

3-08 O 294/02



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN
Beschluss

In dem Spruchverfahren

gegen

hat das Landgericht Frankfurt am Main – 8. Kammer für Handelssachen – durch Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und

am 27.01.2010 beschlossen:

Die Anträge auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327 f Abs. 1 Satz 2 AktG anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Pirelli Deutschland AG auf werden zu-
rückgewiesen.

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

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten wird auf 200.000,-- € festgesetzt.

Die Vergütung für den Vertreter der außenstehenden Aktionäre,
wird für den 1. Rechtszug auf 6.700,-- €
einschließlich Mehrwertsteuer festgesetzt.

Gründe

Die Antragsgegnerin zu 1), ehemals Pirelli Deutschland AG, war eine Holdinggesellschaft, unter deren Dach insbesondere die Tochtergesellschaften Pirelli Reifenwerke GmbH & Co. KG und Metzeler Reifen GmbH operativ tätig waren. Die beiden Tochtergesellschaften produzierten Reifen für PKW und Motorräder.

Das Grundkapital der Antragsgegnerin zu 1) war in 1.020.000 Stückaktien aufgeteilt. Davon hielt die Antragsgegnerin zu 2) rund 99,08 % (1.010.650 Aktien). Die restlichen 9.350 Stückaktien befanden sich im Streubesitz.

Die Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) beschloss am 12. 11. 2002 die sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Antragsgegnerin zu 2) zu übertragen, und zwar gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von 205,00 Euro je Stückaktie.

Im Übertragsbericht wurde zum 22.08.2002 nach der Ertragswertmethode ein Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1) von TEUR 195.637, was einer Abfindung von 191,80 Euro je Aktie entspricht, ermittelt. Wegen der Einzelheiten der Ermittlung des Unternehmenswerts wird auf den Übertragungsbericht vom 09. 09. 2009 verwiesen.

Mit Beschluss des Landgerichts Frankfurt vom 26. 08. 2002 wurde

zur sachverständigen Prüferin gemäß § 327 Abs. 2 Satz 3 AktG a. F. bestellt. Wegen deren Prüfungsergebnisse wird auf den Bericht über die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung vom 09. 09. 2002 verwiesen.

Die Eintragung des Squeeze Out-Beschlusses erfolgte im Handelsregister der Antragsgegnerin zu 1) am 18. 12. 2002.

Die Kammer hat durch Beschluss vom 07. 09. 2005 (Bl. 253 - 255 d.A.) Beweis durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens erhoben. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten des Sachverständigen vom 04. 11. 2008 (im Folgenden: Gutachten) verwiesen.

Die Anträge sind unbegründet.

Aufgrund des Gutachtens des Sachverständigen steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass die angebotene Barabfindung von 205,00 Euro je Aktie der Antragsgegnerin zu 1) angemessen ist. Ausgehend von der Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht, deren Angemessenheit nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG a. F. durch geprüft wurde, und der Überprüfung der Einwendungen der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen ist der Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1) zum Stichtag 12. 11. 2002 auf maximal TEUR 193.417 zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO), was einer Barabfindung von unter 205,00 Euro, nämlich nur 189,62 EUR, entspricht.

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

Dies ergibt sich zum einen daraus, dass es sich bei dem Spruchverfahren um ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt (OLG Düsseldorf AG 2000, 421, 423). In einem solchen echten Streitverfahren endet die Amtsermittlungspflicht dort, wo es die Verfahrensbeteiligten in der Hand haben,

die notwendigen Erklärungen abzugeben, um eine ihren Interessen entsprechende Entscheidung herbeizuführen. Deshalb obliegt den Antragstellern eine Darlegungslast für solche Umstände, die eine höhere Bemessung der Barabfindung möglich erscheinen lassen. Tun sie das nicht, ist auch das Gericht nicht verpflichtet, weitere Nachforschungen anzustellen, wenn hierzu keine Anhaltspunkte gegeben sind. Vielmehr kann das Gericht – ohne seine Aufklärungspflicht zu verletzen – davon ausgehen, dass die Beteiligten die für sie günstigen Umstände von sich aus vortragen und bei unbestrittenem Sachvortrag von Amtsermittlungen absehen.

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

Danach bedarf es stets ausreichender Anhaltspunkte im Vortrag der Beteiligten für eine Unangemessenheit der angebotenen Barabfindung. Dies gilt erst Recht, wenn - wie hier- die angebotene Barabfindung über der im Übertragungsbericht ermittelten Barabfindung liegt. Dann steigt infolge der Erhöhung der Barabfindung die Vortragslast der Antragsteller, weil es nunmehr konkrete Anhaltspunkte dafür darzulegen gilt, wieso selbst der erhöhte Betrag unangemessen sein soll (OLG Frankfurt 5 W 58/09; KG ZIP 2009, 1714).

Die Kammer geht des weiteren davon aus, dass die nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG a. F. geprüfte Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht eine ausreichende Grundlage darstellt, den Unternehmenswert nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen. Denn die Unternehmensbewertung erfolgte aufgrund der vom Bundesverfassungsgericht (ZIP 1999, 1436, 1441) gebilligten und in der Praxis durchgesetzten Ertragswertmethode.

Das Ertragswertverfahren beruht auf der Überlegung, dass sich der Wert eines Unternehmens in erster Linie danach bestimmt, welche Erträge es in Zukunft

erwirtschaften kann. Bei der Unternehmensbewertung ist daher primär der Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens unter Berücksichtigung der prognostizierten Einnahmen – und Ertragsüberschüsse zu ermitteln. Nach dieser Methode werden somit die zukünftigen Erträge geschätzt und auf den maßgeblichen Stichtag (Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung) mit dem Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Verfügt das Unternehmen neben dem betriebsnotwendigen Vermögen über nicht betriebsnotwendiges Vermögen, so ist dieses gesondert zu bewerten und dem betriebsnotwendigen Vermögen hinzuzufügen. Die Summe daraus ist sodann der Ertragswert.

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

Der mit Hilfe des Ertragswertverfahrens im Übertragungsbericht ermittelte und durch überprüfte Unternehmenswert ist lediglich einer Plausibilität- und Rechtskontrolle zu unterziehen. (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 Tz. 85). Denn ein errechneter Unternehmenswert beruht auf einer Vielzahl von Prognoseentscheidungen, die alle zu einer mehr oder weniger großen Unschärfe der Bewertung des Unternehmens führen. Insbesondere stellt auch die Ertragswertwertmethode lediglich ein Hilfsverfahren dar, das methodisch stets anfechtbare Schätzungen liefert, weil die Zukunft im Dunkeln bleibt und der Wert eines Unternehmens sich nicht auf Euro und Cent berechnen lässt. Allerdings gibt die Ertragswertmethode einen geordneten Rahmen, innerhalb dessen die Schätzung des Unternehmenswerts zu transparenten und darstellbaren Ergebnissen führt (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 268 f.).

Deshalb ist die Unternehmensbewertung vorliegend nur darauf hin zu überprüfen, ob die Ertragswertmethode Korrekt angewendet, insbesondere der rechtliche Rahmen eingehalten wurde und die jeweiligen Prognosen plausibel und nachvollziehbar dargestellt wurden. Dabei ist es nicht Aufgabe des Gerichts,

anstelle der Prognosen im Übertragungsbericht eigene Prognosen aufzustellen. Auch ist es grundsätzlich unzulässig, anstelle von Prognosen eine wegen der Dauer des Spruchverfahrens im Einzelfall durchaus mögliche ex-post-Betrachtung der realen Geschehnisse zu setzen (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 ff.). Vielmehr bleiben für die Plausibilitätskontrolle grundsätzlich einzig und allein die auf den Stichtag bezogenen Prognosen im Bericht der Hauptaktionärin maßgebend, solange sie auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen aufbauen und in sich widerspruchsfrei sind (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 und NZG 2007, 112, 116; OLG Karlsruhe NZG 2008, 791). Dies gilt insbesondere, soweit es um unternehmerische Entscheidungen im Rahmen der Prognosen geht.

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

Daraus ergibt sich, dass der im Rahmen des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert wegen der Ungenauigkeit der Prognosemethoden nur ein Näherungswert ist. Dem gegenüber gibt es keinen mathematisch exakt zu bestimmenden Unternehmenswert. Vielmehr stellt jedes gutachterliche Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswert dar, was zur Folge hat, dass die Verfahrensbeteiligten es hinnehmen müssen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (OLG Stuttgart AG 2008, 483, 484, BayObLG DB 2006, 39,40; OLG Karlsruhe NZG 2008, 791).

Erschwerend kommt bei der Darstellung der Ergebnisse in der praktischen Unternehmensbewertung hinzu, dass letzte widerspruchsfreie theoretische

Begründungen hierzu noch ausstehen. Trotzdem ist eine Kommunizierbarkeit der Ergebnisse gefordert, was letztlich nur durch eine Reduktion der Komplexität möglich ist. Deshalb sind in der Bewertungspraxis regelmäßig vereinfachende Prämissen und Lösungsansätze zu verwenden (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel „Unternehmensbewertung in der Praxis“, in: Die Wirtschaftsprüfung 2006, 1005, 1006).

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

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

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

Um den Durchschnitt der zukünftigen Zinserwartungen vertretbar festzulegen, orientiert man sich an inländischen, öffentlichen Anleihen – nur solche Anleihen gelten als quasi- risikofrei – mit einer Laufzeit von bis zu 30 Jahren. Da ein Unternehmen aber eine zeitlich unbegrenzte Lebensdauer hat, ist eine Prognose über die danach zu erwartende Umlaufrendite erforderlich. Erst die zur Herstellung der Laufzeitgleichheit zwischen Anlage und Unternehmen erforderliche Wiederanlageprämisse macht es nötig, bei dem Basiszinssatz künftige Zinssätze zu schätzen. Eine solche Prognose – wie hoch der Zinssatz in

30 Jahren sein wird – ist immer mit Unsicherheiten behaftet. Deshalb legt die Kammer für die Schätzung der aus Sicht des Stichtages zu erwartende zukünftige Verzinsung nicht inländische öffentliche Anleihen mit Restlaufzeiten von 9-10 Jahren zugrunde, sondern solche mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren, weil insbesondere die am Markt zu beobachtende Zinsstruktur die beste Prognose für die nächsten 30 Jahre ist und die Wiederanlageprognose erst einen Zeitraum betrifft, der in spätestens 30 Jahren beginnt (Jonas „Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted Cash-flow-Methode in Deutschland“, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1995, 83, 87 f.).

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

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

Im ersten Schritt wird der Stichtagszins inländischer öffentlicher Anleihen mit langen Laufzeiten ermittelt. Im Schritt 2 wird der Wiederanlagezins anhand der Zinsentwicklung in der Vergangenheit (historische Durchschnittsrendite) oder der aktuellen Zinsstrukturkurve bestimmt. Schritt 3 betrifft die mathematische Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes aus den im Schritt 1 und Schritt 2 ermittelten Eckdaten.

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

Dem entspricht zwar im Ansatz die Ableitung des Basiszinssatzes im Übertragungsbericht. Aber in ihm wird von einer zu hohen Anschlussverzinsung von 7,2 % ausgegangen, was letztlich zu einem nicht mehr vertretbaren Basiszinssatz von 6 % führt. Im Hinblick auf den zum Stichtag angenommenen Zinssatz von nur 4,9 % spricht dies auch für eine zu starke Gewichtung des Anschlusszinses.

Deshalb ist von der vom Sachverständigen festgestellten Umlaufrendite öffentlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von 24 bis 30 Jahren in Höhe von 5,04 % zum Bewirkungstichtag auszugehen (Gutachten Tz. 125) und daraus zusammen mit einem Wiederanlagezins von 6,5 % (Gutachten Tz. 127) ein Basiszinssatz von 5,5 % finanzmathematisch zu errechnen (Gutachten Tz. 128).

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

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

Des Weiteren sind im Rahmen der Feststellung des Kapitalisierungszinses Risikozuschläge nach Steuern in Höhe von 3,72 – 3,87% nach Einkommensteuer in der Detailplanungsphase und 3,86 % nach Einkommensteuer in der ewigen Rente anzunehmen. Insoweit folgt die Kammer zwar dem

Sachverständigen insoweit, als dieser in der Detailplanungsphase und in der ewigen Rente unterschiedliche Betafaktoren je nach Verschuldungsgrad der Antragsgegnerin zu 1) angenommen hat. Aber sie legt im Gegensatz zum Sachverständigen eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern zugrunde.

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

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

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

Ein einheitlicher Risikoansatz läuft jedoch Gefahr einer Doppelzählung der beiden Risiken (sowohl im Zähler als auch im Nenner), da bei der Schätzung der

Überschüsse unvermeidbar besondere Risiken einfließen (Großfeld a.a.O. R. 615). Dies ist bei der Ermittlung des Risikozuschlags zu berücksichtigen.

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

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

Marktrendite

- quasi – risikoloser Basiszins

= Marktrisikoprämie.

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

Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktien des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung (Volatilität des in Bezug genommenen Marktes) aus. Wenn das Risiko der

Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1.

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

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

Diese Vorgehensweise ist jedenfalls methodisch transparenter als das Vorgehen des OLG München im Beschluss vom 26.10.2006 (ZIP 2007, 375), das – zumindest beim Squeeze Out – regelmäßig einen Risikozuschlag von 2 % für sachgerecht und einen über 2 % für besonders begründungsbedürftig erachtet (BayObLG AG 2006, 41, 44), weil die speziellen Risiken des zu bewertenden Unternehmens, insbesondere das operative Risiko und das Kapitalstrukturrisiko, mit Hilfe des Betafaktors transparenter dargestellt werden können (so auch OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116 f.; OLG Düsseldorf NZG 2006, 911, 913; OLG Celle ZIP 2007, 2025, OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 51).

Der Anwendung des Tax-CAPM steht vorliegend - entgegen der Ansicht der Antragstellerin zu 4) – auch nicht entgegen, dass zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags der IDW S 1 2000 das Standard CAPM als maßgebend für die Ermittlung des Risikozuschlags vorgegeben und erst der IDW S 1 2005 das Tax-CAPM empfohlen hat (Tz. 130). Der maßgebliche Unterschied zum

Standard CAPM ist, dass der Risikozuschlag nicht mehr um den typisierten Einkommensteuersatz von 35 % gekürzt wird, sondern die Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird, weil nach Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens – 01.01.2001 – Dividenden nur noch pauschal mit 17,5 % besteuert werden und Kurssteigerungen in der Regel steuerfrei bleiben, was zur Folge hat, dass beim Tax-CAPM durch den Einfluss der vorstehend beschriebenen einkommensteuerrechtlichen Wirkungen die Marktrisikoprämie um etwa 1 Prozentpunkt höher ist als beim Standard CAPM.

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

Der Standard IDW S 2 2005 bringt im Vergleich zum Standard IDW S 1 2000 einen erheblichen Erkenntnisgewinn, soweit die Änderungen im Standard IDW S 1 2005 Ausfluss des körperschaftsteuerlichen Halbeinkünfteverfahrens sind. Da die Besteuerung der Gewinnaufschüttung seit 2001 nach dem Halbeinkünfteverfahren erfolgt, sind Änderungen im Standard IDW S 1, die auf das körperschaftsteuerliche Halbeinkünfteverfahren zurückgehen, auch rückwirkend auf Unternehmensbewertungen, deren Stichtag – wie hier – nach dem 01.01.2001 liegt, anzuwenden.

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

Denn die Überprüfung einer Bewertung eines Unternehmens im Spruchverfahren hat entgegen der Ansicht des BayObLG nicht nach den zum Zeitpunkt des

Bewertungsstichtags geltenden Bewertungsgrundsätzen zu erfolgen, sondern nach neuesten Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, selbst wenn diese zum Zeitpunkt des Stichtages noch nicht erkennbar waren.

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

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

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

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

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

Nach dem Standard IDW S 1 2000 wurde ein typisierter persönlicher Steuersatz von 35 % sowohl bei den zu kapitalisierenden Erträgen als auch beim Kapitalisierungszinssatz in Abzug gebracht, insbesondere auch vom – um den es vorliegend geht – Risikozuschlag. Dieser typisierte Abzug in Höhe von 35 % vom Risikozuschlag ist jedoch seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr zutreffend, weil die typisierte Einkommensteuer auf Dividenden nur noch die Hälfte von 35 %, also 17,5 %, beträgt. Dieser Prozentsatz wurde auch bei der Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses im Übertragungsbericht abgezogen. Dem gegenüber wurde beim Risikozuschlag, also auch bei der Marktrisikoprämie ein typisierter Einkommensteuersatz von 35 % in Abzug gebracht. Diese unterschiedliche Behandlung im Zähler und Nenner ist durch den Standard IDW S 1 2005 mit Einführung des Tax-CAPM abgeschafft, weil das Tax-CAPM besser als das Standard-CAPM geeignet ist, die Besteuerung für die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatz konsistent abzubilden. Demgegenüber ist das Standard-CAPM grundsätzlich nicht vereinbar mit dem Halbeinkünfteverfahren (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel a.a.O., 1006).

Ausgangspunkt der Ermittlung der zukünftigen Marktrisikoprämie ist die in der Vergangenheit beobachtbare Mehrrendite, die in einem bestimmten Zeitraum

durch eine Anlage in Aktien im Vergleich zu einer Anlage in quasi – risikolosen öffentlichen Anleihen erzielt werden kann. Die Differenz aus Marktrendite und Basiszins stellt die Marktrisikoprämie dar.

Anhaltspunkt für die dem Basiszins gegenüber gestellte Marktrendite ist dabei ein typisches Aktienportfolio. Dieses wird jedoch nach Geltung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr mit einem pauschalierten Einkommensteuersatz von 35 % besteuert, sondern Dividenden nur noch mit der Hälfte (17,5 %) und Kursgewinne außerhalb der Spekulationsfrist bleiben sogar steuerfrei. Deshalb soll nach dem Standard IDW S 1 2005 die Steuerbelastung des Aktienportfolios als Alternativanlage nicht mehr in der Form eines typisierten Abschlags in Höhe von 35 % erfolgen, sondern unmittelbar durch Anwendung eines an das deutsche Halbeinkünfteverfahren angepasste und weiter entwickelte Tax-CAPM. Die Anwendung dieses Tax-CAPM, das von der Betriebswirtschaftslehre als Reaktion auf die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens entwickelt wurde und durch den Standard IDW S 1 2005 empfohlen wird, ist gegenüber dem Standard – CAPM aufgrund der vorstehenden Ausführungen sachgerechter, weil das Tax-CAPM im Gegensatz zum Standard-CAPM die Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren berücksichtigt. Dieser erhebliche Erkenntnisgewinn wirkt sich nicht nur in der Zukunft aus, sondern muss auch rückwirkend im Spruchverfahren zur Geltung gebracht werden. Denn es geht um eine reine Methodenänderung, die losgelöst von Änderungen des bewertungsrelevanten Sachverhalts zur Anwendung kommt (Dörschell /Franken „Rückwirkende Anwendung des neuen IDW-Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, in: DB 2005, 2257 f.). Deshalb ist die Kammer der Auffassung, dass es nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr vertretbar ist, die Marktrisikoprämie genauso wie den Basiszinssatz mit einem typisierten Steuersatz von 35 % zu belasten. Vielmehr muss rückwirkend Rechnung getragen werden, dass als Alternativanlage für die Bestimmung der Marktrendite konsequenterweise von einem Aktienportfolio ausgegangen werden muss, das nach Einführung des

Halbeinkünfteverfahrens anders zu besteuern ist als mit einem typisierten Steuersatz von 35 %.

Diesen Anforderungen kam der Sachverständige mit der Anwendung des von der Betriebswirtschaftslehre entwickelten und vom Standard IDW S 1 2005 empfohlenen Tax-CAPM im Grundsatz nach (Gutachten, 32 - 34).

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

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

Die bislang einzige empirische Studie (Gutachten Tz. 140), die eine Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt, ist die von Stehle („Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften“, in WPg 2004, 906 ff.), der eine um rund 1 Prozentpunkt höhere Nachsteuerrisikoprämie im Vergleich zur Vorsteuerrisikoprämie ermittelte (Gutachten Tz. 142). Im Ergebnis errechnete Stehle eine Risikoprämie nach Steuern von 6,65 % im arithmetischen Mittel (WPg 2004, 921) und hält eine zukünftige Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung eines Abschlags von 1 bis 1,5 Prozentpunkte, weil es heute im Vergleich zur Vergangenheit größere Möglichkeiten der Risikoreduzierung durch Diversifikation und eventuell in der Zukunft ein niedrigeres Risiko von Kursschwankungen bei Aktien gibt, von ca. 5,5 % für vertretbar (WPg 2004, 921). Die Studie von Stehle bezieht einen Zeitraum von 1945 bis 2003 ein und ist deshalb auch grundsätzlich aussagekräftig. Allerdings erfasst dieser Zeitraum die beiden Boomzeiten von 1955 bis 1960 (nach dem Korea-Krieg) und 1996 bis 2000 (Internetblase) mit ein, was bedenklich ist, weil die damaligen Verhältnisse

nicht mit denen zum Stichtag vergleichbar sind (Großfeld a.a.O. R. 855). Deshalb hält die Kammer den von Stehle vorgenommenen Abschlag für zu gering.

Da bislang kontrovers diskutiert wird, ob das geometrische oder das arithmetische Mittel zu nehmen ist (Ballwieser, Unternehmensbewertung 2004, Seite 96; Großfeld a.a.O. R. 717), ist zusätzlich eine Durchschnittsbildung der beiden möglichen Berechnungsalternativen vorzunehmen, was zu einer Marktrisikoprämie zwischen 5,25 % und 5,43 % nach Stehle führt.

Aufgrund der vorstehend aufgezeigten Erwägungen hält die Kammer eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern für die Zukunft, bezogen auf den Stichtag, 12. 11. 2002, für zu hoch.

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

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

Schließlich berücksichtigt die Kammer bei der Höhe des Abschlags den Umstand, dass die zukünftigen Überschüsse in der Planung nicht ohne Risikobetrachtung, insbesondere des operativen Risikos, geschätzt werden können. Da in dem nach dem Tax-CAPM geschätzten Risikozuschlag – Marktrisikoprämie mal Betafaktor – die allgemeinen und speziellen Risiken – also auch das gesamte operative Risiko – einfließen, kommt es zwangsläufig zu einem doppelten Ansatz des operativen Risikos (Großfeld a.a.O. R. 846).

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

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

Soweit die Antragstellerin zu 7) dagegen einwendet, dass bei Annahme einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nur noch ein Vollidiot Staatspapiere kaufen könnte, wenn dies auch nur entfernt richtig wäre, geht dieser Einwand ins Leere. Denn es handelt sich bei der zukünftigen Marktrisikoprämie um einen langfristigen, fiktiven Durchschnittswert, der nichts darüber aussagt, welche Verzinsung ein Anleger in Aktien in der Zukunft tatsächlich erzielen könnte. Denn hierfür kommt es entscheidend auf das „timing“ an (Großfeld a.a.O. R. 791 a.E.). Wenn ein Anleger zu einem Zeitpunkt in Aktien einsteigt, zu dem sich die Kurse auf einem Höhepunkt befinden, ist das Risiko hoch, noch nicht einmal eine Rendite in Höhe des Basiszinses zu erzielen. Andererseits hat er die Chance, mehr als die Summe aus Basiszins und Marktrisikoprämie als Rendite zu erzielen, wenn er Aktien zu einem Zeitpunkt kauft, zu dem sich die Kurse auf dem Tiefpunkt befinden. In die Schätzung der zukünftigen Marktrisikoprämie fließen sowohl das vorstehende Risiko als auch die Chance auf höheren Gewinn mit ein.

Zur Ermittlung des Risikozuschlags ist sodann die Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 4,5 % mit dem Betafaktor, den die Kammer aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen (Gutachten Tz. 198) und der zusätzlichen Annahmen, dass die Marktrisikoprämie nur 4,5 % nach Steuern beträgt und die in der Detailplanungsphase thesaurierten Beträge nicht zur Tilgung von Fremdkapital (Gutachten Tz. 208) verwendet wird, sondern kapitalwertneutral ohne Abzug von Einkommensteuer den Aktionären fiktiv zugerechnet wird, in der Detailplanungsphase zwischen 0,83 – 0,86 und in der ewigen Rente auf 0,86 schätzt, zu multiplizieren.

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

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

Das historische Beta hängt vor allem von dem Index des Vergleichsmaßstabs (Alpha-Faktor), der Länge der Schätzperiode, der Periodizität des zugrunde gelegten Indexes und von der Definition des Beginns und des Endes der Referenzperiode ab (Gutachten Tz. 166).

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

Ausgehend davon hält die Kammer in Übereinstimmung mit dem Sachverständigen (Gutachten Tz. 159) den vom Antragsteller zu 5) ermittelten Raw-Beta von 0,04 (Bl. 50 d. A.) jedoch nicht aussagekräftig, um das individuelle Risiko der Antragsgegnerin zu 1) auszudrücken. Denn ein Wert von 0,04 besagt, dass lediglich 4 % des Risikos durch Marktfaktoren (systemisches Risiko) bestimmt wird, sodass nahezu kein linearer Zusammenhang zwischen der Rendite der Aktie der Antragsgegnerin zu 1) und der Rendite des Referenzindex besteht. Deshalb erlauben die in der Vergangenheit beobachteten Betas keinen Rückschluss auf einen zum Bewertungsstichtag zu erwartenden Beta-Faktor der Antragsgegnerin zu 1).

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

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

Bei den Konzernierungsmaßnahmen (von der Übernahme eines Mehrheitsanteils bis hin zum abschließenden Squeeze-Out) überlagern die mit dieser Transaktion verbundenen Chancen und Risiken regelmäßig die über den Betafaktoren

abzubildenden Risiken. In der Regel ist mit einer Konzernierungsmaßnahme ein Anstieg des Börsenkurses verbunden, der darauf beruht, dass die Marktteilnehmer eine transaktionsbezogenen Prämie (Abfindung bzw. Bardividende) erwarten. Dies führt oftmals zu einem sprunghaften Anstieg des Kurses der Aktie, wobei der Kurs anschließend – unabhängig von den Marktentwicklungen oder anderen Unternehmensnachrichten des Bewertungsobjektes – auf dem Niveau verharrt.

Dadurch werden durch die Konzernierungsmaßnahme die Modellannahmen des CAPM ausgehebelt (Marktrisiko-Entkoppelung).

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

Bei einem geringen Handelsvolumen –wie hier gegeben (Gutachten Tz. 163)- besteht daneben das Problem, dass die Preise der Aktie durch einzelne Investoren beeinflussbar werden. Dies kann bewusst geschehen oder auch einfach in der Natur der Sache liegen, wenn z.B. ein Investor Aktien mangels Angebot oder Nachfrage am Markt nicht zu realistischen Preisen kaufen oder verkaufen kann und ggf. Kurse auch festgelegt werden, ohne dass zu diesen Handel zustande kommt. Damit kommt es zu erheblichen unregelmäßigen Bewegungen der Kurse, immer wenn gerade ein Investor kaufen oder verkaufen will, die völlig losgelöst von einer Preisfindung für funktionierende Märkte und damit den operativen Risiken der Gesellschaft sind.

Weiterhin ist denkbar, dass bei Bekanntsein von Mehrheitsverhältnissen, auch vor Ankündigung einer Strukturmaßnahme, individuelle Investoren in diese Aktien investieren, wobei diese dann nicht in Bezug auf die operativen Risiken der Gesellschaft ihr Investment tätigen, sondern im Hinblick auf die Erwartung einer strategischen Prämie im Rahmen einer späteren Strukturmaßnahme. Auch hierdurch wird – verbunden mit einem geringen Handelsvolumen – der Kurs dann nicht mehr durch operative Risiken geprägt, sondern durch subjektive Einschätzungen von Sachverhalten, die nicht mit der operativen Risikolage zusammenhängen.

Hieraus zu schließen – wie der Antragssteller 5) –, dass das Bewertungsobjekt infolge der Konzernisierungsmaßnahme nahezu keinem operativem Risiko und Kapitalstrukturrisiko unterliegt, ist daher nicht überzeugend.

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

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

Der Sachverständige hat vier Unternehmen ausgewählt, deren operative Risiken und Kapitalstrukturrisiken mit denen der Antragsgegnerin zu 1) vergleichbar sind

(Gutachten Tz. 164), einen durchschnittlichen, unverschuldeten Adjusted-Beta aller vier Unternehmen von 0,5 ermittelt (Gutachten Tz. 168 -176) und daraus einen zukünftigen verschuldeten Beta-Faktor von 0,94 – 0,80 in der Detailplanungsphase und von 0,78 in der ewigen Rente für die Antragsgegnerin zu 1) abgeleitet (Gutachten Tz. 198).

Der so ermittelte Betafaktor ist schlüssig abgeleitet und nachvollziehbar dargestellt.

Davon ausgehend ergeben sich bei Annahme einer Marktrisikoprämie von 4,5 % und der zusätzlichen Annahme, dass die in der Detailplanungsphase thesaurierten Beträge nicht zur Tilgung von Fremdkapital verwendet wird, folgende Beta-Faktoren, die höher liegen als die vom Sachverständigen ermittelten, weil der Verschuldungsgrad der Antragsgegnerin nicht abnimmt:

Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommensteuer	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Beta-Faktor unlevered	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Marktwert EK Periodenanfang	179.958	182.682	183.401	183.090	182.199	182.691
Marktwert FK Periodenanfang	209.142	193.118	194.160	202.136	210.609	211.277
EK-Quote	0,46	0,49	0,49	0,48	0,46	0,46
FK-Quote	0,54	0,51	0,51	0,52	0,54	0,54
Beta-Faktor levered (angepasst an Kapitalstruktur)	0,86	0,83	0,83	0,84	0,86	0,86
Risikozuschlag nach persönlicher Einkommensteuer	3,87%	3,72%	3,73%	3,79%	3,86%	3,86%

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

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

Unternehmens in der Zukunft voraussichtlich nominal wachsen werden (Großfeld a.a.O. R. 930).

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

Allerdings führen nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Entwicklung neuer Produkte, Eintritt von Wettbewerbern, Kosteneinsparungen) zu Änderungen der nominalen Überschüsse (Gutachten Tz. 187). Darüber hinaus kann nicht ohne weiteres erwartet werden, dass Preissteigerungen auf dem Beschaffungsmarkt voll über den Absatzmarkt auf die Kunden übergewälzt werden können. Vielmehr ist in jedem Bewertungsfall eine Annahme darüber zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwälzt werden können und ob darüber hinaus Mengen und Strukturveränderungen zu erwarten sind (Gutachten Tz. 187).

Soweit es um die Überwälzung von inflationsbedingten Kostensteigerungen geht, ist es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit nicht gelungen, diese vollständig auf die Absatzpreise umzulegen. Vielmehr lagen die Steigerungen der Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich unter der Inflationsrate (Gutachten Tz. 189). Daraus kann jedoch nicht im Umkehrschluss angenommen werden, keinen Wachstumsabschlag anzusetzen. Eine solche Annahme wäre nicht plausibel, weil sie im Widerspruch zur Grundannahme steht, dass die Erträge eines Unternehmens in der Zukunft nominal wachsen werden. Außerdem ist die erwartete Inflationsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen Wachstums (Gutachten Tz. 187).

Nach den Feststellungen des Sachverständigen beruht der geplante Umsatzanstieg sowohl bei Autoreifen (Gutachten Tz. 41) als auch bei Motorradreifen

(Gutachten Tz. 49) allein auf Steigerungen der Absatzmengen. Dem gegenüber wird in der Detailplanung von Preissenkungen ausgegangen, soweit es um das Ersatzausrüstungsgeschäft bei Autoreifen (Gutachten Tz. 42) und Motorradreifen (Gutachten Tz. 49) sowie um das Erstausrüstungsgeschäft bei Autoreifen (Gutachten Tz. 42) geht. Lediglich im Erstausrüstungsgeschäft von Motorradreifen wurde mit konstanten Preisen gerechnet (Gutachten Tz. 50). Diese Planung ist nach den Feststellungen des Sachverständigen, denen sich die Kammer anschließt, plausibel, weil in der Vergangenheit die Preise für PKW-Reifen seit 1993 sowohl im Erstausrüstungsgeschäft als auch im Ersatzausrüstungsgeschäft stetig gesunken sind (Gutachten Tz. 43). Soweit es um die Motorradreifen geht, dass der Marktanteil der Antragsgegnerin (Metzeler GmbH-Gruppe) in Deutschland von 1997 bis 2001 von 40% auf 30 % gesunken ist und weitere Marktanteilsverluste durch Preissenkungen aufgehalten werden soll.

Dies bedeutet, dass sich die Absatzpreise der Auto- und Motorradreifen in der Vergangenheit nicht entsprechend der Inflationsrate entwickelt haben. Zwar sanken im gleichen Zeitraum auch die Rohstoffpreise. Aber deren Einkaufspreise sanken weniger stark als die Verkaufspreise (Gutachten Tz 184), so dass auch dieses Verhältnis für die Antragsgegnerin negativ war.

Daraus folgt, dass eine nominale Steigerung des Gewinns in der Zukunft in erster Linie nur aufgrund von Mengensteigerungen erwartet werden kann. Diese müssen außerdem noch die geplanten Preissenkungen kompensieren. Eine solche Kompensation erscheint nur vor dem Hintergrund der Einführung der MIRS-Technologie mit entsprechenden Kapazitätserweiterungen möglich.

Ferner ist zu berücksichtigen, dass im Jahr 2010 aus der Sicht des Jahres 202 ein globaler Autoabsatz von 57 Mio Fahrzeugen erwartet wurde, was einem jährlichen Anstieg von durchschnittlich 1,5 % entspricht. Allerdings wurde in den für die Antragsgegnerin wichtigen Märkten Nafta, West-Europa und Japan das bei weitem schwächste Wachstum erwartet (Gutachten Tz. 97). Darüber hinaus

wurde in den Jahren 2010 – 2020 mit einem nachlassenden Wachstum gerechnet (Gutachten Tz. 104).

Diese Umstände sprechen alle dafür, dass in der ewigen Rente von einem nominalen Wachstum von über 1 % nicht ausgegangen werden kann. Dies belegen insbesondere die vorstehend aufgezeigten langfristig prognostizierten Wachstumstrends. Danach erscheint ein nominales Wachstum von 1 % als maximale Obergrenze.

Zwar weist der Übertragungsbericht für den Detailplanungszeitraum ein Umsatzwachstum von durchschnittlich 1,6 % pro Jahr aus (Gutachten Tz. 91). Aber eine lineare Fortschreibung dieser Wachstumssteigerung aus der Detailplanungsphase in die Unendlichkeit erscheint im Hinblick auf die langfristig prognostizierten Wachstumstrends nicht vertretbar. Zumal zusätzlich zu berücksichtigen ist, dass das Planergebnis für die ewige Rente (ab 2007) aus dem des Jahres 2006 fortgeschrieben wurde.

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

Die Autoindustrie und damit auch das Ausrüstungsgeschäft für Autos, insbesondere Autoreifen, unterliegen, wie die Jahre 2008 und 2009 eindrucksvoll zeigten, konjunkturellen Schwankungen, sodass die Fortschreibung des Ansatzes des letzten Jahres der Detailplanungsphase in der ewigen Rente mehr

als ambitioniert ist und deshalb auch eine Steigerung des nominalen Wachstums in der ewigen Rente mit beinhaltet, weil es eigentlich nur gerechtfertigt gewesen wäre, den Durchschnitt der Umsatzerlöse in den Jahren der Detailplanung in der ewigen Rente anzusetzen.

Außerdem ist bei der Bemessung des nominalen Wachstums mit zu berücksichtigen, dass zum einen im Basiszins bereits ein Teil der zum Bewertungsstichtag antizipierten und in der Zukunft erwarteten Geldentwertung Berücksichtigung gefunden hat und zum anderen Wachstum durch Berücksichtigung eines Wertbeitrags aus Thesaurierung (Gutachten Tz. 208/209) zusätzlich abgebildet wird. Letzterer Wertbeitrag ist identisch mit dem nachhaltigen Thesaurierungsbeitrag und wird als Barwert der zukünftig wachsenden Nettoeinnahmen aus dem thesaurierten Betrag den Anteilseigner direkt zugerechnet (Schöninger, in IACVA Tagungsband Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung vom 18.11.2008 in Frankfurt, Seite 99).

Auch diese Umstände sprechen dafür, dass das nominale Wachstum nicht über 1 % liegen kann. Zumal man zusätzlich berücksichtigen muss, dass das Wachstum auch finanziert werden muss. Da das Eigenkapital aufgrund der Ausschüttungsannahme konstant bleibt, wäre dieses Wachstum durch Fremdkapital zu finanzieren. Der für dieses zusätzliche Fremdkapital zu zahlende Zins wird tendenziell die zukünftigen Ergebnisse belasten (Gutachten Tz. 191).

Schließlich belegt auch die Plausibilitätsrechnung des Sachverständigen (Gutachten Tz. 193 – 196), dass die tatsächliche Wachstumsrate weit über 1 % liegt, wenn vorliegend ein Wachstumsabschlag von 1 % in Ansatz gebracht wird. Der Sachverständige geht von einer tatsächlichen Wachstumsrate von 1,81 % aus. Im Hinblick auf das zusätzliche thesaurierungsbedingte Wachstum und die Fortschreibung der Umsatzerlöse des letzten Jahres der Detailplanungsphase in der ewigen Rente liegt die tatsächliche Wachstumsrate über 2 %. Daraus folgt zugleich, dass der Einwand der Antragstellerin zu 7), dass ein Wachstums-

abschlag von 1% bei Annahme einer Inflationsrate von 2 % einem auf Sicht geplanten Untergang der Antragsgegnerin zu 1) gleich komme, nicht zutrifft.

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

Die vorstehenden Ausführungen führen zu einem Kapitalisierungszins von 7,30 % - 7,45 % für die Phase I (bis 2006) und einem solchen nach Wachstumsabschlag von 6,44 % für die Phase II (ab 2007).

Soweit es um die Ermittlung des Ertragswerts zum 12. 11. 2002 geht, beläuft sich dieser auf TEUR 191.503.

Soweit die Antragstellerin zu 7) einwendet, dass im Hinblick auf die Kapazitätsausweitung die geplanten Umsatzsteigerungen viel zu gering ausgefallen seien, ist auch dieser Einwand aufgrund der vorstehenden Ausführungen zum Wachstumsabschlag unbegründet. Daraus ergibt sich, dass im Hinblick auf den zutreffenderweise geplanten Preisrückgang für Reifen von Autos und Motorrädern eine Umsatzsteigerung nur durch Mengenwachstum erzielt werden konnte. Dieses Mengenwachstum wird aber durch die langfristig prognostizierten konjunkturellen Wachstumstrends bis ins Jahr 2020 (Gutachten Tz. 96, 97 und 194) begrenzt, so dass das geplante durchschnittliche Wachstum von 1,6 % in der Zeit von 2001 – 2006 (Gutachten Tz. 91) nicht zu beanstanden ist. Da es insoweit um eine unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Antragsgegnerin zu 1) geht, ist diese Wachstumsprognose nur dahin gehend zu überprüfen, ob sie auf zutreffenden Annahmen aufbaut und in sich widerspruchsfrei ist. Auch dies ist nach den vorstehenden Ausführungen gegeben und gilt insbesondere auch für die Prognose der Umsatzerlöse in der ewigen Rente (ab dem Jahr 2007). Denn die Fortschreibung der Umsatzerlöse des letzten Jahres in der Detailplanungsphase (2006) in der ewigen Rente ist im Hinblick auf die Konjunkturanfälligkeit der Automobilzulieferungsbranche mehr

als angemessen. Nach den vorstehenden Ausführungen wäre der Durchschnitt der Umsatzerlöse in der Detailplanungsphase als Umsatzerlös in der ewigen Rente ausreichend gewesen.

Bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Überschüsse ist der Sachverständige zutreffenderweise von der Vollausschüttungannahme abgegangen und hat auch insoweit den Standard IDW S 1 2005 angewendet (GutachtenTz. 204 ff.) Demgegenüber wird im Übertragungsbericht die im Standard IDW S 2000 empfohlene Vollausschüttung der errechneten Überschüsse angenommen.

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

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

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

Außerdem entspricht die Vollausschüttung von Gewinnen nicht der tatsächlichen Ausschüttungspraxis deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften (Gutachten Tz. 207).

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

Vielmehr ist die Empfehlung im Standard IDW S 1 2005 zu folgen, nämlich in der ersten Phase des Prognosezeitraums die Ausschüttung auf Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen zu bemessen. Für die zweite Phase wird grundsätzlich typisierend angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten des angenommenen Aktienportfolios erfolgt, sofern dem nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur und der rechtlichen Rahmenbedingungen entgegen stehen.

Diesen Anforderungen entspricht die Ermittlung des Ertragswerts durch den Sachverständigen insoweit, als der Sachverständige nicht von der Vollausschüttung der Ergebnisse ausgegangen ist und nach der Unternehmens-

planung nur einen Teil der zukünftigen Gewinne ausgeschüttet hat. Allerdings hat der Sachverständige die thesaurierten Beträge der Unternehmensplanung entsprechend zur Tilgung von Fremdkapital in der Detailplanungsphase genutzt und nur den in der ewigen Rente thesaurierten Betrag den Aktionären ohne Abzug von Einkommensteuern zugerechnet (Gutachten Tz. 208). Die Kammer hält es jedoch im Hinblick auf die ausgeschiedenen Aktionäre für nicht angemessen, die thesaurierten Beträge nur zur Tilgung von Fremdkapital zu verwenden. Vielmehr erscheint auch in der Detailplanungsphase eine Ausschüttungsquote von 50% und eine kapitalwertneutrale Zurechnung der thesaurierten Beträge ohne Abzug von Einkommensteuer an die Aktionäre für angemessen, um die Barabfindung zu ermitteln.

Für die Phase der ewigen Rente ist der Sachverständige zutreffenderweise in Übereinstimmung mit IDW S 1 2005 davon ausgegangen, dass das Ausschüttungsverhalten der Antragsgegnerin zu 1) äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der am Markt beobachtbaren Quoten von ebenfalls 50 % erfolgt (Gutachten Tz. 208).

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

Dies ergibt einen folgenden Ertragswert von:

35a

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	664.976	681.192	698.402	716.414	735.275	735.275
Bestandsveränderung	3.213	132	-500	-500	-500	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	4.950	5.350	5.650	6.050	6.250	6.250
Gesamtleistung	673.139	686.674	703.552	721.964	741.025	741.525
sonstige betriebliche Erträge	9.254	10.560	10.560	11.210	11.360	11.460
Materialaufwand	-340.884	-347.094	-353.538	-360.230	-367.181	-367.181
Personalaufwand	-170.225	-173.346	-176.539	-179.831	-183.356	-182.797
Abschreibungen	-28.300	-29.400	-29.700	-29.800	-31.000	-36.567
sonstige betriebl. Aufwendungen	-119.654	-120.554	-125.290	-132.684	-142.608	-140.208
sonstige Steuern	-240	-240	-240	-240	-240	-240
Ergebnis v. Zinsen und Ertragssteuern	23.090	26.600	28.805	30.389	28.000	25.992
	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Ergebnis v. Zinsen und Ertragssteuern	23.090	26.600	28.805	30.389	28.000	25.992
Erträge aus Beteiligungen	128	128	128	128	128	128
Erträge aus Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	82	82	82	82	82	82
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	500	500	500	500	500	500
Zinsertrag	1.360	1.420	1.612	1.662	1.810	1.800
Storno Zinsaufwand wg. Ergebnisthesaurierung						
Zinsaufwand	-5.140	-5.231	-5.680	-6.106	-6.226	-6.534
Jahresüberschuss vor Ertragssteuern	20.020	23.499	25.447	26.655	24.294	21.968
Jahresüberschuss vor Ertragssteuern	20.020	23.499	25.447	26.655	24.294	21.968
1/2 der Dauerschuldzinsen	330	330	330	330	330	330
nicht abzugsfähige Betriebsausgaben	1.340	1.340	1.340	1.340	1.340	1.340
Gewerbesteuerliche Kürzungsbeträge	-260	-260	-260	-260	-260	-260
Bemessungsgrundlage für GewSt	4,100 21.430	24.909	26.857	28.065	25.704	23.378
Gewerbesteuer	0,170 -3.646	-4.238	-4.569	-4.775	-4.373	-3.977
Jahresüberschuss vor Ertragssteuern	20.020	23.499	25.447	26.655	24.294	21.968
nicht abzugsfähige Betriebsausgaben	1.340	1.340	1.340	1.340	1.340	1.340
Gewerbesteuer	-3.646	-4.238	-4.569	-4.775	-4.373	-3.977
Bemessungsgrundlage für KSt	17.714	20.601	22.218	23.220	21.261	19.330
Körperschaftsteuer	0,250 -4.429	-5.150	-5.554	-5.805	-5.315	-4.833
Solidaritätszuschlag	0,055 -244	-283	-305	-319	-292	-266
Jahresüberschuss vor Ertragssteuern	20.020	23.499	25.447	26.655	24.294	21.968
Unternehmenssteuern	-8.318	-9.671	-10.429	-10.899	-9.981	-9.076
Ergebnis nach Steuern	11.702	13.828	15.018	15.756	14.313	12.892
Ergebnis nach Steuern	11.702	13.828	15.018	15.756	14.313	12.892
davon an Minderheitsgesellschafter	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Ergebnis nach Steuern und Minderheitenanteilen	11.700	13.826	15.016	15.754	14.311	12.890
davon ausgeschüttet	0,500 5.850	6.913	7.508	7.877	7.156	6.445
davon einbehalten	5.850	6.913	7.508	7.877	7.156	6.445
Erwartete Ausschüttung	5.850	6.913	7.508	7.877	7.156	6.445
typisierte persönliche ESt (17,5%)	0,175 -1.024	-1.210	-1.314	-1.378	-1.252	-1.128
Erwartete Nettoausschüttung	4.826	5.703	6.194	6.499	5.903	5.317
	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Erwartete Nettoausschüttung	4.826	5.703	6.194	6.499	5.903	5.317
Thesaurierungsbetrag	5.850	6.913	7.508	7.877	7.156	6.445
zu kapitalisierendes Ergebnis	10.676	12.616	13.702	14.376	13.059	11.762

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ff.
Basiszins vor persönlicher Einkommensteuer	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Einkommensteuer	0,35 -1,93%	-1,93%	-1,93%	-1,93%	-1,93%	-1,93%
Basiszins nach persönlicher Einkommensteuer	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommensteuer	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Beta-Faktor unlevered	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Marktwert EK Periodenanfang	179.958	182.682	183.401	183.090	182.199	182.691
Marktwert FK Periodenanfang	209.142	193.118	194.160	202.136	210.609	211.277
EK-Quote	0,46	0,49	0,49	0,48	0,46	0,46
FK-Quote	0,54	0,51	0,51	0,52	0,54	0,54
Beta-Faktor levered (angepasst an Kapitalstruktur)	0,86	0,83	0,83	0,84	0,86	0,86
Risikozuschlag nach persönlicher Einkommensteuer	3,87%	3,72%	3,73%	3,79%	3,86%	3,86%
Basiszins nach Einkommensteuer	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Risikozuschlag nach Einkommensteuer	3,87%	3,72%	3,73%	3,79%	3,86%	3,86%
Kalkulationszinsfuß nach Einkommensteuer	7,45%	7,30%	7,30%	7,37%	7,44%	7,44%
Wachstumsabschlag						-1,00%
Kalkulationszinsfuß nach Einkommensteuer und Wachstumsabschlag	7,45%	7,30%	7,30%	7,37%	7,44%	6,44%
Barwertfaktoren	0,9307	0,8674	0,8084	0,7529	0,7008	10,8847
Barwerte am Periodenanfang 2002 in TEUR	9.936	10.943	11.076	10.823	9.152	128.027
Ertragswert zum 31.12.2001 in TEUR	179.958					
Bewertungsschichtag	12.11.02					
Technischer Stichtag	31.12.01					
	316					
Ertragswert zum 12.11.2002 in TEUR	191.503					

Dieser Ertragswert ist sodann um das nicht betriebsnotwendige Vermögen von TEUR 1.914 (Gutachten Tz. 217) zu erhöhen, was einen Unternehmenswert von TEUR 193.417 ergibt und eine Barabfindung von 189,62 EUR.

Aber auch dann, wenn man die vom Sachverständigen thesaurierten Beträge (Tabelle Tz. 206) den Aktionären direkt ohne Abzug von Einkommensteuer zurechnet und nicht nur 50 % der Ertragsüberschüsse, führt dies lediglich zu einem Anstieg des Unternehmenswerts auf TEUR 201.526 und zu einer Barabfindung von 197,50 EUR, die auch noch unter der angebotenen Barabfindung von 205 EUR liegt.

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

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

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 7 Satz 5 und 6 AktG a. F. in Verbindung mit § 30 Abs. 1 KostO. Dabei orientiert sich die Kammer mangels anderer Anhaltspunkte an § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-Euro und höchstens 7,5 Mio Euro. Da es zu keiner Erhöhung der Barabfindung kommt, ist der Mindestbetrag von 200.000,-Euro als Geschäftswert zugrunde zu legen.

Die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 4 Satz 6 und 7 AktG a. F. dem Grunde nach. Hinsichtlich der Höhe wendet die Kammer die in § 6 Abs. 2 SpruchG niedergelegten Grundsätze entsprechend an. Danach steht dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre eine Vergütung in entsprechender Anwendung des § 118 BRAGO zu. Der maßgebliche Geschäftswert für die Vergütung ist der für die Gerichtsgebühr maßgebliche Wert. Dieser beläuft sich nach den vorstehenden Ausführungen auf 200.000 Euro.

Ausgehend davon stehen dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre 3 10/10tel Gebühren aus 200.000 Euro zu. Darüber hinaus kann er Auslagen nach

§ 26, 27 und 28 BRAGO verlangen. Dies ergibt unter Berücksichtigung der Mehrwertsteuer von 19 % eine Vergütung in Höhe von 6.700 Euro.