

3-5 O 110/04

verkündet am 13.6.2006



## **LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS**

In dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Abfindung der gem. § 327a AktG ausgeschlossenen  
Minderheitsaktionäre der SAI Automotive AG

an dem beteiligt sind:

gegen

hat die 5.Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main  
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht  
und die Handelsrichter und  
aufgrund mündlicher Verhandlung am 13.06.2006 beschlossen:

Der angemessene Abfindungsbetrag gem. §§ 327a ff AktG aufgrund des in der Hauptversammlung vom 19.11.2002 der SAI Automotive AG, Frankfurt am Main, beschlossenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung wird auf

EUR 14,26

je Stückaktie der SAI Automotive AG festgesetzt.

Dieser Betrag ist ab dem 22.07.2004 mit jährlich zwei von Hundert über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 257 BGB zu verzinsen.

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

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten 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.

### G r ü n d e :

Die SAI Automotive AG hatte ein Grundkapital von EUR 130.509.451,23, welches eingeteilt war in 51.050.860 Stückaktien.

Die Hauptversammlung der SAI Automotive AG beschloss am 19.11.2002 die sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Antragsgegnerin zu übertragen und zwar gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von EUR 13,50 je Aktie. Dem lag ein von der Antragsgegnerin vorgelegter Bericht vom 2.10.2002 zugrunde, der auf einer von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebenen gutachterlichen Stellungnahme

beruhte. Hier wurde ein Unternehmenswert der SAI Automotive AG zum 19.11.2002 von Mio. EUR 680,8 ermittelt, d.h. EUR 13,34 pro Aktie. Im Hinblick auf den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs im Zeitraum von 3 Monaten vor dem 30.9.2002 - von EUR 11,77 pro Aktie wurde hier eine Barabfindung von EUR 13,50 für angemessen erachtet.

Weiterhin lag bei der Hauptversammlung ein Bericht des gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfers vom 2.10.2002- bestellt durch Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 16.8.2002 - vor, welches den ermittelten Unternehmenswert nicht beanstandete. Wegen der Einzelheiten des Berichts und der gutachterlichen Stellungnahme wird auf die zu den Akten gereichten Kopien (Anlage AG 1, Bl. 33-70 d.A. und AG2, Bl. 72-87 d.A. )Bezug genommen.

Betroffen von dem Ausschluss waren nach Angaben der Antragsgegnerin 255.634 Stückaktien in den Händen von Minderheitsaktionären.

Auf Anfechtungsklage erklärte das Landgericht Frankfurt am Main mit Urteil vom 27.8.2003 - 3-13 O 205/02 - (NZG 2003, 1027 = DB 2003, 2590) die Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre für nichtig.

Im Berufungsrechtszug kam es zu einem Vergleich dahingehend, dass die Antragsgegnerin jedem Minderheitsaktionär auf EUR 4,50 je Aktie mehr an Barabfindung zahlt, soweit Minderheitsaktionäre auf die Einleitung eines Spruchverfahrens verzichtet, solchen Anträgen nicht beitreten wird und solche Verfahren auch in sonstiger Weise nicht fördern wird und auf einen etwaigen, in einem Spruchverfahren festgesetzten Erhöhungsbetrag verzichtet. Wegen

der Einzelheiten wird auf die in Ablichtung zu der Akte gereichte Mitteilung im Bundesanzeiger vom 22.7.2004 (Bl. 14 ff d.A.) verwiesen.

Die Anfechtungsklagen gegen die Beschlussfassung zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurden zurückgenommen.

Der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 16.7.2004 in das Handelsregister eingetragen und bekannt gemacht i. S. d. § 10 Abs. 2 HGB am 13.8.2004.)

Die Antragsteller wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Selbst der im Vergleich erhöhte Betrag auf insgesamt EUR 18,-- je Aktie sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der jeweiligen Antragsschriften sowie der ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre hat zur Sache Stellung genommen.

Die Antragsgegnerin hält die Abfindung für angemessen. Wegen der Einzelheiten wird auf die Antragswiderung und die ergänzenden Schriftsätze verwiesen.

Die Kammer hat durch Beschluss vom 24.3.2006 (Bd. III Bl. 524 ff d.A.) eine schriftliche Stellungnahme der bestellten sachverständigen Prüferin angeordnet. Wegen des Ergebnisses wird auf die schriftliche Stellungnahme vom 19.5.2006 (Bd. III Bl. 547-573 d.A.) verwiesen.

Die Anträge auf Erhöhung der angemessenen Barabfindung gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG sind nur mit dem sich aus dem Tenor ergebenden Inhalt begründet.

Die angemessene Barabfindung nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Stichtag ist somit der 19.11.2002.

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht (BVerfGE 14, 263/284; 100, 289/304 f.; BGH AG 2003, 627/628; BayObLG NJW-RR 1996, 1125/1126). Zu ermitteln ist der Grenzpreis, zu dem der Minderheitsaktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (BGHZ 138, 136/140).

Der als in diesem Sinne angemessen festgesetzte Wert ergibt sich vorliegend nicht aus dem gewichteten Börsenkurs der SAI Automotive AG im Zeitraum von 3- Monaten vor der Hauptversammlung am 19.11.2002, der nach der unwidersprochen gebliebenen Angabe der Antragsgegnerin EUR 13,03 betrug.

Im Anschluss an die neuere Rechtsprechung des BVerfG (BVerfG v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566 m. Anm. Vetter = ZIP 1999, 1436 [1441]; v. 8.9.1999 - 1 BvR 301/89, AG 2000, 40 = ZIP 1999, 1804) und des BGH (BGH v. 12.3.2001 - II ZB 15/00, AG 2001, 417 = ZIP 2001, 734 [736]) ist bei der Bemessung der Entschädigung auf den Verkehrswert der Aktie abzustellen, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig mit dem Börsenkurs identisch ist. Untere Grenze des Unternehmenswertes ist also grundsätzlich die Summe der Börsenwerte der Aktien der betroffenen Gesellschaft. Eine Barabfindung, die niedriger als der Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich nicht als angemessen anzusehen. Es ist hier kein Grund gegeben, für die angemessene Barabfindung nicht den Durchschnittskurs, sondern einen höheren Wert zu Grunde zu legen.

Allerdings ist der Minderheitsaktionär nicht nur nach dem sich im Börsenkurs widerspiegelnden Verkehrswert, sondern nach dem nach § 287 Abs. 1 ZPO zu schätzenden Unternehmenswert zu entschädigen, wenn dieser Schätzwert höher ist als der Börsenwert (BGH, NZG 2001, 603 = ZIP 2001, 734 [736]). Dies ist vorliegend gegeben.

Eine Schätzung des Ertragswertes nach § 287 Abs. 1 ZPO durch die Kammer führt zu einem höheren Wert je einzelner Aktie als dem durch den Börsenkurs sich ergebenden Wert.

Aufgrund der schriftlichen Stellungnahme des sachverständigen Prüfers steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass der vorliegend aus dem Ertragswert der SAI

Automotive AG herzuleitender Unternehmenswert von insgesamt ca. EUR Mio. 728 d.h. EUR 14,26 je Stückaktie angemessen ist.

Es bestand zunächst kein Anlass, den Liquidationswert der SAI Automotive AG insgesamt durch einen Sachverständigen 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.

Ausgehend von der Unternehmensbewertung durch die  deren Angemessenheit nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch

geprüft wurde, ist festzustellen, dass unter Zugrundelegung der von der Kammer für angemessen erachteten Parameter bei der Schätzung des Ertragswertes der Unternehmenswert der SAI Automotive AG zum Stichtag ca. Mio. EUR 728 beträgt.

Die Kammer folgt der einschlägigen Rechtsprechung (BGH WM 2001, 856, 859; BayObLG ZIP 2000, 885 f.; LG Frankfurt am Main AG 2005, 930; Kammerbeschluss vom 2.5.2006 –3-5-O-153/04-), dass die Funktion eines Spruchverfahrens ist, die bereits erfolgte Unternehmensbewertung aufgrund schlüssiger Einwendungen auf ihre Richtigkeit hin unter Anwendung des § 287 Abs. 2 ZPO zu überprüfen.

Dies ergibt sich zum einen daraus, dass es sich bei dem Spruchverfahren – insbesondere bei einem nach dem SpruchG - um ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt (Keidel/Kuntze/Winkler 13. neubearbeitete Auflage, § 12 FGG R. 195 f.; OLG Düsseldorf AG 2000, 421, 422, Puzkajler in Kölner Kommentar SpruchG vor §§ 7-11 Anm. 23 f). 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.

Dies ist auch, wie sich aus § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG ergibt, die Auffassung des Gesetzgebers für neue Spruchverfahren die, wie vorliegend, nach dem SpruchG zu führen sind.

Die Kammer legt zunächst zugrunde, dass die nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch die erstellte und durch den gerichtlich bestellten Prüfer geprüfte Unternehmensbewertung eine ausreichende Grundlage darstellt, den Unternehmenswert nach § 287 ZPO zu schätzen. Denn die Unternehmensbewertung erfolgte im entscheidenden Punkt aufgrund der vom Bundesverfassungsgericht (ZIP 1999, 1436, 1441) gebilligten und in der Praxis weitgehend durchgesetzten Ertragswertmethode.

Bei der Überprüfung des ermittelten und durch

überprüften Unternehmenswerts ist lediglich eine Plausibilitäts- und Rechtskontrolle vorzunehmen. Denn ein errechneter Unternehmenswert beruht auf einer Vielzahl von Prognoseentscheidungen, die alle zu einer mehr oder weniger großen Unschärfe der Bewertung des Unternehmens führen. Insbesondere stellt auch die Ertragswertmethode lediglich ein Hilfsverfahren dar, das methodisch stets anfechtbare Schätzungen liefert, weil die Zukunft im Dunkeln bleibt und der Wert eines Unternehmens sich nicht auf „Euro und Cent“ berechnen lässt. Allerdings gibt die Ertragswertmethode einen geordneten Rahmen, innerhalb dessen die Schätzung des Unternehmenswertes stattfinden kann (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 152 ff.).

Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) 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 Bewertung der vorliegenden Gutachten allerdings, 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 Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 ZPO zu bestimmen (BGH ZIP 2001, 734/736; OLG Stuttgart ZIP 2004, 712/714; BayObLG NZG 2006, 156)).

Deshalb ist die Unternehmensbewertung nur daraufhin zu überprüfen, ob die Ertragswertmethode korrekt angewendet, insbesondere der rechtliche Rahmen eingehalten wurde und die jeweiligen Prognosen plausibel und nachvollziehbar dargestellt wurden. Dabei ist es nicht Aufgabe des Gerichts anstelle der Prognosen im Übertragungsbericht des Hauptaktionärs eigene Prognosen aufzustellen. Deshalb ist es auch an sich 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.). Dabei ist zu beachten, dass die Bewertung auf den Stichtag zu treffen ist, doch kann die Entwicklung zur Plausibilitätsprüfung herangezogen werden (vgl. BayObLG AG 2002, 390; LG Dortmund AG 1998, 142, Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung 4. Aufl. S. 62).

Daraus ergibt sich, dass der „wahre Unternehmenswert“ wegen der Ungenauigkeit der Prognosemethode nur als Näherungswert mit einer Bandbreite festgelegt werden kann. Demgegenüber gibt es keinen mathematisch exakt zu bestimmenden Unternehmenswert. Vielmehr stellt jedes Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts dar, was zur Folge hat, dass die Verfahrensbeteiligten es hinnehmen müssen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als Grundlage der angemessenen Abfindung existiert (BayObLG NZG 2006, 156).

Lediglich wenn die Prognosen völlig unplausibel sind, kann hier eine andere Beurteilung durch das Gericht erfolgen. Hiervon kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden. Die Prognosen der Antragsgegnerin in ihrem Bericht sind auf den Stichtag bezogen nachvollziehbar, wirken vielmehr in Hinblick auf die Steigerung der Erträge – jedenfalls ab der Planung für 2004 – ambitioniert. Die Einwände von Seiten der Antragsteller sind nicht geeignet, die von der Antragsgegnerin aufgrund der Bewertung von erstellte Planung und Bewertung einzelner Faktoren als taugliche Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswertes zu erschüttern. Der Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens bedurfte es hier daher nicht. Die Kammer hatte keine hinreichend

substantiierten Anhaltspunkte, dass die im Bericht aufgrund dieser gutachterlichen Arbeiten (für die Planphase 2003 – 2006 und die Phase ab 2007 (ewige Rente) angenommen Werte der Nettoausschüttung nach persönlicher Einkommensteuer unplausibel sind.

Zu den Beanstandungen im Einzelnen ergibt sich nach der eingeholten Stellungnahme des gerichtlich bestellten Prüfers folgendes:

#### **Einwendungen hinsichtlich der Planungsrechnung**

Nach dem Antragsteller ist die negative Entwicklung der Umsätze aus dem Werkzeugverkauf im Jahr 2005 nicht nachvollziehbar. Daneben wenden die Antragsteller ein, dass die Produktbereiche in keinem nachvollziehbaren Zusammenhang zu den Umsatzsparten stünden.

Nach der eingeholten Stellungnahme gliedert sich der Gesamtumsatz in die Bereiche Teileverkauf, Werkzeugverkauf und weiterbelasteten Entwicklungskosten. Beim Teileverkauf handelt es sich um den Verkauf der von der SAI AG produzierten Automobilausstattung (Fahrzeugarmaturen, -einbauten, -innenraumverkleidungen und sonstige Fahrzeugkomponenten), beim Werkzeugverkauf handelt es sich um den Verkauf von Werkzeugen für die Be- und Weiterverarbeitung der gelieferten Bauteile und im Zuge der Umsätze aus Entwicklungsleistungen werden die für die Automobilhersteller im Rahmen von Modellwechseln und Innovationen aufgewendete Forschungs- und Entwicklungskosten an diese weiterberechnet.

Der Umsatz aus dem Teileverkauf, der über 85% des Gesamtumsatzes beträgt, gliedert sich in die 4 Produktbereiche Instrument Panel, Door Panel, Acoustics und Front End. In den Bereichen Acoustics und Frontend wurde mit einem Ausbau der Marktanteile gerechnet, so dass in diesen Bereichen das Wachstum oberhalb des Gesamtmarktes liegt. Die genannten vier Produktbereiche beziehen sich alle auf die Teileproduktion, wie in der Grafik (Balkendiagramm) auf S. 29 des Übertragungsberichts dargestellt ist. Ein wie vom Antragsteller

festgestellter Mangel an „Korrelation“ besteht nicht, da die Summe der einzelnen Säulen des Diagramms pro Jahr dem dargestellten Gesamtumsatz im Teileverkauf entspricht. Es besteht vor diesem Hintergrund eine vollkommene Korrelation, da der Teileverkauf genau der Summe der einzelnen Produktbereiche entspricht.

Zusätzlich zum klassischen Teileverkauf werden von der SAI AG Werkzeuge und Entwicklungsleistungen verkauft, mit denen die spätere Teileproduktion erst ermöglicht wird.

Insgesamt ist die Planung in Bezug auf die Werkzeugkosten generell von Schwankungen geprägt, welche auf absehbare oder geplante Modellwechsel in der Automobilbranche zurückzuführen sind, so dass insbesondere der Werkzeugverkauf in Zyklen erfolgt.

### **EBIT-Marge**

Die Antragsteller wenden ein, die EBIT-Marge von 5,1% im Jahr 2006 würde nicht im Einzelnen hergeleitet.

Nach der Stellungnahme des sachverständigen Prüfers steigt der Gesamtumsatz im Detailplanungszeitraum durchschnittlich um 3,3%, während der Herstellungsaufwand durchschnittlich nur um 1,7% ansteigt. Der Forschungs- und Entwicklungsaufwand wurde langfristig etwa auf dem Niveau des Jahres 2002 geplant. Durch diese verbesserte Kostenstruktur ergibt sich ein im Detailplanungszeitraum durchschnittlich um 13,1% steigender Rohertrag. Der Anteil des Herstellungsaufwandes am Gesamtumsatz soll von 90,1% (2002) auf 84,7% (2006) zurückgeführt werden. Die Quote des Forschungs- und Entwicklungsaufwandes sinkt im selben Zeitraum von 8,5% auf 7,4%. Die Kosten für allgemeine Forschung und Entwicklung wurden leicht rückläufig geplant. Die durchschnittlich um 4,7% steigenden allgemeinen Verwaltungs- und Vertriebskosten sind vor allem hinsichtlich ihrer variablen Kostenbestandteile auf das geplante Wachstum zurückzuführen. Durch die insgesamt deutlich verbesserte Kostenstruktur ergibt sich im Jahr 2006 eine EBIT-Quote von 5,1 %.

Die geplante, im Vergleich zum Umsatz überproportionale Steigerung des EBIT im Detailplanungszeitraum ist daher nicht als zu negativ, sondern eher als ambitioniert zu werten.

### **Ewige Rente**

Der Antragsteller wendet ein, dass die Planzahlen, insbesondere im Zeitraum der „ewigen Rente“, zu negativ seien. Effizienzsteigerungen, Synergieeffekte und Marktchancen seien nicht ausreichend in die Planung eingeflossen. Daneben wenden die Antragsteller ein, beim Einstieg in die „ewige Rente“ im Jahr 2007 würde sowohl umsatzseitig als auch bei den entziehbaren Überschüssen mit einem Rückgang von -5% bzw. -10% geplant werden, ohne dass sich hierfür schlüssige Begründungen ergäben. In der ewigen

Rente selbst wüchsen die Zahlungsüberschüsse lediglich mit einem Prozent. Auch die Antragsteller wenden ein, dass das Ergebnis ab 2001 nicht aus der Erlösstruktur des letzten Planjahres abgeleitet sein kann, da das Ergebnis um mehr als 10% sinke.

Die Umsätze und Überschüsse für die „ewige Rente“ wurden anhand der Erlös- und Kostenstruktur des letzten Planjahres des Detailplanungszeitraums ermittelt.

Dass sowohl das Betriebsergebnis (EBIT) als auch die entziehbaren Überschüsse in der Tabelle auf Seite 35 im Übertragungsbericht für das nachhaltige Ergebnis in der ewigen Rente gegenüber der Planung für 2005 und 2006 sinken, ist auf Drohverlustrückstellungen zurückzuführen, welche im Geschäftsjahr 2001 gebildet und nur bis zum Jahr 2006 ergebniswirksam aufgelöst wurden.

#### **Aufwand und Kosten**

Soweit von Seiten der Antragsteller eingewendet wird, dass der Herstellungsaufwand nicht in Sach- und Personalkosten unterteilt sei und der Übertragungsbericht keine Angaben zu den Personalkosten enthalte, ist dem entgegen zu halten, dass die gesamte Planung auf dem Umsatzkostenverfahren gemäß § 275 Abs. 3 HGB basiert. Daher werden Personalkosten nicht explizit ausgewiesen, sondern sind im Herstellungsaufwand sowie in den allgemeinen Verwaltungs- und Vertriebskosten enthalten.

Die Plausibilisierung der Planungsrechnung muss sich daher vor allem auf Umsatz und EBIT und insbesondere die EBIT-Quote vom Umsatz beschränken. Diese ist jedoch, zumindest nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre als unplausibel einzuschätzen.

#### **Investitions- und Zinsergebnisrechnung**

Die Antragsteller bemängeln die Planungsrechnung beinhalte weder Investitions- noch Zinsergebnisrechnung.

Nach der eingeholten Stellungnahme umfasst die Planung der Gesellschaft neben der Planung der Ergebnisse der Gewinn- und Verlustrechnung auch eine Investitionsrechnung, bei welcher alle für den Geschäftsbetrieb notwendigen Investitionen aufgeführt und diese in einem

zweiten Schritt in einer Kapitalflussrechnung berücksichtigt werden. Dies wird in einer Tabelle auf Seite 13 der Stellungnahme (Bl. 560 d.A.) anhand einer Tabelle dargestellt, auf die hier Bezug genommen wird

Die Übersichtstabelle zeigt, dass die Investitionen sowohl hinsichtlich ihrer absoluten Höhe als auch in Bezug auf ihre Relation zu den Umsatzerlösen im Vergleich zur Vergangenheit jedenfalls nicht als überhöht einzuschätzen sind. Es wird eher deutlich, dass die Annahme einer zurückgehenden Investitionsquote werterhöhend wirkt.

In einer weiteren Tabelle auf Seite 14 der Stellungnahme (Bl. 561 d.A.) wird eine Darstellung des Zinsergebnisses gegeben, welches plausibel ist.

#### **Drohverlustrückstellung**

Soweit die Antragsteller bemängeln, dass ihnen die Höhe der Drohverlustrückstellungen nicht bekannt und erläutert worden sei, ist dem entgegen zu halten, dass im Übertragungsbericht auf Seite 23 dargelegt wird, dass der Anstieg der Rückstellungen im Jahr 2001 im Wesentlichen auf die Bildung von weiteren Drohverlustrückstellungen in Höhe von EUR 78 Mio. zurückzuführen ist. Drohverlustrückstellungen sind laut § 249 Abs. 1 Satz 1 HGB dann zu bilden, wenn eine gewisse Wahrscheinlichkeit für den Eintritt eines Verlustes aus schwebenden Geschäften besteht.

Um zukünftig erwartete Verluste bilanziell zu berücksichtigen, wurden nach der Stellungnahme des sachverständigen Prüfers im Konzernabschluss 2001 weitere Drohverlustrückstellungen für im Jahr 2000 begonnene Entwicklungs- und Produktionslieferaufträge gebildet. Da erwartet wurde, dass der Forschungsauftrag zur Herstellung von Prototypen seitens eines Auftraggebers gekündigt werden würde, betragen die erwarteten Verluste insgesamt 100,2 Mio. EUR, wovon 22 Mio. EUR bei bereits aktivierten Vorräten abgeschrieben wurden. Die Bildung der Rückstellung orientierte sich dabei an konzernerheitlichen Bewertungsregelungen und handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften.

Da sich die insgesamt bis zum Jahr 2001 aufgelaufene Rückstellung in den Folgejahren teilweise als überhöht (in Höhe von € 89 Mio.) erwiesen hat, wurde die Auflösung in der Planung berücksichtigt. Im Detailplanungszeitraum führt die erfolgswirksame Auflösung dieser Rückstellung zu einem erhöhten EBIT und folglich auch zu einem höheren entziehbaren Überschuss.

Die Kammer hat keine Veranlassung, diesen Angriffen der Antragsteller weiter nachzugehen, insbesondere mittels einer Neubegutachtung durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen. Der sachverständige Prüfer hat in seiner Stellungnahme nachvollziehbar und überzeugend zu diesen Angriffen Stellung genommen. Die Antragsteller selbst haben zu dieser Stellungnahme keinerlei Stellung genommen oder die Anhörung des sachverständigen Prüfers im Kammertermin begehrt, die dann auch nicht erfolgt ist. Die Kammer von sich aus hatte angesichts dieser Stellungnahme keine Veranlassung den sachverständigen Prüfer zu weiteren Erläuterungen zu laden.

Entgegen der Annahmen der Antragsgegnerin im Bericht legt die Kammer bei der Kapitalisierung der Ausschüttungen auf den Stichtag 19.11.2002 einen Basiszinssatz von 5,4 % einheitlich im Rahmen der Vereinfachung für die gesamte Planungsrechnung zugrunde. Die Kammer hält die Festlegung des Basiszinses (auch für Altfälle) die entsprechend der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer – AKU – (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9 ff) anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zum Stichtag 12.5.2004 vorzunehmen ist, für sach- und interessengerecht. Durch das Abstellen auf die (kostenfreien und für jedermann zugänglichen) hypothetischen Zerobond-Zinssätze der Deutschen Bundesbank wird einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen (vgl. auch Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, Finanzbetrieb 2005, 647 m. w. Nachw.). Es wird vereinfachend Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit langen Restlaufzeiten genommen. Zur Orientierung wird die aktuelle – auf den Stichtag bezogen – Zinsstrukturkurve herangezogen. Dabei erfordert die Nutzung der aktuellen Zinsstrukturkurve die Ermittlung von Zerobond-Zinssätzen. Zerobond-Zinssätze (quasi-)sicherer Emittenten sind die laufzeitadäquaten Zinssätze ohne Ausfall- und Zinsänderungsrisiko zur Diskontierung risikoloser Zahlungsüberschüsse. Als Datenbasis zur Ermittlung der fristadäquaten Zerobond-Zinssätze ist aus Objektivierungsgründen Rückgriff auf die veröffentlichte Zinsstruktur der Deutschen Bundesbank zu nehmen. Diese Zinsstruktur wird seit 1997 von der Deutschen Bundesbank mit Hilfe der sog. Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt (vgl. Deutsche Bundesbank Monatsbericht Oktober 1997, S. 61-66). Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung von Zerobond-Zinssätzen auf Basis

beobachtbarer Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit (Rest-)Laufzeiten von mindestens drei Monaten.

Dieses Schätzverfahren ermöglicht theoretisch die Ermittlung eines Zerobond-Zinssatzes für jeden endlichen Zeitraum. Die dafür notwendigen Parameter werden von der Bundesbank börsentäglich veröffentlicht und können über die Zeitreihen-Datenbank im Internet kostenfrei für historische Zeiträume bezogen und ausgewertet werden (Zeitreihen: wt3201; wt3202; wt3203; wt3204; wt3205 und wt3206).

Der Zerobond-Zinssatz errechnet sich dabei nach folgender Formel (vgl. Deutsche Bundesbank Monatsbericht Oktober 1997, S. 64):

$$z(T, \beta, \tau) = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1 - \exp(-T / \tau_1)}{(T / \tau_1)} \right) \\ + \beta_2 \left( \frac{1 - \exp(-T / \tau_1)}{(T / \tau_1)} - \exp(-T / \tau_1) \right) \\ + \beta_3 \left( \frac{1 - \exp(-T / \tau_2)}{(T / \tau_2)} - \exp(-T / \tau_2) \right)$$

Die bei Anwendung der obigen Formel resultierenden stetigen Zinssätze sind noch mit  $z_d = \exp(z_s(T, \beta, \tau)) - 1$  in einen jährlichen Zinssatz umzurechnen.

Für die Unternehmensbewertung können so zu jedem beliebigen Bewertungsstichtag Zerobond-Zinssätze aus der aktuellen Zinsstrukturkurve iterativ geschätzt und angewendet werden. Mit der Empfehlung des AKU hält die Kammer, um eine Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie Schätzfehlern insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu erreichen, es für sachgerecht eine Durchschnittsbildung aus historischen Zerobond-Zinssätzen der letzten drei Monate vor dem Bewertungsstichtag periodenspezifisch vorzunehmen, wobei dies jedoch entgegen der Empfehlung der AKU jeweils im Einzelfall auf einen bestimmten Stichtag vorzunehmen ist und sich die generalisierende Annahme eines Basiszinssatzes für einen bestimmten Zeitraum verbietet.

Der konkret anzusetzende Zinssatz errechnet sich dann, indem man den Barwert einer konstant wachsenden Zahlungsüberschussreihe mit den periodenspezifischen Zerobond-Zinssätzen und den Barwert derselben Überschussreihe mit einem (gesuchten) konstanten Basiszins gleichsetzt und iterativ den gesuchten konstanten Basiszins ermittelt. Dabei muss der Wert einer konstant wachsende Zahlungsüberschussreihe dem Wert der nachhaltigen Wachstumsrate, vorliegend 1 % - zu dessen Angemessenheit unten - entsprechen.

Für die Ermittlung eines barwertäquivalenten konstanten Basiszinses bedeutet dies, dass zunächst die periodischen Zerobond-Zinssätze auf Basis der Bundesbank-Parameter der letzten drei Monate vor dem jeweiligen Bewertungsstichtag zu ermitteln sind, anschließend ist, unter Anwendung einer zur tatsächlichen Zahlungsüberschussentwicklung des Bewertungsobjektes adäquate Wachstumsannahme, der barwertäquivalente konstante Basiszins iterativ zu errechnen.

Hierbei wird die gebotene marktzinsorientierte Ableitung des Basiszinssatzes auf den Stichtag vorgenommen und nicht wie bislang ein vergangenheitsorientierter Ansatz, der für zukünftige Betrachtungen – insbesondere bei der Ermittlung der Abfindung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären - wenig geeignet ist. Die marktzinsorientierte Ableitung auf Basis einer Zinsstrukturkurve mit transparenten Marktdaten und Zukunftsorientierung – bezogen auf den Stichtag – entspricht dem gesetzlichen Grundsatz mehr, wonach die Minderheitsaktionäre bezogen auf den Tag der Hauptversammlung die dem Wert ihrer Beteiligung entsprechende Abfindung erhalten sollen, die dem zukunftsorientierten Verbleiben als Anteilseigner der Gesellschaft entsprechen würde.

Allerdings kommt die vom Arbeitskreis vorgeschlagene Rundung auf 0,25 Prozentpunkte – deren Notwendigkeit in diesem Umfang zudem nicht ersichtlich ist (vgl. Kniest in Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9, 12) und aus Vereinfachungsgründen nur auf eine Stelle hinter dem Komma sachgerecht erscheint - aus verfassungsrechtlichen Gründen nur zugunsten der Minderheitsaktionäre in Betracht, d.h. es kommt nur eine Abrundung auf die nächste Stelle hinter dem Komma in Frage. Bei einer Aufrundung würde im Ergebnis der Wert der gesellschaftsrechtlichen Beteiligung des Minderheitsaktionärs zu seinen Lasten abgeändert, wodurch der verfassungsrechtlich geforderte volle Ausgleich bei einem Ausschluss von Minderheitsaktionären nicht mehr gegeben wäre (so schon Kammerchluss vom 2.5.2006 3-05 O 153/06).

Diese (Ab)Rundung führt zu dem Basiszinssatz von 5,4 %.

Der sich hieraus ergebende 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. Ein höherer Steuersatz als 35 % ist jedoch nicht angebracht. Insoweit ist daher von einem Zinssatz von 3,44 % zunächst auszugehen

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.

Die Höhe des Risikozuschlags soll sich nach dem nunmehr zumeist angewendeten CAPM-Modell (vgl. IDW S1 2005 Tz. 100 und Anhang; Großfeld, a.a.O. S. 134; 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. Dabei soll ein Zeitraum von mehr als 10 Jahren zugrunde gelegt werden (vgl. 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 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 (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung a.a.O. S. 136). Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen, dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (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.

Die Antragsgegnerin hat diesen Risikozuschlag hier in dieser Weise hier mit ca. 6 % ermittelt.

Es kann hier dahingestellt bleiben, ob dieses 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. Bei der Feststellung der Marktrisikoprämie hängt das Ergebnis ab vom subjektiv gewählten Marktindex und vom Beobachtungszeitraum, wobei – soweit für die Kammer ersichtlich – in die Ableitungen noch nicht die Änderung der Besteuerung von Dividenden durch das Halbeinkünfteverfahren systemgerecht eingeflossen ist, da dies erst seit 2001 greift, mithin noch nicht seinen Niederschlag in den Studien hinreichend gefunden haben kann. Durch die steuerliche Begünstigung von Dividenden aus Aktien gegenüber der vollen Besteuerung der Zinserträge aus festverzinslichen Anlagen wächst grundsätzlich jedoch seitdem die Ertragschance des Anlegers bei Anlagen in Aktien gegenüber der Anlage in festverzinsliche Anlagen, da bei theoretisch gleich hohen künftigen Erträgen aus beiden Anlagenformen der tatsächliche Erlös aus der Aktienanlage und die Hälfte des persönlichen Steuersatzes höher ausfällt als der Ertrag aus einer festverzinslichen Anlage. Dem dargestellten höheren Risiko einer Investition in Aktien steht daher allein schon durch die steuerliche Begünstigung eine höhere Ertragschance gegenüber. Daher führt das in der Neufassung des IDW S1 Tz. 100 wegen der unterschiedlichen einkommensteuerlichen Behandlung von Dividenden und Erträgen aus festverzinslichen Anlagen vorgeschlagene sog. TAX-CAPM zu einer rechnerischen Erhöhung der Marktrisikoprämie von durchschnittlich 1 %, wie sich dies aus dem Anhang zu IDW S1 ergibt.

Jedenfalls beim Ausschluss von Minderheitsaktionären ist nach Ansicht der Kammer ein Risikozuschlag jedoch nicht nach einem CAPM-Modell zu ermitteln. Abgesehen von den vorstehend dargelegten Gründen, könnte es schon bedenklich sein, dass der Hauptaktionär, der von der ihm gesetzlich eingeräumten Möglichkeit Gebrauch macht, die Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft gegen Barabfindung auszuschließen, sein künftiges Unternehmerrisiko zum Teil auf die Abfindung der Ausscheidenden abwälzen können soll (vgl. hierzu schon Geßler, GEBARA-Schriften, Bd. 1, 1977, S. 121, 134 f).

Gegen die Verwendung der CAPM-Modelle insbesondere beim zwangsweisen Ausschluss der Minderheitsaktionäre spricht zunächst neben den grundsätzlichen Bedenken der Anwendung dieses Modells bei der Unternehmensbewertung (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, 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) dass einem sog. Squeeze-out in der Regel ein Delisting – wie vorliegend auch geschehen - an der Börse folgt. Das in dem CAPM-Modell durch die Marktrisikoprämie erfasste höheres Risiko der Anlage in Aktien beruht aber aufgrund einer höheren Rendite aufgrund von Dividenden und Kursgewinnen (vgl. Drukarzyk, 3. Aufl. *Unternehmensbewertung* S. 246 ff). Kursgewinne können jedoch nach einem Delisting nicht mehr erfolgen. Zudem sind der Ermittlung des Betafaktors abweichend von dem individuellen Betafaktor anhand einer sog. peer-group durch die gesetzliche Bestimmung des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG Grenzen gesetzt. Der Gesetzgeber hat hier ausdrücklich für die Bemessung der Abfindung hauptsächlich auf die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung abgestellt. Auf historische Betas oder solchen 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 bestimmter Zeitraum bis zum Hauptversammlungstermin) nicht mit der durch das CAPM-Modell vorgegebenen Prämissen ermitteln. Jedenfalls zum Zeitpunkt der Hauptversammlung der Gesellschaft und in einem nicht unerheblichen Zeitraum zuvor muss der Hauptaktionär aufgrund der Bestimmung des §§ 327a ff AktG bereits mindestens 95 % der Aktienanteile gehalten haben. 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, da auch auf die zukünftige Marktrendite und das künftige Verhältnis der Volatilität abzustellen ist. Die ist aber bei einem Aktienbesitz von 100 % und Delisting nach erfolgtem Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht darstellbar.

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.

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

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 Düsseldorf AG 2004, 324, 329 m. w. Nachw.) und der übernehmende Hauptaktionär das zukünftige Risiko nunmehr alleine trägt, während die Minderheitsaktionäre mit dem Wert ihres Anteils zum Stichtag bei Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens abgefunden werden. 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 (vgl. Großfeld *Unternehmens- und Anteilsbewertung* a.a.O. S. 127).

Der Kammer ist bewusst, dass eine Festlegung hier daher in gewisser Weise pauschal erfolgen muss (vgl. BayObLG NZG 2006, 156; LG Dortmund NZG 2004, 723, 726; Kammerbeschuss vom 2.5.2006 – 3-05 O 153/04) und im Regelfall Risikozuschläge über 2 % der besonderen Begründung bedürfen. Diese besondere Begründung könnte aber gegeben sein, wenn aufgrund der geplanten Dividendenrendite der angesetzte Risikozuschlag hier von 6 % gerechtfertigt erscheint. Da die Unternehmensbewertung in die Zukunft gerichtet ist und man sich mit künftigen Cash-flows, Gewinnen oder Ausschüttungen beschäftigt, sollte auch der Risikozuschlag im Kalkulationszinsfuß die Zukunft widerspiegeln

Zur Prüfung, ob dieser Umstand gegeben ist, erscheint es der Kammer angebracht, hier auf das dividend discount model in einer modifizierten Form zurück zu greifen. Beim dividend discount model wird der Risikozuschlag durch die Überrendite durch Dividendenzahlung eines breit diversifizierten Aktienportfolios gegenüber der zu erlangenden Verzinsung der Alternativanlage eines festverzinslichen Wertpapiers mit der Formel (Gordon Modell)

$$r_{EK} = (D_{t+1} / V_t) + g$$

ermittelt, wobei  $r_{EK}$  die Dividendenrendite,  $V_t$  der Wert der Aktie in  $t$ ,  $D_{t+1}$  die Dividende, die in  $t+1$  ausgeschüttet wird und  $g$  die Wachstumsrate der Dividende darstellt. Um den Risikozuschlag zu erhalten wird anschließend der risikolose Zins einer Anlage in sicheren Wertpapieren subtrahiert.

Da der Hauptaktionär durch seine Entscheidung die Minderheitsaktionäre auszuschließen, eine Investition in diese konkrete Aktienanlage vornimmt, erscheint es bei der Bestimmung des Risikozuschlags beim Ausschluss von Minderheitsaktionären angebracht im Gegensatz zum allgemeinen dividend discount model keine durchschnittliche Dividendenrendite ins Verhältnis zu einem festverzinslichen Wertpapier anzunehmen, sondern auf die Differenz der konkreten Dividendenprognose, wie sie sich aus der Planung ergibt, gegenüber der im Rahmen der Basiszinsermittlung ermittelten Zinsen für Anlagen in sicheren Bundeswertpapieren mit unendlicher Laufzeit abzustellen. Dabei ist auf den Aktienkurs des Zeitpunktes abzustellen, in dem der Hauptaktionär seinen Entschluss die Minderheitsaktionäre auszuschließen bekannt macht, da nur dieser Kurs Grundlage seiner EntschlieÙung sein kann und nicht der Kurs wie er sich dann bis zur Hauptversammlung entwickelt hat. Dieser Wert pro Aktie (hier angenommen mit EUR 11,77) ist dann ins Verhältnis zu der beabsichtigten Dividende nach der Planungsrechnung zu setzen, wobei aus Vereinfachungsgründen nur auf die beabsichtigte Dividende der letzten Phase, d.h. der

ewigen Rente (hier EUR 1,23 je Stückaktie) abgestellt wird. Dabei wird hier bei der zu erwarteten Dividende eine pauschalisierte Ertragsteuerbelastung von 17,5 % angesetzt. Unberücksichtigt muss im Rahmen der pauschalisierten Betrachtungsweise bleiben, dass es sich bei der Antragsgegnerin um eine Kapitalgesellschaft handelt, die zudem noch ihren Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat hat, bei der die Besteuerung von Dividendeneinkünfte sich zunächst nach § 8b KStG bzw. nach dem entsprechenden Doppelbesteuerungsabkommen richtet. Ebenso wie bei der steuerlichen Belastung der Minderheitsaktionäre kann hier nicht auf konkrete einzelne steuerliche Belastungen Rücksicht genommen werden, sondern es ist im Rahmen der pauschalierten Betrachtungsweise auch hier der durchschnittliche Steuersatz für unbeschränkt steuerpflichtige Steuerinländer (so auch IDW S1 neu Tz. 53) anzusetzen.

Zu berücksichtigen ist weiter die beabsichtigte Wachstumsrate der Dividende, welche mit dem gleichen Wert ansetzen ist, der in der Planungsrechnung als sog. Wachstumsabschlag angesetzt wird. Hiervon ist dann der Zins einer sicheren Anlage entsprechend dem Basiszinssatz, abzuziehen, wobei hier beachten ist, dass sich dieser Abzugsbetrag um die durchschnittliche steuerliche Belastung von 35 % - die auf Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren zu entrichten sind – reduziert.

Durch diese Berücksichtigung von pauschalisierten Steuersätzen der Dividendeneinkünfte und der Zinseinkünfte aus festverzinslichen Anlagen wird der unterschiedlichen Besteuerung von Dividendeneinkünften nach dem Halbeinkünfteverfahren ausreichend Rechnung getragen.

Dies führt dazu, dass der in der Berechnung der Antragstellerin angesetzte Risikozuschlag von ca. 6 % jedenfalls nicht zu beanstanden ist.

Der Wachstumsabschlag für den Zeitraum ab 2007 wird im Übertragungsbericht vertretbar mit 1 % angesetzt.

Der Wachstumsabschlag berücksichtigt den Umstand, dass bei der ewigen Rente Ertragsüberschüsse eingesetzt werden, ohne weitere Steigerungsraten in der Zukunft zu beachten. Dies ist aber eine verkürzte Sichtweise. Denn es darf angenommen werden, dass die Überschüsse eines Unternehmens auch in der Zukunft nominal steigen. Deshalb ist es gerechtfertigt, einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz nach Steuern bei der ewigen Rente vorzunehmen, wenn die Gewinne des zu bewertenden Unternehmens in der Zukunft voraussichtlich nominal wachsen werden (Großfeld Unternehmens- und Anteilsbewertung

S. 144). Ein Anhaltspunkt für die Höhe des Wachstumsabschlags liefern die Inflationsraten in der Vergangenheit. Allerdings führen nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Entwicklung neuer Produkte, Eintritt von Wettbewerbern, Kosteneinsparungen) zu Änderungen der nominalen Überschüsse. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit im Durchschnitt nicht gelungen ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzpreise umzulegen, so dass die nominalen Steigerungen der Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich unter der Inflationsrate liegen. Nach den Erhebungen der Deutschen Bundesbank (Deutsche Bundesbank, Sonderveröffentlichung 1999, S. 18-20; Monatsbericht März 2000, S. 34, Monatsbericht April 2002, S. 38; Monatsbericht April 2003, S. 54, Monatsbericht Oktober 2005 S. 38) wuchsen im Zeitraum 1971 bis Ende 2003 die Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich jährlich ca. 1,4 % p. a., bei einer durchschnittlichen Inflationsrate im Mittel von 3,1 % p. a. (Statistisches Bundesamt: Preise. Verbraucherindex und Einzelhandelspreise, Lange Reihe ab 1983-2002, 3 f.; vgl. auch Widmann/Schieszl/Jeromin FinanzBetrieb 2003, 800). Unter Berücksichtigung der zum Stichtag zu erwartenden Inflationsraten von bis zu 2 % erscheint deshalb der Wachstumsabschlag von 1 % noch vertretbar, zumal die geplanten thesaurierten Beträge bei der Berechnung unmittelbar gutgebracht werden. Legt man nämlich zugrunde, dass das vorstehende dargelegte statistisch ermittelte Gewinnwachstum bei teilweise thesaurierten Gewinnen erzielt wurde, wobei im Allgemeinen Thesaurierungsquoten von durchschnittlich 30 – 60 % (vgl. Widmann/Schieszl/Jeromin a.a.O.) anzusetzen sind, wird deutlich, dass die Gewinnsteigerungen nicht unerheblich durch die Verzinsung thesaurierter Gewinne erzielt wurden.

Unter Berücksichtigung dieser Parameter und der vorzunehmen Abzinsung auf den Stichtag ergibt sich daher folgende Berechnung:

2002	2003	2004	2005	2006	2007 ff
23,80	24,00	51,70	70,50	71,70	63,10
1,03886038	1,11583993	1,19852367	1,28733427	1,38272574	11,28251506
0,96259326	0,89618589	0,834359826	0,77679902	0,72320922	0,08863272
22,9097197	21,5084613	43,13640298	54,7643308	51,8541007	711,9267004

= Ertragswert zum 19.11.2002 in Mio EUR 906.

Bei den Werteffekten der Anteile Dritter und der nicht konsolidierten Beteiligung waren, entsprechend den unwidersprochen gebliebenen Berechnungen der Antragsgegnerin (Anlage AG 3 ; Bl. 145 d. A.) diese entsprechend ihrem Verhältnis zum obigen Gesamtwert anzupassen, was hier einen Abzugswert von Mio. EUR 213,4 ergibt. Zuzüglich des steuerlichen Verlustvortrags von Mio. EUR 35,6 ergibt dies einen geschätzten Unternehmenswert zum Stichtag von Mio. EUR 728.

Bezogen auf die Anzahl der Aktien von 51050860 ergibt dies den Wert von EUR 14,26 pro Aktie.

Die Zinsentscheidung beruht auf § 327b Abs. 2 AktG.

Die von einigen Antragstellern gegen die Zinsregelung (§ 327 b Abs. 2 AktG) vorgebrachten verfassungsrechtlichen Bedenken sind nicht stichhaltig. Der Anspruch auf Zahlung der Barabfindung selbst wird frühestens mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister fällig, weil erst zu diesem Zeitpunkt alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär übergehen (§ 327e Abs. 3 AktG). Bis zu diesem Zeitpunkt stehen dem Minderheitsaktionär die Rechte als Anteilsinhaber, also insbesondere der Anspruch auf Zahlung einer Dividende, voll zu. Verzögert sich die Eintragung, weil der Vorstand die Anmeldung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses rechtswidrig verschleppt, ist zu berücksichtigen, dass nach § 327 b Abs. 2 letzter Halbsatz AktG die Geltendmachung eines weiteren Schadens durch den Minderheitsaktionär nicht ausgeschlossen ist. Beruht die Verzögerung der Eintragung auf der gerichtlichen Anfechtung des Übertragungsbeschlusses ist zu unterscheiden: Erweist sich die Klage als begründet, stellt sich das Problem der Verzinsung der Barabfindung ohnehin nicht. Erweist sich die Klage letztlich als unbegründet oder wird wie hier zurückgenommen, geht die Verzögerung der Eintragung auf die Veranlassung durch Minderheitsaktionäre zurück und es ist nicht unbillig, dass ihnen für die Verzögerung keine zinsmäßige Kompensation zufließt.

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

vorgenommene Erhöhung 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 der vergleichsweise angebotene Betrag bei Verzicht auf ein Spruchverfahren bzw. der Beteiligung an dessen Ergebnis noch über den von der Kammer als angemessen festgesetzten Betrag liegt, 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). Nach der Angabe der Antragsgegnerin waren von dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre 255.634 Stückaktien betroffen. Wie viele davon von dem Angebot des Vergleichs auf Zuzahlung von EUR 4,50 bei Verzicht auf ein Spruchverfahren Gebrauch gemacht haben, hat die Antragsgegnerin nicht mitgeteilt. Es sind daher alle 255.634 Stückaktien der Berechnung des Geschäftswertes zugrunde zu legen, wodurch sich der festgesetzte Mindestgeschäftswert von EUR 200.000,-- ergibt ( $255.634 \times 0,76 = 194.281$ ) ergibt.

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind.