157; OLG München ZIP 2007, 375; OLG München Beck RS 2009, 21658; LG Dortmund ZIP 2007, 2027; Kammerbeschluss v. 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 a. a. O.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 780 ff; Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 93 ff; Erdmann in Bewertungspraktiker 2/2006 S. 8; Gleißner in Newsletter 1/06 Private Equity S. 4 zur 6. Handelsblatt Jahrestagung 2006; Großfeld DB 2004, 2799, 2809 m. w. Nachw.; Böcking/Nowack DB 1998, 68; Fama, E.; French, K. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, 47, S. 427–465.; Fama, E., French, K., (1993): Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3–56; Fama, E.F.; French, K.R. (2002): The Equity Premium, in: The Journal of Finance, Vol. 57, S. 637-659; a. A. OLG Celle ZIP 2007, 2025; OLG Stuttgart 2007, 530) das vorliegend die Ermittlung des eigenen Betafaktors der

Antragsgegnerin - wie auch die Antragsgegnerin erkennt – nicht möglich ist. Es kommt aber auf die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung an. Auf Betas anderer Gesellschaften kann es daher hier nicht entscheidend ankommen. Ein eigenes Beta der Gesellschaft lässt sich aber in Bezug zum gesetzlich vorgegebenen Stichtag (durch einen bestimmten Zeitraum bis zum Hauptversammlungstermin) nicht mit der durch das CAPM-Modell vorgegebenen Prämissen ermitteln, wenn – wie vorliegend der Börsenkurs aufgrund des Handelsvolumens der Aktie oder anderer Umstände keine Aussagekraft zum Wert des Unternehmens haben kann.

Beispielsweise im 3 Monatszeitraum vor der Hauptversammlung ergab sich hier folgendes Handelsvolumen an der Frankfurter Börse: (Quelle:

http://www.boerseonline.de/aktien/kurshistorie?do=historie&wpname=PIPER+GENERALV+ERTR.+DTSCHL.+AG+INHABERA&symbol=PIP&isin=DE0006924202&land=276&boerse=FSE&boerse_ort=Frankfurt&starttag=28&startmonat=01&startjahr=2006&endtag=28&endmonat=04&endjahr=2006&x=17&y=13):

Datum	Eröffnung	Schlusskurs	Tageshoch	Tagestief	Volumen
30.01. 2006	4,55	4,55	4,55	4,55	0
31.01. 2006	4,56	4,66	4,66	4,56	10
01.02. 2006	4,66	4,66	4,66	4,66	0
02.02. 2006	4,66	4,66	4,66	4,66	0
03.02. 2006	4,55	4,70	4,70	4,55	50
06.02. 2006	4,70	4,70	4,70	4,70	0
07.02. 2006	4,70	4,70	4,70	4,70	0
08.02. 2006	4,70	4,70	4,70	4,70	0
09.02. 2006	4,88	4,88	4,88	4,88	100
10.02. 2006	4,80	4,80	4,80	4,80	20
13.02. 2006	4,80	4,80	4,80	4,80	600
14.02. 2006	4,80	4,80	4,80	4,80	0
15.02. 2006	4,80	4,80	4,80	4,80	0
16.02. 2006	4,80	4,80	4,80	4,80	0
17.02. 2006	4,80	4,80	4,80	4,80	210
20.02. 2006	4,80	4,61	4,80	4,61	220
21.02. 2006	4,61	4,61	4,61	4,61	0

22.02. 2006	4,61	4,61	4,61	4,61	190
23.02. 2006	4,61	4,61	4,61	4,61	0
24.02. 2006	4,61	4,61	4,61	4,61	0
27.02. 2006	4,61	4,61	4,61	4,61	0
28.02. 2006	4,61	4,61	4,61	4,61	0
01.03. 2006	4,60	4,60	4,60	4,60	0
02.03. 2006	4,60	4,60	4,60	4,60	0
03.03. 2006	4,60	4,78	4,78	4,60	1.200
06.03. 2006	4,78	4,70	4,80	4,70	1.180
07.03. 2006	4,70	4,70	4,70	4,70	0
08.03. 2006	4,70	4,71	4,90	4,60	7.777
09.03. 2006	4,85	4,70	5,04	4,70	7.457
10.03. 2006	4,70	4,79	4,79	4,70	950
13.03. 2006	4,79	4,75	4,79	4,70	1.251
14.03. 2006	4,73	4,48	4,73	4,48	80
15.03. 2006	4,48	4,74	4,74	4,48	2.590
16.03. 2006	4,74	4,80	4,94	4,60	5.825
17.03. 2006	4,80	4,70	4,89	4,70	950
20.03. 2006	4,70	4,70	4,70	4,70	0
21.03. 2006	4,70	4,84	4,84	4,70	210
22.03. 2006	4,84	4,84	4,84	4,84	0
23.03. 2006	4,84	4,85	4,99	4,84	510
24.03. 2006	4,85	4,85	4,85	4,85	0
27.03. 2006	4,85	4,85	4,85	4,85	0
28.03. 2006	4,85	4,81	4,95	4,81	2.200
29.03. 2006	4,83	5,05	5,20	4,83	1.635
30.03. 2006	5,05	4,81	5,05	4,79	520
31.03. 2006	4,81	4,81	4,81	4,81	0
03.04. 2006	4,81	4,81	4,81	4,81	0
04.04. 2006	4,75	4,79	4,79	4,75	600
05.04. 2006	4,79	4,80	4,80	4,79	1.000
06.04. 2006	4,80	4,95	4,95	4,80	2
07.04. 2006	4,95	4,95	4,95	4,95	0
10.04. 2006	4,95	4,94	4,95	4,94	100

11.04. 2006	4,94	4,94	4,94	4,94	0
12.04. 2006	4,94	4,94	4,94	4,94	0
13.04. 2006	4,94	4,94	4,94	4,94	0
14.04. 2006	4,94	4,94	4,94	4,94	0
17.04. 2006	4,94	4,94	4,94	4,94	0
18.04. 2006	4,99	4,99	4,99	4,75	762
19.04. 2006	4,99	4,98	5,13	4,71	551
20.04. 2006	4,96	5,41	5,41	4,96	8.749
21.04. 2006	5,10	5,36	5,39	5,10	7.218
24.04. 2006	5,62	5,35	5,62	5,35	453
25.04. 2006	5,35	5,45	5,45	5,35	500
26.04. 2006	5,45	5,57	5,57	5,45	60
27.04. 2006	5,50	5,40	5,50	5,38	1.145
28.04. 2006	5,40	5,27	5,45	5,18	2.220

Daraus ergibt sich, dass im gesamten Zeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung 59095 Aktien der Antragsgegnerin gehandelt wurden, d.h. ca. 5,3 % des Aktievolumens von 1.100.000 und vom Streubesitz ca. 20,5 %, wobei auffällt, dass erst seit dem 3.3.2006, dem Tag der Ladung zur Hauptversammlung im elektronischen Bundesanzeiger mithin einem Zeitpunkt als das damals in Rede stehende Abfindungsangebot von EUR 4,80 bekannt wurde, ein Handel in über 57000 Stückaktien stattfand und sich daher aufdrängt, dass die Kursentwicklung zu dieser Zeit von Abfindungsspekulationen getrieben war, daher kaum aussagekräftig zur Ermittlung eines Betafaktors ist für den Wert des Unternehmens ist. Daraus folgt aber, dass die zur Ermittlung des Betafaktors nach der CAPM-Methode erforderliche Volatilität der Aktie in Nähe des Stichtags keine Aussagekraft haben kann. Zudem ist auch der Betafaktor zukunftsbezogen sein müsste, da auf die zukünftige Marktrendite abgestellt wird.

Tatsächlich ist dieses Verfahren – welches grundsätzlich zur Bewertung einer Aktienanlage entwickelt wurde und nicht zur Bewertung eines Unternehmens - jedoch nur unter der Annahme „vollkommener Kapitalmärkte“ sinnvoll, wenn sich alle Informationen korrekt in den Kursen widerspiegeln und unternehmensspezifische Risiken durch Diversifikation keine Relevanz für den Unternehmenswert haben. Die Realität spricht jedoch gegen vollkommene Kapitalmärkte. Gründe für diese Unvollkommenheiten sind durch Transaktionskosten, Konkurskosten, Informationsdefizite der Aktionäre, schlecht diversifizierte Portfolios sowie

Verfahren zur Bewertung der unsicheren Zahlungen psychologisch bedingte Bewertungsfehler der Investoren am Aktienmarkt. So führt ein hoher Vermögensanteil in einem einzelnen Unternehmen, zu einer Bedeutung unternehmensspezifischer Risiken, die im Betafaktor des CAPM nicht erfasst werden - wohl aber im Rating.

Das CAPM im Rahmen der Unternehmensbewertung wird aber schon seit langem, selbst von den Vertretern der Theorie effizienter Märkte als unbrauchbar eingeschätzt, was z.B. die empirischen Veröffentlichungen der Professoren Fama und French (z.B. Fama, E.; French, K. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, 47, S. 427–465.; Fama, E., French, K., (1993): Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3–56; Fama, E.F.; French, K.R. (2002): The Equity Premium, in: The Journal of Finance, Vol. 57, S. 637-659; vgl. hierzu auch Wiese Finanzbetrieb 2006, 242) zeigen (vgl. auch OLG München BeckRS 2009, 21658).

Der Kapitalmarkt bietet aufgrund solcher Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens und damit den Kapitalkostensatz (Diskontierungszins).

Zudem ergibt sich bei Anwendung des (TAX-)CAPM – jedenfalls für Bewertungsstichtage die vor Einführung der Abgeltungssteuer lagen - eine Verletzung des Äquivalenzgrundsatzes. Durch die Berücksichtigung von steuerfreien Kursgewinnen bei der Alternativanlage wird nämlich eine zeitlich begrenzte Haltedauer unterstellt, da sich ansonsten der Kursgewinn nicht realisieren würde und ein Kursgewinn ohne Realisierung sich wertmäßig nicht auswirken kann, während bei dem Bewertungsobjekt eine unbegrenzte Haltedauer angenommen wird.

Allerdings ist die Kammer nicht der Ansicht, dass hier überhaupt kein Risikoschlag anzusetzen ist, da ansonsten nicht dem Umstand Rechnung getragen wäre, dass eine Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als bei einer Anlage in öffentlichen Anleihen (vgl. OLG München Beck RS 2009, 21658; OLG Stuttgart OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 329 m. w. Nachw.). Zudem gebietet dies das Äquivalenzprinzip des Zwecks der Abfindung. Der Ausscheidende soll hierdurch auch die Chance erhalten eine andere gleichwertige Anlage (gleiche Risikostufe) zu erwerben. Bei der Preisbildung für diese Anlage fließt aber auch das Risiko zu einer vergleichsweise sicheren festverzinslichen Anlage ein.

Der Kammer ist bewusst, dass eine Festlegung hier daher in gewisser Weise pauschal erfolgen muss (vgl. BayObLG NZG 2006, 156; OLG München a.a.O.; LG Dortmund a.a.O.;

Kammerbeschlüsse vom 2.5.2006 – 3-05 O 153/04 – AG 2007, 42; v. 13.6.2006 - 3-05 O 110/04 – v. 4.7.2007 - 3-05 O 52/05 – und vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 – a.a.O.).

Bei dieser Festlegung ist nach Ansicht der Kammer eine entsprechende Renditeerwartung nach der eigenen Planungsrechnung der Gesellschaft zu berücksichtigen. Hierbei wird aufgrund der Renditeplanung das der konkreten Anlage zugemessene spezifische Risiko besser abgebildet. Da die Unternehmensbewertung in die Zukunft gerichtet ist und man sich mit künftigem Cash-flow, Gewinnen oder Ausschüttungen beschäftigt, sollte auch der Risikozuschlag im Kalkulationszinsfuß die erwartete Zukunft des konkreten Unternehmens widerspiegeln.

Eine entsprechende Überlegung anhand eines (modifizierten) dividend discount models hat auch der Sachverständige in seinem Gutachten (Bl. 23 f) vorgenommen. Diesen Überlegungen folgt die Kammer dem Grund nach, da sie sich auch mit der bisherigen Kammerrechtsprechung (vgl. Beschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 – a.a.O. m.w.Nachw.) hierzu deckt.

Abweichend von Sachverständigen hält die Kammer aber als Bezugswert (W_t) nicht den Wert den im Jahre 2007 tatsächlich angebotenen Abfindungsbetrag von EUR 5,30 je Aktie (d.h. TEUR 5830) sondern den zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 28.4.2006 in Rede stehenden Betrag von EUR 4,80 (d.h. $1.100.000 \times 4,80 = 5280$ TEUR) für sachgerecht, da es auf die Renditeerwartung zu diesem Stichtag ankommt. Der zu diesem Zeitpunkt etwas höhere gewichtete Durchschnittskurs gem. § 5 WpÜG-AngVO von EUR 4,89 – den die Kammer in der Regel zugrunde legt – ist angesichts der oben dargelegten Börsenkursentwicklung in den 3 Monaten vor der Hauptversammlung nicht aussagkräftig und würde auch bei seiner Zugrundelegung nur zu einer Reduzierung des Risikozuschlags von 0,1 führen.

Unter Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags von 1 %, der allerdings sachgerecht dem tatsächlich angenommenen Wachstumsabschlag entsprechen müsste, ergibt dies entsprechend den von der Kammer für zutreffend gehaltenen Überlegungen und der Berechnungsformel des Sachverständigen einen Risikoabschlag vor Steuern von 4,6 % und nach Steuern von 5,04 %.

Dabei folgt die Kammer den Erwägungen des Sachverständigen in seinem Gutachten (Bl. 28) das beim Risikozuschlag eine Korrektur vorgenommen werden, indem ein

Wert nach Steuern verwendet wird, der über dem Wert vor Steuern liegt, was zudem auch der überwiegenden Auffassung der Literatur (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 632; Kruschwitz/Löffler/Essler, a.a.O. S. 157 ff, Munkert, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung S. 330; Betriebswirtschaftliche Gutachten, S. 29; Nicklas, Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung, S. 102; WP-Handbuch 2008 Bd. II. S. 112 ff m.w.Nachw.) entspricht

Dies ergibt einen Anteilswert zum Stichtag von EUR 4,76.

Ob der Wachstumsabschlag von 2 % wie ihn der Sachverständige für angemessen gehalten hat, sachgerecht ist, erscheint im Hinblick auf den Stichtag im April 2006 aus den von der Antragsgegnerin mit Schriftsatz vom 20.7.2009 (Bl. 618 – 620 d. A.) aufgeführten Gründen zweifelhaft. Einer Entscheidung hierüber bedurfte es letztlich aber nicht, da selbst unter Zugrundlegung eines Wachstumsabschlags von 2% bei einem Basiszins von 4 % und einem Risikozuschlag nach Steuern von 5,0 % (zutreffend wäre sogar 5,9 %, da der erhörte Wachstumsabschlag in der Berechnung des Risikozuschlags sich hier auch auswirken würde) ergäbe sich ein Anteilswert von EUR 5,51, bzw. bei Zugrundlegung des durchschnittlichen Börsenkurses als Referenz zur Ermittlung des individuellen Risikozuschlags von EUR 5,56.

Entgegen der an dieser Methodik der Kammer geäußerten Kritik (vgl. z. B. Kuhner WPg 2007, 825, 832 f) liegt hierin auch nicht eine Verletzung des Grundsatzes, dass es bei der Wertermittlung bei dem Bewertungsanlass des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre um die Findung des sog. objektiven Wertes geht. Abgesehen davon, dass dieser sog. objektive Wert ohnehin auf subjektiven Prämissen aufbaut, wie Schätzung künftiger Erträge und auch die Frage inwieweit ein zukünftiges Wachstum möglich ist (vgl. Jonas WPg 2007, 835, 840), bzw. bei Anwendung des CAPM, welche Unternehmen der „peer-group“ aufgenommen werden sollen (vgl. Hüttemann WPg 2007, 812, 820) erscheint es jedenfalls zur Festlegung des für das konkreten Unternehmens anzusetzenden Risikozuschlags beim Delisting angebracht, auf die (nur) der Gesellschaft bekannten Informationen und ihren hieraus sich ergebenden Renditevorstellungen abzustellen. Ihr ist es möglich, durch die hierdurch erlangten (objektiven) Insiderinformationen die Eigenschaften des Bewertungsobjekts mit den Eigenschaften eines Vergleichsobjekts (d.h. mit der Rendite der Alternativanlage = dem

Kapitalisierungszinssatz) zu vergleichen. Verzichtet man auf Verwertung dieser Insiderinformation wird wirklichkeitsfremd auf Kapitalmarktdaten eines vollkommenen Kapitalmarktes zurückgegriffen, wobei modelllogisch auf Kapitalkosten anderer Unternehmen, die vergleichbar sein sollen, zurückgegriffen wird. Dabei ist vorliegend aufgrund der fragmentarischen Darstellung im Gutachten ohnehin nicht möglich, die Vergleichbarkeit und Plausibilität dieser sog. peer-group festzustellen.

Mit der Berücksichtigung der von der Gesellschaft erlangten Kenntnisse lässt sich jedoch die an sich gebotene Simulation der Verhandlung bei gleichen Erkenntnissen auf beiden Seiten bei einem freiwilligen Verkauf der Aktie, bei dem der Minderheitsaktionär wie dargelegt den vollen Wert seines Anteils erhalten soll entsprechend realisieren. Das Risiko und damit die Kapitalkosten des konkreten Unternehmens werden somit marktbezogen ermittelt und damit dem geforderten objektiven Realitätsbezug entsprechen.

Dies führt dazu, dass abweichend vom Übertragungsbericht und von den Ausführungen des Sachverständigen in seinem Gutachten für die Abzinsung der künftigen Erträge, dass dem Basiszinssatz entsprechend der Zinsstrukturkurve von 4 % ein Risikozuschlag von 5,0 % (nach Steuern) hinzuzurechnen ist.

Mit dem Sachverständigen dem auch insoweit nach Erstattung des Gutachtens von keinem Beteiligten mehr widersprochen worden ist, geht die Kammer davon aus, dass die Beteiligungen im Rahmen der Ermittlung des Ertragswertes (des Konzerns) und damit in die Planung und die zu kapitalisierenden künftigen Jahresergebnisse zu berücksichtigen sind und nicht als gesondert anzusetzendes nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

Auch auf den Liquidationswert der Antragsgegnerin war nicht abzustellen.

Es bestand zunächst kein Anlass, den Liquidationswert der Antragsgegner insgesamt durch einen Sachverständigen zu Stichtag 28.04.2006 ermitteln zu lassen. Denn der Liquidationswert stellt nicht die Untergrenze des Unternehmenswerts dar.

Eine solche Annahme widerspricht nämlich dem Grundsatz, dass sich der Wert eines Unternehmens nach der Möglichkeit, nachhaltig Erträge bei voller Substanzerhaltung zu erwirtschaften, bestimmt. Deshalb kommt der Liquidationswert für die Bestimmung eines Unternehmenswerts nur dann in Betracht, wenn eine Gesellschaft keine Erträge erwirtschaftet oder liquidiert werden soll (Bilda/Münchener Kommentar 2. Aufl. § 305 AktG R. 305 und OLG Düsseldorf DB 2002, 781). Beides liegt hier nicht vor.

Zudem ist der Ertragswert nach den Berechnungen des Sachverständigen in seinem Gutachten (Bl. 32) zum 30.9.2005 negativ gewesen. Warum dies 7 Monate später erheblich anders sein soll und insbesondere über dem Ertragswert liegen soll, ist nicht ersichtlich.

Im Einzelnen ergibt sich folgende

Herleitung des Unternehmenswertes:		2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Erläuterungen		TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
1	Erg. vor Steuern ohne Thes.	450	477	521	560	596	609
2	Zinsen auf Thesaurierg. 12,4% von Zeile 7 d. Vorjahres	0	25	32	43	59	78
3	Erg. vor St. gesamt Zeile 1 + Zeile 2	450	502	553	603	655	687
4	Unternehmensteuern 30% (zuzügl. T€ 20)	130	171	186	201	222	226
5	Erg. nach Steuern Zeile 3 ./. Zeile 4	320	331	367	402	433	461
6	Thesaurierung lfd. Jahr 35%	201	56	92	127	158	161
7	Summe der Thesaurierungen	201	257	349	476	634	795
8	Ausschüttung vor ESt Zeile 5 ./. Zeile 6	119	275	275	275	275	300
9	Typisierte Einkommensteuer Ausschüttung nach ESt ab 2010/11 50% von 35% = 17,5%	-21	-48	-48	-48	-48	-53
10							247
11	Wertbeitrag der Thesaurierung Zu kapitalisierendes Betrag lt. Zeile 6						161
12	Ergebnis	98	227	227	227	227	408
13	Kapitalisierungszinssatz	7,68%	7,68%	7,68%	7,68%	7,68%	6,68%
14	Barwertfaktor $\left[\frac{1}{(1 + \text{KapZins}) \times \text{BWF Vorjahr}} \right]$	0,9287	0,8625	0,8010	0,7439	0,6908	10,3447
15	Barwerte zum 1.10.2005 Zeile 12 x Zeile 14	91	196	182	169	157	4.221
16	Ertragswert zum 1.10.2005 Summe Zeile 15	5.016					
17	Aufzinsung zum 28.04.2006 (Zeile 16 x $2^{10} / 365 \times 7,68\%$)	222					
18	Untern.-wert zum 28.04.2006 (Zeile 16 + Zeile 17)	5.238					
19	Anzahl der Aktien	1.100.000					
20	Unternehmenswert je Aktie Z. 27 / Z. 28 x 1.000	4,76 €					

Wobei die Kammer die von den Antragstellern nicht substantiiert angegriffen Planungszahlen aus dem Gutachten des Sachverständigen (dort S. 29) zugrunde gelegt hat.

Dieser Wert liegt aber unter dem angebotenen Abfindungswert von EUR 5,30. Aber selbst wenn man auf einen Wachstumsabschlag von 2 %, bzw. als Referenz für die Berechnung des Risikos auf den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs abstellen wollte, lägen diese Werte von EUR 5,51 bzw. von EUR 5,56 nicht mehr als 5 % über dem angebotenen Abfindungswert von EUR 5,30. Im Hinblick darauf, dass – wie dargelegt – es für jedes

einzelne Unternehmen eine Bandbreite von Werten gibt (vgl. OLG Karlsruhe NZG 2008, 791), ist in der Literatur und Rechtsprechung (vgl. z.B. LG München I, Beschluss vom 08.09.2006 - 5 HKO 20128/00 BeckRS 2006 14590; Simon/Winter SpruchG § 15 Rz. 93 m. w. Nachw.) anerkannt, dass jedenfalls innerhalb einer Bandbreite von 5 % eine Korrektur der festgelegten Abfindung regelmäßig nicht stattfindet.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Im Hinblick auf die erst während des Verfahrens vorgelegte Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens durch das Gutachten entsprach es nicht der Billigkeit die Antragsteller mit Gerichtskosten des Verfahrens zu belasten.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Roskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Dies ist hier nicht der Fall. Im Hinblick darauf, dass das Verfahren nicht zu einer Neufestsetzung der angemessenen Abfindung geführt hat, sind keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnte.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG). Mangels Feststellung einer Erhöhung bleibt es bei dem Mindestwert.