



Landgericht München I

Lenbachplatz 7 80316 München

Az: 5HK O 20089/97

Verkündet am
14.10.2004

Urkundsbeamter der
Geschäftsstelle

Beschluss

In dem Rechtsstreit



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen, nach mündlicher Verhandlung vom 29.7.2004 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht

Handelsrichter und Handelsrichter am 14.10.2004 folgenden

Beschluss:

I. Die Barabfindung gemäß § 4 des zwischen den Antragsgegnerinnen abgeschlossenen Beherrschungsvertrages vom 29. August 1997 wird auf EUR 188,67 je Aktie im Nennbetrag von DM 50,-- festgesetzt.

Dieser Betrag ist ab dem 31.10.1997 mit 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Diskontsatz bzw. Basiszinssatz zu verzinsen.

II. Der Ausgleich gemäß § 3 des zwischen den Antragsgegnerinnen abgeschlossenen Beherrschungsvertrages vom 29. August 1997 wird auf EUR 17,32 brutto je Aktie im Nennwert von 50 % abzüglich der auf inländische Erträge (41 %) entfallenden Körperschaftsteuerbelastung in Höhe des jeweils geltenden Tarifs.

III. Die Antragsgegnerinnen tragen gesamtschuldnerisch die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.



- IV. Der Gegenstandswert für das Verfahren in erster Instanz wird auf EUR 77.710.770 festgesetzt.
- V. Die Vergütung der Vertreter der außenstehenden Aktionäre für die Abfindung und den Ausgleich wird auf jeweils EUR 69.600,-- einschließlich gesetzlicher Mehrwertsteuer festgesetzt.
- VI. Der Vorstand der Antragsgegnerin zu 1) hat nach Rechtskraft die Ziffern 1 und 2 dieses Beschlusses in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen.

Gründe:

- I.
1. Die außerordentliche Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) stimmte am 17.10.1997 einem Beherrschungsvertrag zwischen der Antragsgegnerin zu 1) und der Antragsgegnerin zu 2) vom 29.8.1997 zu. In § 4 des Beherrschungsvertrages war eine Barabfindung von DM 281,-- je Aktie im Nennbetrag von DM 50,-- und in § 3 des Beherrschungsvertrages ein Ausgleich von DM 17,-- je Aktie im Nennbetrag von DM 50,-- vorgesehen. Grundlage dieser Regelung waren Gutachten der
- zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Antragsgegnerin zu 1).
- Der gerichtlich bestellte Vertragsprüfer –



bestätigte den ermittelten Unternehmenswert und die im Vertrag festgesetzten Beträge für die Barabfindung und den Ausgleich als angemessen.

Das Grundkapital der Antragsgegnerin zu 1) betrug am 17.10.1997 DM 354.600.000,-- und war eingeteilt in 7.092.018 Inhaberstammaktien zum Nennwert von je DM 50,--. Die Antragsgegnerin zu 2) hielt ca. 75,65 % der Aktien der Antragsgegnerin zu 1). Der Beherrschungsvertrag wurde am 30.10.1997 in das Handelsregister eingetragen.

Der Gegenstand des Unternehmens der Antragsgegnerin zu 1) besteht in Beschaffung, Veredelung, Verarbeitung, Vertrieb, Handel, Transport und Vermittlung von folgenden Erzeugnissen, deren Vor-, Zwischen-, Neben- und Abfallprodukten sowie von ähnlichen Waren: Holz, Zellstoff, Papier, Pappe, Verpackungsmittel, Werbemittel, Druckerzeugnisse, Kunststoffe, Fasern, Vliesstoffe, Pharmazeutika, Erzeugnisse der Chemie, Watte, Reinigungsmittel, Erzeugnisse der Gesundheits- und Körperpflege, Nahrungsmittel sowie von zugehörigen Geräten, Maschinen und Produktionsmitteln; ferner kann die Gesellschaft Dienstleistungen erbringen und vermitteln, die mit dem Gegenstand des Unternehmens zusammenhängen. Das Unternehmen gliederte sich im wesentlichen in drei Kerngeschäftsfelder:

- Hygieneprodukte
- grafische Papiere
- Verpackungen

Die Feinpapier- Aktivitäten (= grafische Papiere) wurde zum 1.10.1999 in ein 50:50 Joint Venture mit der Mo och Domsjö AB, Stockholm (im folgenden: Mo



Do), eingebracht. Dieses Gemeinschaftsunternehmen wurde im Jahr 2000 an Metsä-Serla Corporation (im Folgenden: Metsä-Serla) zu einem anteiligen Gesamtkaufpreis von DM 1,6 Mrd. verkauft.

2. Die Antragsteller sind jeweils Aktionäre der Antragsgegnerin zu 1). Sie halten sowohl die festgesetzte Barabfindung als auch den Ausgleich für zu niedrig und haben deshalb die Festsetzung einer angemessenen Barabfindung und eines angemessenen Ausgleichs beantragt. Aufgrund Verfügung vom 2.12.1997 veröffentlichte der Bundesanzeiger am 13.12.1997 die Anhängigkeit des Spruchstellenverfahrens gegen die Antragsgegnerinnen wegen Ausgleichs und Abfindung. Mit Beschluss vom 5.3.1998 bestellte das Gericht zu Vertretern der außenstehenden Aktionäre für den Ausgleich und für die Abfindung.

Die einzelnen Anträge sind bei Gericht eingegangen wie folgt:

- Antragsteller zu 1: 3.11.1997
- Antragsteller zu 2: 22.1.1998
- Antragstellerin zu 3: 22.1.1998
- Antragstellerin zu 4: 28.1.1998
- Antragsteller zu 5: 28.1.1998
- Antragsteller zu 6: 3.2.1998
- Antragstellerin zu 7: 4.2.1998
- Antragstellerin zu 8: 8.2.1998
- Antragsteller zu 9: 9.2.1998
- Antragsteller zu 10: 9.2.1998
- Antragstellerin zu 11: 13.2.1998
- Antragstellerin zu 12: 27.11.1997



- Antragstellerin zu 13: 1.12.1997
- Antragsteller zu 14: 9.12.1997
- Antragstellerin zu 15: 17.12.1997
- Antragstellerin zu 16: 23.12.1997
- Antragsteller zu 17: 23.12.1997
- Antragstellerin zu 18: 23.12.1997
- Antragstellerin zu 19: 24.12.1997
- Antragsteller zu 20: 5.1.1998
- Antragsteller zu 21: 7.1.1998
- Antragsteller zu 22: 2.1.1998
- Antragsteller zu 23: 29.1.1998
- Antragsteller zu 24: 30.1.1998
- Antragsteller zu 25: 7.1.1998

Die Einwendungen der Antragsteller beziehen sich in erster Linie auf die Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes, auf die Unternehmensplanung sowie auf den Umstand der Nichtberücksichtigung des Verkaufs des Geschäftsanteils „grafische Papiere“. Hiergegen richten sich auch die wesentlichen Einwendungen der gemeinsamen Vertreter für den Ausgleich und die Abfindung.

3. Die Antragsgegnerinnen erachten dagegen die Einwendungen der Antragsteller sowie der gemeinsamen Vertreter gegen die im Beherrschungsvertrag enthaltenen Festsetzungen der Barabfindung und des Ausgleichs für nicht durchgreifend.
4. Das Gericht hat Beweis erhoben gemäß Beschluss vom 18.6.1998 (Bl. 137/141 d.A.) durch Einholung eines Gutachtens des Sachverständigen
zum Unternehmenswert. Mit Verfügungen vom 17.5.2001 (Bl. 465



d.A.), ergänzt durch Schreiben vom 25.5.2001 (Bl. 469 d.A.), mit Verfügung vom 15.5.2003 (Bl. 742 d.A.) sowie mit Beschluss vom 28.1.2004 (Bl. 857/882 d.A.) wurde der Sachverständige gebeten, sein Gutachten zu ergänzen. Der Sachverständige erläuterte in den Terminen vom 17.5.2001, 20.2.2003 und 29.7.2004 seine Gutachten mündlich. Hinsichtlich des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 17.5.2001 (Bl. 461/465 d.A.), vom 20.2.2003 (Bl. 701/704 d.A.) und vom 29.7.2004 (Bl. 930/938 d.A.) sowie die Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen vom 29.1.2001 (Bl. 248/320 d.A.), dessen Ergänzungsgutachten vom 4.2.2003 (Bl. 670 ff. d.A.), vom 18.9.2003 (Bl. 747, 786 d.A.) und vom 28.4.2004 (Bl. 870 f. d.A.) sowie seine schriftlichen Stellungnahmen vom 10.5.2001 (Bl. 431/446 d.A.) und vom 27.7.2004 (908/928 d.A.).

Ferner hat das Gericht Beweis erhoben gemäß Verfügung vom 23.10.2002 (Bl. 526 d.A.) durch uneidliche Vernehmung der Zeugin und sowie gemäß Schreiben vom 5.2.2002 (Bl. 559 d.A.) durch ergänzende schriftliche Befragung des Zeugen. Hinsichtlich des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 24.1.2002 (Bl. 538/548 d.A.) sowie das Schreiben des Zeugen vom 14.2.2002 (Bl. 575 d.A.).

Mit Verfügung vom 19.3.2002 (Bl. 576 d.A.) wurde die Antragsgegnerin aufgefordert, schriftliche Stellungnahmen der Herren und zu den Feststellungen im Schreiben vom 14.2.2002 vorzulegen. Die Antragsgegnerin zu 1) legte eine am 24.4.2002 bei Gericht eingegangene Stellungnahme der und vom 23.4.2002 (Bl. 589/593



d.A.) sowie eine von _____ unterzeichnete weitere Stellungnahme vom 15.5.2002 (Bl. 597 d.A.) vor. Auf den Inhalt der Stellungnahmen wird Bezug genommen.

II.

Die Anträge sind zulässig, insbesondere sind sie bei dem nach § 306 Abs. 1 AktG a. F. zuständigen Gericht eingereicht worden, weil die Antragsgegnerin zu 1) ihren Sitz in München hat. Die Antragsteller haben ihre Anträge durchweg innerhalb der Fristen des § 306 Abs. 1 AktG a. F. gestellt, was auch für Antragsteller gilt, die Folgeanträge im Sinne des § 306 Abs. 3 Satz 2 AktG a. F. gestellt haben.

III.

1. Die gemäß § 305 Abs. 1 AktG geschuldete Barabfindung war auf EUR 188,67 festzusetzen, was auf einem Unternehmenswert der Antragsgegnerin von DM 2,616 Mrd. beruht. Dieser setzt sich aus einem Ertragswert von DM 2,371 Mrd., nicht betriebsnotwendigem Vermögen von DM 190 Mio. und steuerlichen Sonderwerten von DM 55 Mio. zusammen. Dabei war von Werten vor persönlichen Steuern auszugehen. Die persönlichen Steuern waren bei der Ermittlung des Unternehmenswertes nicht zu berücksichtigen. Ein durchschnittlicher Steuersatz für die außenstehenden Aktionäre der Antragsgegnerin zu 1) lässt sich nicht ermitteln. Der vielfach herangezogene typisierte Steuersatz von 35 % ist empirisch kaum untermauert und berücksichtigt auch nicht den Umstand, dass Aktien in zunehmenden Masse von institutionellen Anlegern (Fonds) gehalten



werden, die beispielsweise wegen ihres Auslandssitzes der inländischen Steuer überhaupt nicht unterliegen.

- a. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts hat sich insbesondere auch in der Rechtsprechung die sog. Ertragswertmethode durchgesetzt. Dabei wird der Unternehmenswert nach den erwarteten Gewinnen in der Zukunft aus der Sicht eines Unternehmenskäufers ermittelt. Die zu erwartenden Gewinne können naturgemäß nur aus einer ex ante-Betrachtung des maßgeblichen Stichtages – hier der 17.10.1997 als Tag der Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) mit der Beschlussfassung über die Zustimmung zum Beherrschungsvertrag – geschätzt werden. Grundlage der Schätzung sind dabei die früheren Erträge der Gesellschaft in den vergangenen drei bis fünf Jahren, die in die Zukunft fortgeschrieben werden. Bei der Prognose dürfen nur solche positiven und negativen Entwicklungen berücksichtigt werden, die im fraglichen Zeitpunkt bereits in ihrem Kern angelegt und absehbar sind, sog. Wurzeltheorie (vgl. OLG Stuttgart DB 2003, 2429).

Die Kammer folgt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts den überzeugenden Ausführungen des Sachverständigen zur Ermittlung des Ertragswerts der Antragsgegnerin zu 1).

- (1) Im Vergleich zu der ursprünglichen Bewertung musste insbesondere die Planung der Antragsgegnerin zu 1) korrigiert werden. Im Vergleich zur Bewertung der Antragsgegnerin zu 1) im Unternehmensbereich „Hygienepapiere“ war eine Korrektur der Absatzpreise im Verhältnis zu den Beschaffungsmarktpreisen veranlasst, wo die Antragsgegnerin



von einem beachtlichen Rückgang des Rohertrags ausging. Insoweit kam es zu deutlich niedrigeren Betriebsergebnissen.

- (2) Im Bereich „grafische Papiere“ ist entsprechend den Ausführungen von _____ gleichfalls eine Korrektur vorzunehmen. Zum einen waren die Umsatzerlöse zu erhöhen, weil sich aus den dem Sachverständigen vorgelegten Aufsichtsratsprotokollen ein intern deutlich höheres Betriebsergebnis ergibt, als in die Unternehmensplanung eingeflossen ist. Entsprechend der um 7 % erfolgten Erhöhung der Absatzpreise im Jahre 1997 mussten dann auch die Materialeinsatzmengen im Absatzbereich angepasst werden.
- (3) Im Bereich ECCO Paper Trade kam es zu einer Korrektur der Margenanpassung in der ewigen Rente.
- (4) Mit Blick auf vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen nahm _____ in seinem Ergänzungsgutachten vom 28.4.2004 eine Korrektur der kapitalisierten Erträge vor. Dies war erforderlich, weil in der Planung die Mietaufwendungen für die Anmietung von Verwaltungsräumen für die Hauptverwaltung zu berücksichtigen waren.

Demzufolge ist bei der Ermittlung des Ertragswerts von folgenden Zahlen für die einzelnen Bereichen nach Unternehmenssteuern vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner in Millionen DM auszugehen:



	1997	1998	1999	2000	2001 ff.
Ausschüttung vor persönlichen Steuern	214	171	166	223	226

- b. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes zum Stichtag 17.10.1997 nicht zu berücksichtigen war der Verkauf der Sparte „grafische Papiere“ im Jahre 2000 zu dem Preis von DM 1,6 Mrd. an Metsä-Serla.

Entwicklungen, die sich erst nach dem Stichtag verwirklicht haben – hier also die Bildung eines Joint Venture mit Mo Do und dem anschließenden Verkauf dieser Sparte –, dürfen bei der Bewertung nur dann berücksichtigt werden, wenn sie schon in den am Stichtag herrschenden Verhältnissen angelegt waren (sog. Wurzeltheorie; vgl. BGH WM 1998, 867, 869; 2530, 2532; OLG Stuttgart DB 2003, 2429). Nach der durchgeführten Beweisaufnahme ist die Kammer nicht davon überzeugt, dass es hinreichend konkrete Überlegungen zum Verkauf des Bereichs „grafische Papiere“ bereits zum Stichtag 17.10.1997 gab.

Der Zeuge _____ bekundete, im Zeitpunkt 1995 habe man an einen Verkauf in diesem Bereich nicht gedacht und es habe keine Gespräche über die Zukunft/Ausgliederung des Bereichs nach der Übernahme durch SCA gegeben; bei häufigen Gesprächen in Stockholm sei es um die Verringerung bestehender Verluste und dabei um Rationalisierung und Sanierung gegangen. In den Jahren vor der Übernahme gab es nach den übereinstimmenden Aussagen der Zeugen I _____ und _____



Überlegungen, ein Joint Venture unter anderem mit KNP und Mo Do anzustreben; ein Verkauf im Bereich „grafische Papiere“ stand gerade nach der Aussage des Zeugen nicht an. Das Joint Venture scheiterte zum damaligen Zeitpunkt an der Frage der Mehrheit.

Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Aussagen der vernommenen Zeugen. Sie haben im Kern übereinstimmend ihr Wissen von den Verhandlungen vor der Übernahme durch SCA geschildert. Bei der Würdigung der Aussagen muss auch berücksichtigt werden, dass die Zeugen durchweg nicht mehr in verantwortungsvoller Position bei der Antragsgegnerin zu 1) tätig, sondern ausgeschieden sind, weshalb ein erhebliches Eigeninteresse am Ausgang des Rechtsstreits nicht erkennbar ist.

bekundete, seines Wissens sollten die Gespräche Mo Do nicht mit Nachdruck weitergeführt werden.

Aus der schriftlichen Stellungnahme des Vorstandsmitgliedes der Antragsgegnerin zu 1), vom 23.4.2002 ergibt sich, dass die Gespräche mit KNP über eine Zusammenarbeit bereit im Oktober 1991 ohne Resultat beendet wurden.

Gegen die Berücksichtigung des Verkaufs spricht gerade auch die Aussage des damaligen Aufsichtsratsvorsitzenden ihm sei vom neuen Mehrheitsaktionär nichts von Zerschlagungsplänen mitgeteilt worden – anderenfalls hätte er den Vorsitz des Aufsichtsrates nicht übernommen. Gerade auch seine weitere Aussage, über Gespräche mit Mo Do und KMP nicht informiert worden zu sein, erhellt, dass eine hinreichende Aussicht über ein Ergebnis der Verhandlungen nicht bestand. Da die Verhandlungen



gen über einen Joint-Venture noch vor dem Abschluss des Beherrschungsvertrages abgebrochen wurden, ist die Kausalkette insoweit unterbrochen. Aus diesen Gesprächen kann wegen ihres Scheiterns nicht geschlossen werden, der Verkauf sei zum 17.10.1997 bereits in der Wurzel angelegt gewesen. Dieses Ergebnis wird untermauert durch die Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen, der in seinem Gutachten ausführte, aus den von ihm eingesehenen Aufsichtsratsprotokollen der Muttergesellschaft ergebe sich kein Hinweis auf entsprechende Aktivitäten zum maßgeblichen Stichtag.

Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus Äußerungen im Zusammenhang mit dem Geschäftsbericht des Jahres 1998, in dem von einer konsequenten Verfolgung der strategischen Neuausrichtung – Konzentration auf Hygieneprodukte – die Rede ist. Der Geschäftsbericht 1998 weist auf eine Planung der Trennung vom Geschäftsbereich „grafische Papiere“ hin. Ein zwingender Schluss darauf, dass es hinreichend konkrete Überlegungen zum Verkauf bereits zum 17.10.1997 gab, lässt sich dem jedoch nicht entnehmen. In diesem Zusammenhang kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass sich der gemeinsame Vertragsbericht zu den Auswirkungen des noch engeren Zusammenwirkens von PBA mit den übrigen Unternehmen des SCA-Konzerns zu den PDA-Kerngeschäftsfeldern äußert und hier ausdrücklich auch den Bereich „grafische Papiere“ nennt.

Auch wenn das Spruchstellenverfahren als Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit ausgestaltet ist und es daher keine Beweisführungslast gibt, so trifft die Antragsteller doch die Feststellungslast dergestalt, dass es zu ihrem Nachteil geht, wenn wie hier die Grundlagen für eine höhere Unternehmensbewertung nicht nachgewiesen werden konnten.



- c. Nach der Ertragswertmethode sind diese fiktiv errechneten zukünftigen Erträge auf eine Größe zum Stichtag hin abzuzinsen. Dem liegt die Erwägung zugrunde, den Betrag zu ermitteln, der bei einem realistischen Zins (Kapitalisierungszins) Erträge bringt, die den zu erwartenden Unternehmensgewinnen entsprechen. Dieser Kapitalisierungszins ist vorliegend mit 9 % für die Planungsphase I und mit 9,5 % für die ewige Rente ab den Jahren 2001 ff. festzusetzen gewesen.
- (1) Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist zunächst der Basiszinssatz festzustellen. Mit Hilfe des Basiszinssatzes wird geprüft, welche auf Dauer erzielbare Rendite aus der Sicht des Stichtages mit öffentlichen Anleihen zu erzielen ist. Abzustellen ist dabei auf den Durchschnitt der Zinssätze, die in der Vergangenheit bei einer Anlage in öffentlichen Anleihen zu erzielen waren; nicht entscheidend kann die Basisrendite sein, die ein Aktionär im Oktober 1997 bei einer entsprechenden Anlage hätte erzielen können. Dafür sind folgende Erwägungen maßgeblich. Bei der Festlegung des Basiszinssatzes muss dieser laufzeitäquivalent sein. Beim Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit begrenzter Laufzeit ist auch die dann erforderliche Wiederanlage zu berücksichtigen. Nur so wird die Parallelität zur unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens erreicht, von der bei der Bewertung auszugehen ist (vgl. BayObLG NJW-RR 1996, 1125, 1128; NZG 2001, 1033; OLG Stuttgart DB 2003, 2429).

Der gerichtlich bestellte Sachverständige legte - entsprechend der Dauer der ersten Planungsphase - bis zum Jahre 2000 einen Basiszinssatz von 5 % zugrunde, der den Umlaufrenditen



von öffentlichen Anleihen zum Bewertungsstichtag mit einer Restlaufzeit von 3 bis 4 Jahren Rechnung trägt. Ab 2001 war eine Bemessung mit nominal 6,5 % anzunehmen. Der Sachverständige erläuterte in seinem Gutachten sowie insbesondere seinem ersten Ergänzungsgutachten eingehend, wie er diesen Wert ermittelte.

- (2) Zum Basiszinssatz hinzuzurechnen ist der vorliegend mit 4 % anzusetzende Unternehmensrisikozuschlag. Dieser Zuschlag wird angesetzt, weil die Kapitalanlage in einem Unternehmen mit einem höheren Risiko verbunden ist.

Der Marktrisikozuschlag von 4 % war entsprechend den Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen festzusetzen, wobei der Wert von 4 % im unteren Bereich angesiedelt ist. Dabei hat

– wie er in seiner mündlichen Anhörung am 29.7.2004 erläuterte - insbesondere auch die Stellung der Antragsgegnerin zu 1) als Marktführerin mit den sich daraus ergebenden Vor- und Nachteilen bei der Risikostruktur berücksichtigt.

Der Risikozuschlag lässt sich nach Auffassung der Kammer nicht aus den Großkreditrisikozuschlägen nach Ratingbewertungen ableiten. Zum einen fehlt es bereits an externen Ratings von Ratingagenturen sowie an banküblichen Ratings für die deutschen SCA-Gesellschaften. Es liegt lediglich ein BBR-Baetge Rating für die PWA vor, das der Sachverständige eingeholt hat – dies bezog sich jedoch auf die Jahre 1996 und früher und konnte lediglich die Daten der näheren Zukunft (1997) noch als Zukunftswert berücksichtigen. Dieses Rating erbrachte eine befriedigende bis gute Bestandssicherheit. Die-



ser vergleichsweise kurze Zeitraum der Risikobewertung zeigt bereits, dass dieses Verfahren im Vergleich zu der vom Sachverständigen angewandten Methode der Ermittlung des Risikozuschlages nicht überlegen ist. Vor allem aber hat er bei seiner Anhörung erläutert, warum er dieses Verfahren jedenfalls derzeit nicht als zielführende Methode ansieht. Er verwies darauf, dass es keine feststehenden Normierungen über das Vorgehen gibt und dass beispielsweise die Gefahr einer zu starken Gewichtung subjektiver Elemente besteht. Bei der Ermittlung des Risikozuschlages kann nicht auf einen Beta-Faktor von 0,7 zurückgegriffen werden. Dieser vom Sachverständigen angegebene Wert bezog sich nämlich lediglich auf ein 250-Tage-Beta, das nicht zur Ermittlung des Marktrisikozuschlages geeignet ist, wie der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten vom 4.2.2003 insbesondere auf Seite 12 f. überzeugend erläutert hat.

- (3) Für die Phase II der Planung ist ein Wachstumsabschlag von 1 % anzusetzen. Mit diesem Abschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei der Anlage des dem Beteiligungswert entsprechenden Kapitals in festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei der Beteiligung an dem zu bewertenden Unternehmen, weil dieses in der Regel die Möglichkeit hat, die Geldentwertung durch Preiserhöhungen aufzufangen. Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat in der zweiten Prognosephase diesen Abschlag mit 1 % ermittelt. Ausgehend von einer stichtagsbezogenen Inflationsrate von 1 % begründet er dies damit, dass die Zukunftserfolge bei im Vergleich zum Status quo leicht höheren Geldentwertungsraten mit einer Jahresrate von 1 % zunehmen und damit inflationsbedingte



Kostensteigerungen partiell überwältzt werden können. Allerdings kann der Wachstumsabschlag dabei nicht mit der Inflationsrate gleichgesetzt werden. Im Zeitraum von Januar 1996 bis Januar 2002 haben sich die Erzeugerpreise deutlich unterproportional zur Geldentwertungsrage entwickelt; eine Überwälzung der Inflationsrate auf die Erzeugerpreise ist somit nicht gegeben. Ebenso hat der Gutachter erläutert, dass eine Überwälzung der Einstandspreise auf die Erzeugerpreise nicht möglich war und das Steigen der Einstandspreise weitgehend durch Rationalisierungen und Innovationen ausgeglichen werden müsse.

- d. Zu dem Ertragswert hinzuzuzählen ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen, dessen Höhe der Sachverständige mit DM 190 Mio. ermittelt hat.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst alle Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt würde. Ausschlaggebend ist folglich, ob ein Vermögensgegenstand für das Erreichen des Unternehmenszwecks erforderlich ist oder nicht. Im letzten Fall liegt nicht betriebsnotwendiges Vermögen vor, das mit dessen Veräußerungswert anzusetzen ist, weil es nicht zur Erzielung der prognostizierten künftigen Erträge benötigt wird und deshalb nicht in den Ertragswert eingeflossen ist (vgl. BayObLG NJW-RR 1996, 11025, 1130).

Zum nicht notwendigen Betriebsvermögen gehören vorliegend die verkauften Werke Miesbach und Redenfelden/Raubling sowie Immobilien in Wert



von DM 140 Mio., wobei es sich bei diesen Immobilien im Wesentlichen um Wohngrundstücke handelt.

Über das Werk Redenfelden einschließlich dazugehörigen Grundstücke sowie der 25 %-Beteiligung an der SCA Packaging Inwell wurde am 31.10.1997 ein notarieller Kaufvertrag mit der Roman Bauernfeind-Gruppe zu einem Kaufpreis von DM 21,8 Mio. abgeschlossen. Weiterhin wurden nach einem Beschluss des Aufsichtsrates der Antragsgegnerin zu 1) ebenfalls per 31.10.1997 sämtliche Anteile an der Chiemgau Recycling GmbH zu einem Preis von DM 2,6 Mio. verkauft. Angesichts des Verkaufes muss davon ausgegangen werden, dass es sich bei diesen Vermögensgegenständen um nicht betriebsnotwendiges Vermögen handelt. Zu berücksichtigen ist auch der Wert der Verwaltungsgebäude. Da andererseits nach den Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen Verpflichtungen für Abfindungen, Deponiesanierungen und Altlastenbeseitigung in Höhe von DM 8,9 Mio. von der Antragsgegnerin zu 1) getragen werden mussten, sind diese vom Veräußerungserlös abzuziehen. Deshalb ist von einem Wert von gerundet DM 32. Mio. auszugehen.

Ebenfalls als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist das Werk Miesbach anzusehen, das im Geschäftsjahr 1997 für DM 21 Mio. verkauft und bei dessen Verkauf die Ertragswertplanung um DM 2 Mio. bereinigt wurde. Daher ist ein Wert von gerundet DM 19 Mio. anzusetzen. Aus den bereits in den Jahren 1996 und 1997 zu Tage getretenen Stilllegungsabsichten oder Veräußerungsbemühungen lässt sich ableiten, dass dieses Werk gleichfalls nicht betriebsnotwendiges Vermögen darstellte.



Das sonstige Immobilienvermögen besteht im wesentlichen aus Reservegrundstücken und Grundstücken mit Werkwohnungen; die - mit Ausnahme der Erweiterungsflächen für das Hygienepapierwerk in Mannheim - kein betriebsnotwendiges Vermögen darstellen. Die übrigen Reservegrundstücke beziehen sich auf die Sparten „grafische Papiere“ und „Verpackungen“, für die die Gesellschaft in ihren Unternehmensplanungen kein weiteres Wachstum unterstellt hat. Dann aber kann ein Bezug zu Unternehmensinvestitionen bei diesen Grundstücken nicht angenommen werden. Die Werkwohnungen sind als nicht betriebsnotwendig anzusehen. Ausschlaggebend hierfür ist zum einen der Unternehmenszweck, der auch ohne die Zurverfügungstellung von Werkwohnungen für Mitarbeiter erreicht werden kann. Zum anderen ist auch die spätere Veräußerung eines erheblichen Teils der Werkwohnungen zu berücksichtigen; dies bedeutet ein wichtiges Indiz für die nur mehr lose Verbindung zum Unternehmen zum maßgeblichen Stichtag. Unter Heranziehung der ihm vorliegenden Unterlagen ermittelte der gerichtlich bestellte Sachverständige den Grundstückswert. Nach den weiteren Erläuterungen im Ergänzungsgutachten vom 4.2.2003 sind keine grundlegenden Einwendungen mehr gegen die Festlegung des Wertes auf DM 140 Mio. erhoben worden. Demzufolge war das nicht betriebsnotwendige Vermögen mit gerundet DM 190 Mio. anzusetzen.

- e. Als steuerliche Sonderwerte sind DM 55 Mio. beim Unternehmenswert hinzuzuaddieren. Diese als Vor-Steuerwerte ermittelten steuerlichen Sonderwerte setzen sich aus dem Wert der steuerlichen Verlustvorträge sowie dem zum Bewertungsstichtag vorhandenen Körperschaftssteuerguthaben aufgrund früherer Gewinnthesaurierungen zusammen; dabei betragen die steuerlichen Verlustvorträge unter Berücksichtigung eines Risikozuschla-



ges von 4 % DM 31 Mio. und der Wert des verwendbaren Eigenkapitals DM 24 Mio. Soweit sich eine unterschiedliche Berechnung im Vergleich zum Schreiben vom 10.5.2001 des Sachverständigen ergibt, beruht dies auf dem Umstand, dass der Sachverständige nach diesem Schreiben vom 10.5.2001 aktualisierte Daten erhalten hat. Deshalb stellt dies die Grundlagen der Feststellungen des Sachverständigen nicht in Frage.

f. Eine Korrektur des Unternehmenswerts hat nicht stattzufinden

(1) Eine solche Notwendigkeit ergibt sich nicht unter Berücksichtigung des maßgeblichen Börsenkurses. Da die Barabfindung dem ausgeschiedenen Aktionär aufgrund der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG die volle wirtschaftliche Entschädigung gewährleisten muss, hat sich in der Rechtsprechung der Grundsatz herausgebildet, dass der Börsenkurs die untere Grenze des Unternehmenswertes bildet (vgl. BVerfGE 100, 289, 308 ff. – DAT/Altana; BGHZ 147, 108, 115). Der höchste Kurs lag am Tag der Hauptversammlung bei DM 333,--; die Durchschnittskurse lagen jeweils darunter, wie in seinen Gutachten festgestellt hat. Diese Beträge liegen unterhalb des ermittelten Unternehmenswerts; angesichts dessen hat eine Korrektur nicht zu erfolgen.

(2) Ebenso wenig hat eine Korrektur des Unternehmenswertes nach dem Liquidationswert zu erfolgen. Der Liquidationswert bildet dann die Untergrenze des Unternehmenswertes, wenn die Ertragsaussichten auf Dauer negativ sind, weil die Fortführung eines solchen Unternehmens regelmäßig nicht unternehmerischem Handeln entspricht (vgl. Bilda in: Münchner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., Rdn. 85 zu §



305 n.w.N.). Da vorliegend eine Fortführung des Unternehmens geplant ist, hat eine Korrektur durch die Festlegung des Liquidationswertes nicht zu erfolgen.

Ausgehend davon ergibt sich der Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 1) zum Stichtag 17.10.1997 wie folgt, wobei die Beträge jeweils in Mio. DM zu verstehen sind:

	1997	1998	1999	2000	2001 ff.
Ausschüttung vor persönlichen Steuern	214	171	166	223	226
Kapitalisierungszins	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,50 %
Kapitalisierungsfaktor	0,94123	0,86352	0,79222	0,72691	7,65068
Barwert	201	147	131	162	1.729

Ertragswert vor persönlichen Steuern	2.371 Mio. DM
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	190 Mio. DM
Steuerliche Sonderwerte	55 Mio. DM
Unternehmenswert der PWA zum 17.10.1997	2.616 Mio. DM

Die angemessene Barabfindung beträgt somit gemäß § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG EUR 188,67. Diese errechnet sich aus dem Unternehmenswert von DM 2,16 Mrd., geteilt durch die Gesamtzahl der Inhaberaktien von 7.092,018 Stück. Der so ermittelte Betrag von gerundet DM 369,-- beträgt in EUR umgerechnet 188,67 EUR.



Der Betrag der Barabfindung ist gemäß § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG ab dem ersten Tag nach der Eintragung mit 2 % über dem jeweiligen Diskontsatz bzw. dem mittlerweile an seine Stelle getretenen Basiszinssatz zu verzinsen. Da die Eintragung in das Handelsregister am 30.10.1997 erfolgte, beginnt die Verpflichtung zur Zinszahlung am 31.10.1997.

2. Der angemessene Ausgleich ist mit EUR 17,32 festzusetzen.
 - a. Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 2 muss ein Beherrschungsvertrag den ausstehenden Aktionären als angemessenen Ausgleich einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil nach der für die Ausgleichszahlung bestimmten Höhe garantieren. Ausgangspunkt für die Herleitung des Ausgleichsanspruches ist der Ertragswert ohne Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (vgl. BGH NZG 2003, 1017, 1018; BayObLG NZG 2001, 1033, 1035; Dilda in Münchner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., Rdn. 73). Der Ertragswert beträgt DM 2,371 Mrd.; hieraus hat der Sachverständige dann den Ausgleich in Höhe von EUR 17,32 nachvollziehbar abgeleitet.
 - b. Dabei ist als erwirtschafteter Gewinn der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Kapitalgesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann, sondern lediglich Ausschluss des von ihr erwirtschafteten Gewinns ist. Von diesem festen verteilungsfähigen durchschnittlichen Bruttogewinnanteil ist dann die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzurechnen (vgl. BGH NZG 2003, 1017, 1019). Vorliegend besteht indes noch die Besonderheit der ausländischen Ertragsteuer, weil die inländischen Erträge



lediglich 41 % ausmachen. Nur mit diesem Anteil kann die Körperschaftsteuer mit Blick auf entsprechende Doppelbesteuerungsabkommen in Abzug gebracht werden. Durch die Freistellung ausländischer Erträge durch Anrechnung ergibt sich keine weitere Belastung auf der Ebene der Kapitalgesellschaft. Angesichts dessen ist es als konsequent zu erachten, nur den inländischen Körperschaftsteueranteil abzusetzen.

3. Die Kammer konnte sich nach nochmaliger Überprüfung und Würdigung die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu den wesentlichen Fragen der Unternehmensbewertung zu eigen machen. Der Sachverständige hat seine Ergebnisse unter sorgfältiger Auswertung der Geschäftsunterlagen und unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen nachvollziehbar und widerspruchsfrei begründet. Soweit er zu einzelnen Positionen der Unternehmensbewertung die Zahlen in seinen Ergänzungsgutachten korrigiert hat, beruhte dies darauf, dass ihm erst nach Vorlage des ersten Gutachtens weitere Informationen seitens der Antragsgegnerinnen zur Verfügung gestellt wurden. In seinen Ergänzungsgutachten hat sich der Sachverständige, der der Kammer als kompetent und zuverlässig bekannt ist, eingehend mit den einzelnen Einwendungen gegen seine Feststellungen auseinandergesetzt, die von Seiten der Antragssteller, der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre und der Antragsgegnerinnen vorgebracht wurden. Dabei begründete er jeweils eingehend, wenn diesen Einwendungen nicht zu folgen war. Angesichts dessen bilden die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine gute Grundlage für die zu treffende Entscheidung. Dies wird auch nicht durch die weiteren Einwendungen seitens einiger Antragsteller, die nach Abschluss der mündlichen Verhandlung schriftsätzlich erhoben wurden, in Frage gestellt. Diese geben keinen Anlass, von der Beurteilung durch das Gericht abzuweichen.



IV.

1. Die Entscheidung über die Kostentragungspflicht beruht hinsichtlich der Gerichtskosten auf § 306 Abs. 7 Satz 7 AktG a.F.; danach sind die Vertragsteile des Unternehmensvertrages die Schuldner der Kosten. Für eine hiervon abweichende Entscheidung gemäß § 306 Abs. 7 Satz 8 AktG a.F. besteht kein Anlass.

Die außergerichtlichen Kosten sind aufgrund von § 13 a Abs. 1 FGG von den Antragsgegnerinnen zu tragen. Da das Verfahren zur Festsetzung einer höheren Barabfindung und eines höheren Ausgleiches als im Beherrschungsvertrag ursprünglich vorgesehen führte, entspricht es der Billigkeit, dass die Antragsgegnerinnen die außergerichtlichen Kosten zu tragen haben.

2. Der Geschäftswert für das Verfahren resultiert aus §§ 306 Abs. 1 Satz 5 und 6 AktG a.F., 30 Abs. 1 KostO. Ausschlaggebend ist dabei die Differenz zwischen dem gerichtlich festgelegten erhöhten Abfindungsbetrag und der vertraglich vorgesehenen Abfindung, multipliziert mit der Anzahl der Aktien, die sich im Besitz außenstehender Aktionäre befinden. Der Unternehmensvertrag setzte eine Abfindung DM 281,-- fest, was einem Betrag von EUR 143,67 entspricht, weshalb pro Aktie EUR 45,-- anzusetzen sind. Insgesamt gibt es 7.092.018 Aktien, von denen sich rund 24,35 % im Besitz außenstehender Aktionäre befinden - dies sind 1.726.906 Aktien. Daraus ergibt sich dann ein Gegenstandswert von EUR 77.710.770,--. Da die Differenz beim Ausgleich niedriger ist, bleibt es bei der Maßgeblichkeit des Differenzbetrages bei der Abfindung für die Bemessung des Geschäftswertes.



3. Die Verpflichtung zur Veröffentlichung durch die Antragsgegnerin resultiert aus § 306 Abs. 6 AktG a.F.
4. Die Entscheidung über die Vergütung der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre für den Ausgleich sowie für die Abfindung beruht auf § 306 Abs. 4 Satz 6 und 7 AktG a. F. Ausschlaggebend ist dabei die Gesamtleistung der gemeinsamen Vertreter, nachdem der Gesetzgeber das Gericht im Rahmen von § 306 Abs. 4 Satz 7 AktG a. F. nicht an irgendwelche Wertvorschriften gebunden hat (vgl. BayObLG DB 1995, 2516). Maßgebend sind dabei der Umfang der Verantwortung, die geleistete Arbeit sowie deren Schwierigkeit, die Dauer des Verfahrens und die Verwertung besonderer Kenntnisse. Bei dem vorliegenden Verfahren waren eine Vielzahl von komplexen Bewertungsfragen zu beurteilen, was mehrere Anhörungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen erforderlich machte. Angesichts dessen nahm das Verfahren zudem eine erhebliche Zeit in Anspruch – die Verfahrensdauer bis zum Abschluss in erster Instanz betrug etwa sieben Jahre. Unter weiterer Berücksichtigung der Vielzahl außenstehender Aktionäre erachtet die Kammer für die beiden gemeinsamen Vertreter eine Vergütung von jeweils EUR 69.600,-- brutto als angemessen.