

Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 134/06 AktG

In dem Spruchverfahren betreffend Abfindung und Ausgleich gem. §§ 304, 305 AktG anlässlich des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Schering AG und

Beteiligte:

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin am 23. April 2013 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und beschlossen:

- 1. Die Anträge der Antragsteller zu 21) bis 24) sowie zu 104) werden als unzulässig verworfen.
- 2. Die den Minderheitsaktionären aus dem am 31. Juli 2006 abgeschlossenen Beherrschungsund Gewinnabführungsvertrag nach § 305 AktG zustehende Barabfindung wird auf 124,65 € je Stückaktie festgesetzt.
- 3. Der den Minderheitsaktionären aus dem am 31. Juli 2006 abgeschlossenen Beherrschungsund Gewinnabführungsvertrag nach § 304 AktG zustehende Ausgleich wird auf 6,49 € brutto je

Stückaktie festgesetzt, entsprechend einem Nettobetrag von 5,11 € zuzüglich Solidaritätszuschlag und Körperschaftssteuer.

- 4. Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens zu tragen einschließlich derjenigen Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren. Hiervon ausgenommen sind die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu , welche diese selbst zu tragen haben.
- 5. Die Entscheidung über den Geschäftswert bleibt einer gesonderten Beschlussfassung vorbehalten.

Gründe:

Į.

Mit dem vorliegenden Spruchverfahren begehren die Antragsteller mit unterschiedlicher

Argumentation die Verbesserung von Abfindung und Ausgleich aus einem zwischen der Schering

AG und geschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Bei

der handelte es sich um eine Tochtergesellschaft der die – nach

Umfirmierung in – zwischenzeitlich auf verschmolzen worden

ist.

Die Schering AG war eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin, die im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg zur Registernummer HRB 283 B eingetragen war. Das eingetragene Grundkapital betrug 194.000.000,00 EUR eingeteilt in 194.000.000 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien. Zum 23. Juli 2006 hielt die Gesellschaft 3.159.000 eigene Aktien.

Gegenstand des Unternehmens war gemäß Satzung der Gesellschaft

 die Forschung, die Entwicklung, die Herstellung, der Einkauf und der Verkauf von chemischen und biotechnologischen Erzeugnissen aller Art; zu diesen Erzeugnissen gehören insbesondere Arzneimittel, Arzneimittelgrundsubstanzen, Diagnostika und Impfstoffe für die Human- und Veterinärmedizin sowie Feinchemikalien, radioaktive Substanzen und Zwischenprodukte;

- die Erforschung, die Entwicklung, die Herstellung und der Verkauf von Präparaten und Geräten für die Medizin- und Laborbedarf und
- die Ausarbeitung, der Erwerb und die Verwertung von chemischen, biologischen und technischen Verfahren und Einrichtungen.

Geschäftsjahr war das Kalenderjahr. Im Juni 2006 verfügte die Schering AG konzernweit über mehr als 24.000 Mitarbeiter und weltweit über mehr als 150 Tochtergesellschaften, zu denen unter anderem die Medrad Inc. mit Sitz in Indianola/USA gehörte.

Die Schering AG war auf sämtlichen bedeutenden regionalen Märkten für pharmazeutische Produkte tätig. Fast die Hälfte der Umsätze wurde in Europa erzielt, gefolgt von den USA, Japan, Lateinamerika/Kanada sowie Asien/Pazifik. Als forschendes Pharmaunternehmen konzentrierte sich Schering auf die vier Geschäftsbereiche:

- Gynäkologie & Andrologie
- diagnostische Bildgebung
- Spezial-Therapeutika sowie
- Onkologie.

Im Zuge der Beschränkung der Tätigkeit auf die genannten Geschäftsfelder veräußerte Schering im Jahr 2005 seine Beteiligung am Unternehmen ALK-Scherax und im Geschäftsjahr 2006 sein Radiopharmaka-Geschäft. Innerhalb der Konzernstruktur war der Geschäftsbereich Gynäkologie & Andrologie - jedenfalls ab 2003 - das umsatzstärkste Segment des Unternehmens mit den zugleich höchsten Wachstumsraten gegenüber dem jeweiligen Vorjahr. Im Bereich der hormonellen Empfängnisverhütung war die Schering AG Marktführer mit einem Marktanteil von 27 %. Das erfolgreichste Produkt in diesem Bereich war das im Jahr 2000 am Markt eingeführte Empfängnisverhütungsmittel Yasmin.

Das Geschäftsjahr 2005 war für das Unternehmen besonders erfolgreich, da gegenüber dem Vorjahr 2004 ein Umsatzanstieg von 8,2 % verzeichnet wurde, der sowohl über dem allgemeinen Wirtschaftswachstum als auch dem Wachstum des weltweiten pharmazeutischen Marktes lag.

Das folgende Jahr 2006 war für die Schering AG geprägt von dem "Bieterwettbewerb" um das Unternehmen:

Am 13. März 2006 kündigte die Merck KGaA die Absicht zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots gegen Zahlung von 77,00 EUR je Stückaktie an. Nachdem der Kurs der Aktie zu Jahresanfang noch bei 57,22 EUR notiert hatte und zum 13. März 2006 auf 66,74 EUR angestiegen war, führte diese Ankündigung zu einem Kurssprung auf 83,55 EUR. In der Folge kündigte am 23. März 2006 auch die ihre Absicht zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Kaufangebots gegen Zahlung von 86,00 EUR je Schering-Aktie an. Ferner teilte die mit, dass Ziel des Kaufangebots die Übernahme sämtlicher Anteile an der Schering AG sei. Dies ließ den Kurs auf 86,07 EUR ansteigen.

Zum 12. Juli 2006 hatte die über die deren alleinige Gesellschafterin sie war, zum Preis von 89,00 EUR insgesamt 92,4 % der am Markt verfügbaren Aktien der Schering AG in ihren Besitz gebracht, nachdem auch die Merck KGaA das von ihr zuvor erworbene Aktienpaket veräußert hatte. Die entsprechende Ankündigung führte zu einem weiteren Kursanstieg der Schering-Aktie auf 90,97 EUR am 28. Juli 2006.

Am 31. Juli 2006 schlossen die Schering AG und einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Die Hauptversammlung der Schering AG billigte diesen Vertrag am 13. September 2006. Zugleich wurde die Änderung der Firma der Gesellschaft in Bayer Schering Pharma AG beschlossen. Zu diesem Zeitpunkt hielt 91 % der Anteile an der Schering AG. hat sich zuletzt verpflichtet, den außenstehenden Aktionären für den Erwerb der von ihnen gehaltenen Anteile an der Schering AG eine Barabfindung in Höhe von 89,36 € zu zahlen. Als Ausgleich sah der Unternehmensvertrag in § 4 die Zahlung von 4,60 € brutto beziehungsweise 3,62 € netto für jedes volle Geschäftsjahr vor.

In § 5 Abs. 6 des Unternehmensvertrages findet sich darüber hinaus die folgende Regelung: "Endet dieser Vertrag aufgrund einer Kündigung der zu einem Zeitpunkt, zu dem die in Abs. 2 dieses § 5 bestimmte Frist zur Annahme der Abfindung nach Abs. 1 dieses § 5 bereits abgelaufen ist, ist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär von Schering berechtigt, seine Aktien gegen Zahlung von EUR 89,00 je Stück Aktie an die zu veräußern, und die ist verpflichtet, diese Aktien zu erwerben. Wird die in Abs. 1 dieses § 5 bestimmte Abfindung durch rechtskräftige Entscheidungen einem Spruchverfahren erhöht, wird die die Aktien der außenstehenden Aktionäre unter den in Satz 1 genannten Voraussetzungen gegen Zahlung des im Spruchverfahren festgesetzten Betrages erwerben…".

Im Zuge der Vorbereitung des Abschlusses des Unternehmensvertrages hatten der Vorstand der Schering AG sowie die Geschäftsführung der Antragsgegnerin am 18. Mai 2006 die

Ermittlung des Unternehmenswerts der Schering AG und darauf aufbauend der Höhe der angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG beauftragt. Diese gelangte in ihrer gutachtlichen Stellungnahme vom 27. Juli 2006 zu dem Ergebnis, dass der Ertragswert je Aktie der Schering AG zum voraussichtlichen Stichtag bei einem Unternehmenswert von 16.723 Mio. € bezogen auf die Gesamtzahl der nicht im Unternehmensbesitz befindlichen Aktien 87,63 € beträgt. Auf der Basis dieses Unternehmenswerts ermittelte sie die im Vertrag vorgesehene Ausgleichszahlung von 4,60 € brutto. Da der für einen am 26. Juli 2007 endenden 3-Monatszeitraum ermittelte durchschnittliche Börsenkurs der Schering AG bei 86,61 € lag, befand diesen für die Bestimmung der Barabfindung als nicht relevant.

Einen Tag nach Erstellung des Berichts teilte der Vorstand der Schering AG mit, dass bei Ultravist 370, einem Mittel aus dem Geschäftsbereich Diagnostische Bildgebung, ein Rückruf erforderlich werden könnte. Grund hierfür war eine in mehreren Ampullen und Flaschen des Mittels aufgetretene Kristallisation, welche die gesetzlichen Toleranzgrenzen überschritt. Sämtliche von dieser Problematik betroffenen Produkte waren am Standort Berlin hergestellt worden. Bei der betroffenen Variante des Röntgenkontrastmittels Ultravist handelte es sich um das jüngste Mitglied der Produktfamilie mit der höchsten Jodkonzentration und den im Jahr 2006 höchsten Wachstumsraten.

erstellte daraufhin unter dem 30. Juli 2006 eine indikative Wertabschätzung hinsichtlich der Auswirkungen eines möglichen Rückrufs auf den Wert der Schering Aktie. Hierbei gelangte sie zu einer Wertminderung von 0,74 EUR die Stückaktie und ermittelte für die hieraus abgeleitete Ausgleichszahlung eine Minderung in Höhe von 0,03 EUR.

Die auf den gemeinsamen Antrag der Schering AG und Kammer vom 19. Mai 2006 bestellte Vertragsprüferin mit Beschluss der (im Folgenden

bezeichnet) bestätigte in ihrem Bericht vom 2. August 2006 die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich. Zusätzlich heißt es: "Die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Abschätzung der möglichen Auswirkungen aus dem Rückruf von Ultravist 370 sowie die Tatsache, dass eine Phase III-Studie (n.o.v.e.l. 4) für die Entwicklung von Sargramostim zur Behandlung von Morbus Crohn die Erfolgskriterien nicht erfüllte, geben die Indikation eines niedrigeren Wertes".

Am 31. Juli 2006 gab die Schering AG in einer ad hoc-Mitteilung gemäß § 15 Wertpapierhandelsgesetz bekannt, dass das Produkt Ultravist 370 zurückgerufen werde und eine Phase-III-Studie mit Sargramostim zur Behandlung der Krankheit Morbus Chron nicht die gewünschten Ergebnisse erzielt habe.

Die im Vertragsbericht wiedergegebene Planungsrechnung bestand aus einer die Jahre 2006 bis 2008 umfassenden Detailplanungsphase und die Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2009. Grundlage der Detailplanungsphase war die nach den International Financial Reporting Standards (nachfolgend IFRS) aufgestellte operative Planung der Schering AG. Diese beinhaltete Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Planbilanzen für die Jahre 2006 bis 2008 und war Bestandteil des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses des Schering Konzerns. Sie wurde im Herbst 2005 erstellt und im Dezember 2005 vom Vorstand verabschiedet sowie vom Aufsichtsrat in seiner Sitzung vom 20. Dezember 2005 genehmigt. Eine über einen Zeitraum von drei Jahren hinausgehende Planung existierte bei der Schering AG nicht.

Bestandteil des regelmäßigen Planungsprozesses war eine Fortschreibung der Planung bei der Vorlage der Quartalsergebnisse des Folgejahres als so genannter "Forecast". Das Ergebnis der in den ersten zwei Quartalen des Jahres 2006 eingetretenen Entwicklung ist in das sogenannten "Outlook II 2006" eingegangen und war Planungsgrundlage des Bewertungsverfahrens, wie es mit dem ersten Bericht der vom 27. Juli 2006 zunächst zum Abschluss gekommen ist. Aktualisierungen der Detailplanung aufgrund von Sachverhalten, die bis zu diesem Termin bekanntgeworden waren, wurden vom Vorstand der Schering AG in der Sitzung vom 20. Juli 2006 verabschiedet.

Änderungen gegenüber der Planung vom Dezember 2005 ergaben sich unter anderem bei der Eliminierung von Mieterträgen und damit im Zusammenhang stehende Aufwendungen für nicht betriebsnotwendige Immobilien, das geänderte Zinsergebnis sowie die Auswirkungen der erwarteten Wechselkursentwicklung. Daneben wurde eine Belastung des Ergebnisses des Jahres 2006 durch Übernahmeaufwendungen in Höhe von 126 Mio. € sowie durch die Ausübung von Aktienoptionen von Schering Mitarbeitern in Folge der Übernahme durch in Höhe von 41 Mio. € erwartet. Für die Folgejahre wurden zusätzliche Einnahmen durch die Realisierung vorvertraglicher Synergien sowie aus der Auflösung des Entwicklungsfonds angenommen. Bedingt durch das Bewertungsmodell von ergaben sich auch Änderungen durch eine abweichende Beurteilung des zukünftigen Wechselkurses zwischen Euro und US-Dollar sowie im Zinsergebnis.

Die Wertansätze der Phase der ewigen Rente ab dem Geschäftsjahr 2009 wurden aus einem von in Zusammenarbeit mit den Planungsverantwortlichen sowie den einzelnen Forschungsund Entwicklungsbereichen der Schering AG aufgestellten Prognosemodell abgeleitet. Darin sollte die zukünftige Umsatzentwicklung entsprechend den branchentypischen Lebenszyklen der einzelnen Produkte unter Einschluss der Produkte aus der Entwicklungspipeline abgebildet werden. Das Prognosemodell umfasste die Geschäftsjahre 2009 bis 2016 mit dem zuletzt

genannten Jahr als Phase der ewigen Rente innerhalb des Modells. Die Einzelheiten wurden zum Schutz der Geschäftsgeheimnisse der Schering AG nicht in das Gutachten von aufgenommen. Vielmehr wurden die Aufwendungen und Erträge auf das Jahr 2009 kapitalisiert und in eine Annuität umgerechnet.

Ausgangspunkt dieses Modells war der so genannte "strategische Prozess" der Schering AG, der für die Planungszwecke modifiziert wurde. Bei diesem synonym auch als "Business Case Modell" bezeichneten Prozess handelte es sich um eine interne produktbasierte Szenariobetrachtung, die nicht die Qualität einer belastbaren Planungsrechnung besaß. Er diente vielmehr der Identifizierung von strategischem Potenzial und somit der Ausrichtung von Kapazitäten des Unternehmens und betraf sowohl bereits am Markt befindliche Produkte als auch Projekte, die sich noch in der Entwicklungsphase befanden. Mit diesem Prozess sollten Ressourcen des Unternehmens gesteuert und Entscheidungen über die Weiterführung beziehungsweise Einstellung oder Neuausrichtung von Forschungsprojekten herbeigeführt werden. Er enthielt keine detaillierte Darstellung der für eine Planung notwendigen Aufwandspositionen.

stellte die in ihrem Prognosemodell enthaltene Planung dem Vorstand und dem Aufsichtsrat der Schering AG am 20. Juli 2006 vor.

Die Antragsteller beantragen,

Barabfindung und Ausgleich höher festzusetzen.

Die Antragsteller beanstanden zum Teil die ihrer Meinung nach nicht ordnungsgemäße Bestellung der gerichtlich bestellten Vertragsprüferin und deren unzureichende Prüfungsleistung.

Die Antragsteller sind im Übrigen der Auffassung, dass die festgesetzte Barabfindung wie zu niedrig bemessen sind. Bereits der Vergleich mit dem per Stichtag Januar 2007 im Rahmen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre festgesetzten Abfindungsbetrag von 98,98 € zeige, dass eine Erhöhung zwingend sei:

Die Antragsteller rügen unter anderem, dass der IFRS-Rechnungslegungsstandard keine hinreichende Grundlage für die Planungsrechnungen der Schering AG sei und aus diesem Grunde eine Überführung in eine Rechnungslegung nach HGB erforderlich sei. Darüber hinaus sei der Detailplanungszeitraum mit dem Jahren 2006 bis 2008 zu kurz, da das zu erwartende Umsatzund Gewinnwachstum hierdurch nicht ausreichend berücksichtigt werde. Die in dieser "Phase I" geplanten Ergebnisse seien wegen der unzulässigen Anwendung des Vorsichtsprinzips

übermäßig pessimistisch, zumal eine hinreichende Analyse der Marktposition der Schering AG fehle und die Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit mangelhaft gewesen sei. Zudem sei im Jahr 2006 die Wirtschaft "angesprungen", so dass die zum Stichtag bereits absehbaren Ergebnisverbesserungen für die Folgezeiträume fortgeschrieben werden müssten. Von Einmaleffekten, wie von der Antragsgegnerin behauptet, könne nicht die Rede sein. Jedenfalls seien Qualität und Substanz der in der Entwicklung befindlichen Produkte nicht angemessen berücksichtigt worden.

Die für die "ewige Rente" ab 2009 in Ansatz gebrachten Zahlen seien nicht nachvollziehbar. Soweit Planungsannahmen offengelegt seien, fehle es an der Plausibilität.

So seien etwa die erwarteten Einbrüche beim Absatz von Betaferon angesichts der Hürden für die Herstellung von Generika biotechnologischer Präparate fehlerhaft. Auch seien die Voraussetzungen für die von Schering für dieses Mittel im Rahmen des "Life-Cycle-Management" geplanten Zulassungserweiterungen im Stichtag vorhanden gewesen. In der Planung seien auch die Umsatzpotenziale der Yasmin-Familie deutlich unterschätzt worden. Dagegen seien negative Einflüsse auf das Ergebnis überbewertet worden. Dies zeige sich insbesondere an den Planannahmen zu den Auswirkungen des Rückrufs von Ultravist 370, die zudem nicht von Schering selbst, sondern von stammten.

Auch könne es nicht angehen, dass in der Phase I noch mit Ergebnissteigerungen von 17 % pro Jahr gerechnet werde und mit dem Beginn der Phase II ein unvermittelter Abfall auf 1,75 % zu verzeichnen sei.

Unzutreffend sei auch die vorgenommene Korrektur des von Schering angenommenen Wechselkurses zwischen Euro und US-Dollar von 1,25 auf 1,40, zumal das Währungsrisiko auch schon im Risikozuschlag enthalten sei. Der in der Schering-Planung angenommene feste Wechselkurs sei die einzig praktikable Möglichkeit mit dem Umstand umzugehen, dass künftige Wechselkurse nicht zuverlässig vorhergesagt werden könnten. So genannte Forward Rates seien wegen deren teilweise spekulativen Charakters kein geeigneter Ansatzpunkt. Synergien aus dem Verbund mit der hätten Schering in größerem Umfang als geschehen, wenn nicht sogar in voller Höhe, gutgebracht werden müssen.

Die Antragsteller meinen weiter, dass die Annahmen zum Ausschüttungsverhalten und zur Thesaurierung von Gewinnen nicht haltbar seien.

Im Rahmen der angenommenen Steuerbelastung hätte für die Schering die beabsichtigte Absenkung der Unternehmenssteuern berücksichtigt werden müssen, während der typisierte persönliche Steuersatz von 35 % von den Antragstellern zum Teil als zu hoch und zum Teil als zu niedrig kritisiert wird.

Ferner habe die Antragsgegnerin den maßgeblichen Kapitalisierungszinssatz unzutreffend ermittelt:

Zahlreiche Antragsteller meinen, es müsse auf den am Bewertungsstichtag festzustellenden Basiszins abgestellt werden, da es für die Alternativinvestition auf diesen Termin ankomme. Auch unter Betrachtung der Zinsstrukturkurve für einen längeren Zeitraum könne sich aber unter Berücksichtigung des Parameters Beta 0 für unendliche Laufzeiten kein über 4,27 % liegender Zinssatz ergeben. Wieder andere Antragsteller wollen auf die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen abstellen oder aus verschiedenen Laufzeiten Mischzinsen bilden. Schließlich sind einige Antragsteller der Auffassung, die Verwendung eines einheitlichen Basiszinses benachteilige die Minderheitsaktionäre gegenüber der Vorgehensweise bei der Verwendung periodenspezifischer Diskontierungssätze.

Die Antragsteller wenden sich mit unterschiedlichen Begründungen gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie beziehungsweise gegen deren konkrete Höhe im vorliegenden Bewertungsfall. In diesem Zusammenhang kritisieren sie insbesondere die im Jahr 2004 veröffentlichte Studie von Prof. Stehle und diskutieren diese unter verschiedenen Aspekten. Der Antragsteller zu 49. vertritt in diesem Zusammenhang die Auffassung, die Kammer dürfe ohne Überprüfung der Rohdaten und Berechnungsgrundlagen dieser und anderer Studien deren Ergebnisse nicht zur Grundlage einer Schätzung im Sinne des § 287 ZPO machen.

Als Betafaktor muss nach Meinung der Mehrzahl der Antragsteller der originäre Wert der Schering AG ohne Vornahme von Anpassungen, etwa über die Bildung eines so genannten "Adjusted Beta", verwendet werden.

Schließlich halten die Antragsteller den Wachstumsabschlag von 1,75 % für zu niedrig und meinen, dass dieser sich mindestens in Höhe der erwarteten Inflationsrate bewegen müsse. Angesichts der von Schering selbst im Jahr 2006 kommunizierten Wachstumsaussichten sei aber eher ein noch höherer Wachstumsabschlag anzunehmen.

Mehrere Antragsteller sind der Ansicht, das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei höher anzusetzen, da die bei der Schering AG vorhandene Liquidität ohne weiteres reduziert werden könne.

Im Hinblick auf die Ermittlung des Börsenwerts der Schering AG wendet eine Mehrzahl von Antragstellern ein, die Antragsgegnerin habe eine unzutreffende Referenzperiode verwendet. Bei der Betrachtung des ihrer Auffassung nach zutreffenden Zeitraums von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag ergebe sich ein höherer Durchschnittskurs als die ermittelten 89,36 €.

Zahlreiche Antragsteller wenden sich auch gegen die Angemessenheit der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgesetzten Ausgleichszahlung:

Eine Verzinsung habe mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz zu erfolgen. Für die Bemessung der Höhe des Ausgleichs könne jedenfalls nicht auf eine Bonitätsbetrachtung der abgestellt werden. Die Berechnung sei vorliegend auch insoweit fehlerhaft, als die persönliche Steuerbelastung der Anteilseigner doppelt berücksichtigt worden sei.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den Inhalt der Gerichtsakten Bezug genommen. Soweit die Kammer der Auffassung des gerichtlich bestellten Sachverständigen oder der in den Privatgutachten von niedergelegten Ansichten folgt, wird für die Berechnungen und deren Grundlagen auf die entsprechenden Gutachten verwiesen.

11.

A. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge waren mit Ausnahme derjenigen der Antragsteller zu 21) bis 24) sowie 104), deren Anträge als unzulässig zu verwerfen waren, zulässig. Die Anträge der nicht aufgeführten Antragsteller sind sämtlich innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG bei Gericht eingegangen. Darüber hinaus ist jeweils ein hinreichender Nachweis der Antragsberechtigung in Form eines urkundlichen Belegs der Aktionärseigenschaft im Zeitpunkt des jeweiligen Antragseingangs erfolgt.

1. Soweit die Antragsgegnerin meint, die Mehrzahl der Anträge auf Verbesserung von Abfindung und Ausgleich sei als unzulässig zurückzuweisen, da die jeweiligen Antragsteller ihre Aktionärsstellung nicht innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG nachgewiesen hätten, ging dies fehl.

- 2. Sämtliche Antragsteller haben ihre Anträge nämlich innerhalb der Antragsfrist entsprechend den Anforderungen von § 4 Abs. 2 SpruchG begründet, weil sie neben den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben jeweils mitgeteilt haben, bei Eingang des Antrags Aktionäre der Schering AG zu sein. Nach § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG sind in der Anspruchsbegründung lediglich die Umstände zu bezeichnen, aus denen sich die Antragsberechtigung ergibt, aber keine Nachweise, auch nicht zur Stellung als Aktionär, beizubringen. Eine Pflicht zu einem Nachweis innerhalb der Antragsfrist folgt aus dem Verweis in § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG auf § 3 SpruchG nicht. Die Darlegung der Antragsberechtigung "nach § 3 SpruchG" bezieht sich darauf, dass der Antragsteller in der Antragsbegründung vortragen muss, zu dem in § 3 Satz 1 und Satz 2 SpruchG für die jeweilige Strukturmaßnahme genannten Zeitpunkt Anteilsinhaber zu sein beziehungsweise gewesen zu sein. Auf eine Darlegung in der Form eines Nachweises wird damit nicht verwiesen. § 3 Satz 3 SpruchG begründet keine eigenständige Nachweispflicht, sondern beschränkt den Nachweis der Stellung als Aktionär auf Urkunden und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).
- 3. Die Mehrzahl der Antragsteller hat in der Folge, auch auf das entsprechende Bestreiten der Antragsgegnerin hin, den Besitz von Aktien der Schering AG im Zeitpunkt der jeweiligen Antragstellung bei Gericht urkundlich nachgewiesen. Die Antragsgegnerin kann diesen Umstand nicht mit Nichtwissen bestreiten. Die entsprechenden Urkunden befinden sich bei den Gerichtsakten und können von der Antragsgegnerin bei Bedarf eingesehen werden. Soweit sie hiervon keinen Gebrauch gemacht hat, kann sie sich nicht mit Erfolg darauf zurückziehen, dass ihr selbst nicht alle Nachweise in Kopie vorliegen. Der Nachweis der Aktionärsstellung im Rahmen des Spruchverfahrens ist ausschließlich gegenüber dem Gericht und nicht auch gegenüber dem Antragsgegner zu führen.
- 4. Keinerlei Bestätigung trotz des ausdrücklichen Bestreitens seiner Antragsberechtigung hat der Antragsteller zu 104) eingereicht, so dass dessen Antrag als unzulässig zu verwerfen war.
- 5. Zu verwerfen waren auch die Anträge der Antragsteller zu 21) bis 24), denen es nicht gelungen ist, ihre Aktionärsstellung hinreichend nachzuweisen, was die Antragsgegnerin auch konkret beanstandet hat. Aus den von den genannten Antragstellern zu den Akten gereichten Bescheinigungen lässt sich nicht mit hinreichender Sicherheit entnehmen, dass sie bei Stellung ihrer Spruchverfahrensanträge tatsächlich Inhaber von Aktien der Schering AG waren. Bei einer "settled position" im Sinne der fraglichen Bestätigungen der Morgan Stanley Bank muss es sich nicht zwingend um eine dingliche Rechtsposition handeln, vielmehr könnten mit dieser

Formulierung auch lediglich Ansprüche gegen die Bank als Treuhänderin oder auch nur auf Verschaffung der fraglichen Vermögenspositionen bezeichnet sein.

Auch mit der von den Antragstellern zu 21) bis 24) im Schriftsatz vom 2. April 2008 vorgenommenen Übersetzung ist nichts gewonnen, da unklar bleibt, worum es sich bei "beglichenen Positionen" im Rechtssinne genau handeln soll. Da den Antragstellern der Nachweis der Aktionärsstellung obliegt, war es auch nicht Sache der Kammer, diesbezüglich Nachforschungen anzustellen. Die Antragsteller hätten, wie es die von denselben Verfahrensbevollmächtigten vertretenen Antragsteller zu 26) und 28) getan haben, Bestätigungen einreichen können, die eine eindeutige Aussage hinsichtlich der Inhaberschaft an den Aktien beziehen. Alternativ hätten sie die im Zeitpunkt ihrer Antragstellung geltenden vertraglichen Vereinbarungen mit ihrer Depotbank offenlegen können, falls sich die bestehenden Zweifel auf diese Weise hätten ausräumen lassen.

6. Hinsichtlich der Antragsteller zu 26) und 28) hielt die Kammer, wie soeben bereits angedeutet, die mit Schriftsatz vom 2. April 2008 nachgereichten Bestätigungen von Goldman Sachs vom 3. März 2008 für ausreichend. Soweit die Antragsgegnerin die Rechtsfähigkeit der Antragsteller zu 26) und 28) angezweifelt hat, hat sie diesen Einwand offensichtlich nach Vorlage der mit Schriftsätzen vom 20. und 26. Juni 2008 eingereichten Bestätigungen der Registerbehörde der Cayman Islands vom 11. und 20. Juni 2008 nicht mehr aufrechterhalten, da sie zu diesen keine Stellung genommen hat. Die Kammer hatte auf der Grundlage der zu den Akten gelangten Unterlagen keine Veranlassung, die Existenz der Antragsteller als juristische Personen und damit deren Antragsbefugnis in Frage zu stellen.

B. Begründetheit der Anträge

Die gegen die Antragsgegnerin gerichteten Anträge haben in dem aus dem Beschlusstenor ersichtlichen Umfang Erfolg. Insoweit waren die den Antragstellern gewährte Barabfindung sowie der den in der Gesellschaft verbliebenen Minderheitsaktionären zustehende Ausgleich zu erhöhen.

1. Verfahrensrügen

a) Die von einigen Antragstellern erhobene Verfahrensrüge im Hinblick auf die von ihnen behauptete fehlende Neutralität der Prüfung durch die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin ging fehl. Eine fehlerhafte Auswahlentscheidung der Kammer lag insoweit nicht vor, auch wenn die Bestellung von einem Vorschlag der Antragsgegnerin entsprach. Konkrete Auswahlkriterien für das Gericht bei der Prüferbestellung sind in der maßgeblichen gesetzlichen Vorschrift des § 293c AktG nicht geregelt. Vorgeschrieben ist lediglich die Bestellung eines Wirtschaftsprüfers beziehungsweise einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, wobei die Ausschlusstatbestände des § 319 Abs. 2 und 3 HGB zu beachten sind. Eine Verletzung dieser Bestimmungen durch die Bestellung von ist durch die Antragsteller aber nicht geltend gemacht worden. Insbesondere war nicht ersichtlich, dass der bestellte Prüfer in der Vergangenheit im Auftrag der Schering AG oder der Antragsgegnerin tätig geworden ist und aus diesem Grunde als voreingenommen zu gelten hätte.

Im Übrigen ist dem Hauptaktionär durchaus das Recht zuzugestehen, gemeinsam mit dem Antrag auf Bestellung eines Barabfindungsprüfers dem Gericht einen Vorschlag für dessen Auswahl zu unterbreiten. In der Folge ist es auch unbedenklich, wenn das Gericht diesem Vorschlag folgt (so auch OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288, 2289). Aus einem solchen Vorgehen kann nicht der Schluss gezogen werden, dass eine gebotene Auswahlentscheidung nicht stattgefunden hat. Eine solche bezieht nämlich auch andere Prüfer mit ein, die vom Antragsteller nicht benannt wurden, vom Gericht aber dennoch bestellt werden können. Etwas anderes gilt nur dann, wenn sich das Gericht unzutreffender Weise an den Vorschlag des Hauptaktionärs gebunden gefühlt hat, was von Antragstellerseite aber weder behauptet wurde, noch der Fall war.

b) Auch die vorgenommene Parallelprüfung führte grundsätzlich nicht zu einer Entwertung des Prüfungsgutachtens von in dem Sinne, dass es als nicht erstattet anzusehen wäre. Der Bundesgerichtshof hat in einer Grundsatzentscheidung aus dem Jahr 2006 festgestellt, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit sind erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitsentscheidungen erstreckt (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544). Eine solche Tätigkeit der Prüferin war aber ebenso wenig ersichtlich wie eine unzulässige Einflussnahme der hiesigen Antragsgegnerin auf deren Tätigkeit.

Unzutreffend war auch die Kritik, dass lediglich eine - in der Sache nicht ausreichende - Plausibilisierung der Unternehmensplanung und der Prüfergebnisse von vorgenommen habe. Zum einen führt die Prüferin in ihrem Gutachten vom 2. August 2006 aus, dass sie durchaus eigenständige Prüfungshandlungen vorgenommen hat, etwa im Rahmen von Gesprächen mit Vertretern der Schering AG. Zum anderen bestimmt die für die Frage des

erforderlichen Umfangs der Prüfung maßgebliche Regelung des § 293e Abs. 1 AktG lediglich, dass über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten und dabei anzugeben ist, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen sind. Einer näheren Begründung bedarf es lediglich hinsichtlich der Angemessenheit der angewandten Methode. Aus diesem Umstand folgert die überwiegende Meinung, dass der Vertragsprüfer keine eigene Unternehmensbewertung durchzuführen hat, sondern eine Plausibilitätskontrolle der ihm vorgelegten Bewertung ausreichend ist (vgl. etwa Langenbucher in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Rz. 4 zu § 293e AktG). Zwar sollen sich die Aktionäre ein eigenes Urteil bilden können, dessen Basis ist jedoch der Bericht des Vorstandes nach § 293a AktG, während sich der Prüfungsbericht als Ergebnisbericht letztlich auf ein Rechtmäßigkeitsurteil beschränkt (vgl. Hüffer, AktG, 10. Aufl., Rz. 6 zu § 293e AktG).

Im Ergebnis ist die durch durchgeführte Prüfung, gemessen am gesetzlichen Maßstab in § 293e AktG, nach Auffassung der Kammer nicht zu beanstanden. Ob das Angemessenheitsurteil in der Sache zutreffend war, war im Zusammenhang mit der Frage, ob eine formal ordnungsgemäße Vertragsprüfung stattgefunden hat, nicht relevant.

c) Aus den genannten Gründen war die Kammer im vorliegenden Verfahren nicht gehalten, entgegen der Intention des Spruchverfahrensgesetzes eine von Grund auf neue, umfassende Bewertung der Schering AG vorzunehmen beziehungsweise vornehmen zu lassen.

2. Abfindung nach § 305 AktG

Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Unternehmensvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen der außenstehenden Aktionäre deren Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Angemessen in diesem Sinne ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

3. Methodik der Wertermittlung

Die Unternehmensplanung der Schering AG war nach Maßgabe der vom gerichtlichen
Sachverständigen vorgenommenen Änderungen sowie einiger von der Kammer für erforderlich gehaltener Modifikationen geeignet, als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu dienen. Wesentliche

Mängel der vorgelegten Planung oder eine bewusste Manipulation zu Lasten der außenstehenden Aktionäre durch eine unzulässige Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips waren nach den Feststellungen des Sachverständigen nicht zu erkennen.

- a) Der im Spruchverfahren gerichtlich bestellte Sachverständige hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Schering AG- ebenso wie die Bewertungsgutachterin und die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur an Hand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).
- b) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft unter Ausblendung des abgeschlossenen Unternehmensvertrages basiert, so dass beispielsweise durch den Hauptaktionär mögliche Maßnahmen wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Restrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren. Mögliche, aber am Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind ebenso wenig zu berücksichtigen wie Zukunftsentwicklungen, die gerade infolge des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages eintreten werden beziehungsweise eingetreten sind (vgl. auch Eisolt, DStR 2002, 1145, 1149). Aus diesem Grunde sind auch für das Unternehmen negative Maßnahmen auszublenden, welche der Hauptaktionär aufgrund seiner beherrschenden Stellung gegenüber der Unternehmensleitung durchsetzen kann.
- c) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz. 374). Weil außenstehenden Aktionären das Ausscheiden aus der Gesellschaft ohne wirtschaftliche Nachteile ermöglicht werden soll; ist derjenige Wert maßgeblich, den das

Gesellschaftsunternehmen ohne Abschluss des Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags hätte (vgl. Hüffer, a.a.O., Rz 18 zu § 305 AktG).

- d) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativanlagen bestehen.
- e) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgschancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da ansonsten die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

4. Unternehmensplanung der Schering AG im Allgemeinen

a) Die von der Antragsgegnerin für die Detailplanungsphase auf der einen und die Phase der ewigen Rente auf anderen Seite prognostizierten Erträge sind vom gerichtlichen Sachverständigen im Wesentlichen nicht beanstandet worden. Sie konnten daher nach Maßgabe der nachfolgenden Ausführungen den Berechnungen des Unternehmenswerts der Schering AG zugrunde gelegt werden.

- b) In diesem Zusammenhang gilt für die gerichtliche Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte regelmäßig verbietet, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartigen Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive als auch negative Abweichungen.
- c) Von Seiten der Antragsteller wurde die Rüge erhoben, sowohl die Bewertungsgutachterin als auch der gerichtlich bestellte Sachverständige hätten diesen Grundsätzen widersprechende, eigenmächtige Änderungen an der Planung vorgenommen. Diese seien zwingend rückgängig zu machen, da die Gutachter gerade im Hinblick auf die Chancen von Produkten im Pharmamarkt nicht über bessere Erkenntnisse verfügen könnten als die zuständigen Gremien der Schering AG selbst. Während diese Argumentation auf den ersten Blick zutreffend zu sein scheint, war im vorliegenden Fall eine differenzierte Betrachtung erforderlich:
- d) Auf der einen Seite lag die aus dem Herbst 2005 stammende Unternehmensplanung vor, die im Dezember 2005 vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt worden war. Diese enthielt detaillierte Prognosen für den Dreijahreszeitraum von 2006 bis 2008, wobei die Aufstellung einer Dreijahresplanung nach den Vorgaben der International Financial Reporting Standards (IFRS) dem regelmäßigen Vorgehen des Unternehmens entsprach. Diese Übung sah auch vor, die Planung regelmäßig anhand der vorliegenden Quartalsergebnisse fortzuschreiben.
- aa) Soweit einige Antragsteller rügen, die Detailplanungsphase sei angesichts des Stichtages im September 2006 zu kurz gewählt, da der Planungszeitraum effektiv nur wenig mehr als zwei volle Kalenderjahre erfasse. Dies mag zwar nicht dem Idealzustand für eine Unternehmensbewertung nach dem Standard IDW S1 entsprechen, der in der Praxis eine Länge der Detailplanungsphase von mindestens drei bis zu fünf Jahren vorsieht (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert,

- 2. Aufl., S. 210). Im konkreten Bewertungskontext ist jedoch zunächst einmal maßgeblich, für welchen Zeitraum ein integriertes Planungsmodell des zu bewertenden Unternehmens vorliegt. Die Länge dieses Zeitraums hängt grundsätzlich davon ab, für wie viele Jahre und Monate die Produktion durch Aufträge ausgelastet ist, welche Folgeaufträge hieraus abgeleitet werden können und wie stabil sich das Wettbewerbsumfeld gestaltet. Diese Fragen unterliegen letztlich der Beurteilung durch den Vorstand, so dass der gewöhnliche Planungsprozess regelmäßig auch für Bewertungszwecke zu verwenden ist. Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie die zum Stichtag vorhandene Planung "verlängert" werden soll, wenn die hierfür notwendigen Daten nicht im erforderlichen Umfang oder zeitlich gesehen noch überhaupt nicht vorlagen.
- bb) Der weitere, von mehreren Antragstellern erhobene Einwand, die Planung sei zu alt gewesen, um die zum Bewertungsstichtag erkennbaren Entwicklungen adäquat abzubilden, erschien zwar auf den ersten Blick stichhaltig. Dies galt vor allem auch hinsichtlich des Vorbringens der Antragsteller zu 1), 77) und 79) bis 87), dass die der Planung zugrunde liegenden Daten bereits aus dem Sommer 2005 gestammt haben müssen, damit eine Konsolidierung auf Konzernebene im Herbst 2005 möglich war.

Allerdings hat der gerichtliche Sachverständige ausgeführt, dass die Planung aus dem Herbst 2005 der Bewertung nicht unverändert zugrunde gelegt worden ist, sondern dass diese – wie oben beschrieben – entsprechend der tatsächlichen Entwicklung sowie neueren Erkenntnissen in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2006 als "Forecast" fortgeschrieben worden ist. Die Ergebnisse dieses Prozesses sind dann in den sogenannten "Outlook II 2006" eingegangen. Darüber hinaus besaß die Planung aus dem Jahr 2005 im Hinblick auf den Bewertungsanlass den Vorzug, dass sie originär von der Schering AG stammte und noch unbeeinflusst vom "Bieterwettstreit" im Frühjahr 2006 und dem zunehmenden Einfluss der Antragsgegnerin im Laufe des Jahres 2006 erstellt worden ist.

- cc) Inwieweit die zum 27. Juli 2006 unter Mitwirkung der vorgenommenen Aktualisierungen der Planung zutreffend beziehungsweise gerechtfertigt gewesen sind, ist eine inhaltliche Bewertungsfrage, die von der isolierten Problematik des Alters der Planung zu trennen ist. Im Ergebnis lässt sich zu dieser Frage festhalten, dass die Kammer die zum Stichtag vorhandene Planung angesichts der erfolgten Fortschreibung für eine taugliche Grundlage der Unternehmensbewertung hielt.
- dd) In diesem Zusammenhang war dann auch der von den Antragstellern zu 1), 77) und 79) bis 87), erhobene Einwand, der gerichtlich bestellte Sachverständige habe sich (pflichtwidrig) nicht die "aktuelle Planung" der Schering AG vorlegen lassen, nicht gerechtfertigt. Die turnusmäßig

nachfolgende Planungsrechnung ist erst im Herbst 2006 erstellt worden, um dann im November 2006 vom Vorstand der Schering AG verabschiedet zu werden. Da dieses Datum nach dem Stichtag liegt, war die Planung aus dem November 2006 nicht als "aktuell" in dem Sinne anzusehen, dass sie für die vorliegende Bewertung hätte verwendet werden müssen, da es allein auf die Erkenntnisgrundlage am Stichtag ankommen konnte. Eine unmittelbare Einbeziehung der neueren Planung wäre nur dann geboten gewesen, wenn am 13. September 2006 der Planungsprozess bereits vollständig abgeschlossen gewesen hätte, die hieraus resultierenden Prognosen dem gerichtlichen Sachverständigen aber vorenthalten worden wären. Hierfür war aber nichts ersichtlich

- ee) Festzuhalten bleibt, was der gerichtliche Sachverständige auch mehrfach betont hat, dass mit Ausnahme der im Gutachten konkret diskutierten Sachverhalte, die im Sommer 2006 bekannt geworden sind, keine wesentlichen Änderungen an der Planung der Schering AG für den Zeitraum von 2006 bis 2008 vorgenommen worden sind, die zwingend rückgängig zu machen wären.
- e) Neben der turnusmäßigen Dreijahresplanung existierte bei der Schering AG der so genannte "strategischer Prozess" zur Steuerung der unternehmensinternen Ressourcen. Der gerichtliche Sachverständige beschreibt dieses Instrument in seinem Ergänzungsgutachten vom 15. Dezember 2011 als eine "interne produktbasierte Szenariobetrachtung", die mit ihrem Detailbezugs- und Verbindlichkeitsgrad nicht der verabschiedeten Planungsrechnung für 2006 bis 2008 entsprochen habe. Der strategische Prozess habe bei der Schering AG der Identifizierung von strategischem Potenzial und somit der Ausrichtung von Kapazitäten gedient und sowohl bereits am Markt befindliche Produkte als auch Projekte betroffen, die sich noch in der Entwicklungsphase befanden.
- f) Dieser strategische Prozess im Rahmen der Bewertung auch als "Business Case Model" oder abgekürzt als BCM bezeichnet diente der Bewertungsgutachterin dazu, eine Planungsrechnung für den Zeitraum 2009 bis 2015 aufzustellen, da sie davon ausging, dass im Jahr 2008 noch kein "eingeschwungener Zustand" erreicht sein würde, der für den Zeitraum der ewigen Rente fortgeschrieben hätte fortgeschrieben werden können.
- aa) Soweit mehrere Antragsteller der Auffassung sind, dem strategischen Prozess sei dieselbe Verbindlichkeit beizumessen wie einer bereits verabschiedeten Planung, so dass Änderungen grundsätzlich nicht in Betracht kämen, konnte die Kammer dieser Argumentation nicht folgen. Der gerichtliche Sachverständige hat in seiner ergänzenden Stellungnahme ausführlich erläutert, worin die Unterschiede zwischen dem strategischen Prozess der Schering AG und einer Unternehmensplanung im Sinne einer geordneten Darstellung von Erwartungswerten lagen: Es

sei lediglich die Ertragsseite in Form von risiko- und nicht risikoadjustierten Erträgen detailliert betrachtet worden, nicht aber die Aufwandsseite. Im Rahmen der Anhörung vom 14. August 2012 hat er hierzu noch einmal klarstellend ausgeführt, dass der strategische Prozess im Wesentlichen dazu gedient habe, die Verteilung des Budgets für Forschung und Entwicklung rechtzeitig zu steuern. Die Erfolgswahrscheinlichkeiten seien von den jeweiligen Projektteams beurteilt worden, ohne dass aber – anders als bei einem Planungsprozess – eine regelmäßige, systematische Anpassung an aktuelle Erkenntnisse stattgefunden habe. Der Sachverständige hat in der Anhörung weiter erläutert, dass es sich bei dem strategischen Prozess seinem Verständnis nach zwar um ein vom Vorstand installiertes Planungsinstrument der Schering AG gehandelt habe, es aber zwischen diesem Prozess und wesentlichen Strategieentscheidungen keinen unmittelbaren Zusammenhang gegeben habe.

- cc) Zwar mag es durchaus zweifelhaft erscheinen, dass die Schering AG über die übliche Dreijahresplanung hinaus keine Mittelfristplanung erstellt haben soll, bei der auch bereits konkrete Einschätzungen zu erwartetem Aufwand und Ertrag getroffen worden sind. Es lagen der Kammer jedoch keinerlei konkrete Erkenntnisse vor, aus denen sich die Vermutung hätte ergeben können, dass die Existenz einer solchen Planung von der Antragsgegnerin und der Bewertungsgutachterin unterdrückt und diese in der Folge der Prüferin und dem gerichtlichen Sachverständigen vorenthalten worden ist.
- dd) Vor diesem Hintergrund konnten die aus dem strategischen Prozess stammenden Zahlen nicht mit einer vom Vorstand verabschiedeten Planung gleichgesetzt werden. Im Zuge der Zusammenführung der Daten aus diesem Prozess zu einer konkreten Planung mussten auch die Ertragswerte nicht unverändert übernommen werden. Dies folgte schon aus der Überlegung heraus, dass es auch bei normalen Planungsprozessen, die "Bottom-Up" erstellt werden, bei der Konsolidierung in der Regel zu einer Kürzung der Erwartungen kommen wird, da die einzelnen Unternehmenseinheiten dazu tendieren, die Chancen ihrer jeweiligen Bereiche zu positiv zu bewerten.
- ee) Der Umstand, dass die von aus dem BCM erstellte Planung Vorstand und Aufsichtsrat der Schering AG am 20. Juli 2006 vorgestellt und von diesen Gremien gebilligt worden ist, gibt für die Sichtweise der Antragsteller nichts her, da es sich hier bereits um "angepasste" Werte gehandelt hat.
- g) Soweit einige Antragsteller die Auffassung vertreten, allein der Umstand, dass das im Jahr 2006 tatsächlich erzielte Konzernergebnis der Schering AG deutlich über den in der Planung enthaltenen Prognosen gelegen habe, könne als Beweis für die Untersetzung der zu erwartenden

Ergebnisse zu Lasten der Minderheitsaktionäre dienen, vermochte dies nicht zu überzeugen. Der gerichtliche Sachverständige hat in seiner Anhörung vom 14. August 2012 hierzu ausgeführt, dass für das bessere Ergebnis zum einen ein Rückgang der Kosten für Marketing und Vertrieb im dritten Quartal verantwortlich gewesen sei, da auf Seiten der Schering AG abgewartet wurde, welche Folgen die beabsichtigte Zusammenführung der Unternehmensaktivitäten mit der Antragsgegnerin haben würde. Zum anderen hätten sich im vierten Quartal erhebliche Mehrerlöse durch die Veräußerung von Tochtergesellschaften an die Antragsgegnerin eingestellt. Nach Bereinigung der außergewöhnlichen Einflüsse auf das Ergebnis habe sich aufgrund der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ein Mehrbetrag von 40 Mio. € ergeben, der angesichts des Gesamtergebnisses nicht ins Gewicht gefallen sein.

Von einer systematischen Unterschätzung der Umsatz- und Gewinnentwicklung durch die Geschäftsleitung der Schering AG konnte damit nicht ausgegangen werden. Hinzu kommt, dass die Antragsgegnerin unbestritten vorgetragen hat, dass der Ergebnissprung des Jahres 2005 in ganz erheblichem Umfang auf für die Schering AG positive Wechselkurseffekte zurückzuführen gewesen ist. Auch insoweit bestand kein Anlass, die grundsätzliche Geeignetheit der vom Vorstand beschlossenen und aktualisierten Planung als taugliche Grundlage für die Unternehmensbewertung in Zweifel zu ziehen.

5. Änderungen an der Planung

Hinsichtlich der Detailplanung der Jahre 2006 bis 2008 haben sich die nachfolgenden Änderungen im Hinblick auf die Erträge der beschlossenen Planung ergeben:

a) Zum einen handelt es sich um die Berücksichtigung der im Juli 2006 bekannt gewordenen Notwendigkeit, am Standort Berlin hergestellte Chargen des Röntgenkonstrastmittels Ultravist 370 wegen Produktionsfehlern zurückzurufen. Zur Berechtigung dieser Ansätze ist im Rahmen der Diskussion der Planung des Geschäftsbereichs Diagnostische Bildgebung Stellung zu nehmen. Gleiches gilt für die Berechtigung der Verschiebung der erwarteten Markteinführung des Wirkstoffs Sargramostim mit der Indikation Morbus Chron aufgrund negativer Studienergebnisse, die gleichfalls im Juli 2006 bekannt geworden waren.

Ferner wurden Anpassungen bei Mieterträgen für Objekte vorgenommen, die im Rahmen der Bewertung als nicht betriebsnotwendig qualifiziert worden sind und deren Marktwert damit im Bewertungsergebnis enthalten ist. Hiergegen haben die Antragsteller zu Recht keine Einwendungen erhoben.

b) Darüber hinaus hat den von der Schering AG als konstant angenommenen Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar ab 2007 verändert und anstelle eines Kurses von 1,25 \$ für einen Euro die vom Dienstleister Bloomberg Ende 2006 veröffentlichten Forward Rates verwendet. Die Negativeffekte dieser Änderung, die von als "technisch" dargestellt wurde, hat der gerichtliche Sachverständige auf Seite 239 seines Ausgangsgutachtens tabellarisch zusammengefasst.

Den entsprechenden Eingriff in die Planung der Jahre 2007 und 2008 hielt die Kammer für nicht gerechtfertigt, so dass er rückgängig zu machen war. Völlig unabhängig von der an anderer Stelle noch zu diskutierenden Frage, ob für die Einschätzung zukünftiger Wechselkurse die Ableitung aus Forward Rates oder aus Analystenschätzungen die angemessenere Grundlage bietet, durfte die bestehende Planung nur abgeändert werden, wenn die insoweit vom Vorstand getroffene Prognosen nicht plausibel waren. Zu der Frage, ob die Annahme eines durchgängigen Wechselkurses von 1,25 € zum US-Dollar für den Detailplanungszeitraum angesichts der zum Bewertungsstichtag vorliegenden Informationen nicht vertretbar war, äußern sich aber weder die Bewertungsgutachterin noch die Prüferin oder der gerichtlich bestellte Sachverständige.

Angesichts des Umstandes, dass Wechselkurse zwischen Währungen von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, ist eine verlässliche Vorhersage über einen längeren Zeitraum hinweg ohnehin nicht seriös möglich. Aus diesem Grunde ist es grundsätzlich nicht zu beanstanden, wenn zu Planungszwecken im Sinne einer Konvention von einem durchschnittlichen Kurs ausgegangen wird. Die entsprechende Annahme ist lediglich dann zu beanstanden, wenn der verwendete Durchschnitt unrealistisch niedrig oder hoch ist. Hierfür lassen sich aus den vorliegenden Gutachten aber keine Erkenntnisse gewinnen, so dass es für den Zeitraum der Jahre 2006 bis 2008 bei den Planungen des Vorstandes zu verbleiben hatte.

- c) Die Kammer hielt die Berücksichtigung der kurz vor dem Bewertungsstichtag bekannt gewordenen Problematiken dagegen grundsätzlich für zwingend, da sämtliche auf die künftigen Unternehmensüberschüsse einwirkenden Faktoren in die Berechnung des Ertragswerts einzubeziehen sind. Dem kann nicht pauschal entgegengehalten werden, dass bei der Bewertung der Schering AG offensichtlich lediglich negative Werteinflüsse berücksichtigt worden seien während der gegenüber den Erwartungen positivere Verlauf der Geschäfte im Jahr 2006 "ausgeblendet" worden sei.
- aa) Vor diesem Hintergrund waren, wie der gerichtlich bestellte Sachverständige zu Recht ausführt, die kurz vor dem Bewertungsstichtag bekannt gewordenen Fertigungsprobleme bei dem Röntgenkontrastmittel Ultravist in der Konzentration 370 dem Grunde nach zu berücksichtigten, da

die Leitung der Schering AG zu Recht davon ausging, dass es zu einem Produktrückruf kommen werde. Dass es sich hierbei nicht nur um eine von mehreren Handlungsalternativen handelte, die nicht überwiegend wahrscheinlich war, zeigt bereits der Umstand, dass der beabsichtigte Rückruf am 31. Juli 2006 zum Gegenstand einer ad-hoc Mitteilug nach § 15 WpHG gemacht worden ist.

bb) Fraglich war allerdings, wie die anzunehmenden und absehbaren Auswirkungen der Höhe nach zu beurteilen waren, was einer näheren Betrachtung bedurfte. Der gerichtlich bestellte Sachverständige betont zwar, dass die Prognosen über die Auswirkungen der Aussetzung der Produktion sowie des Rückrufs und der Vernichtung bereits ausgelieferter Chargen von der Schering AG stammten. Dies bedeutete jedoch nicht, dass diese offensichtlich unter dem Zeitdruck der bevorstehenden Hauptversammlung stehende Einschätzung nicht einer gesonderten Überprüfung standhalten muss, da sie nicht mit einer abgeschlossenen und vom Vorstand gebilligten Planung gleichgesetzt werden konnte. In der zur Hauptversammlung gefertigten "indikativen Abschätzung der Wertauswirkung eines möglichen Rückrufs von Ultravist 370" betont

auf Seite 2 auch entsprechend, dass es sich bei der Abschätzung der Schering AG nur um eine erste Einschätzung der möglichen Folgen gehandelt hat, die auf verschiedenen vereinfachenden Annahmen beruht habe. Damit unterlag die Kontrolle der "Anpassung" anderen Maßstäben als die Beurteilung der Plausibilität der regulären Unternehmensplanung, was der gerichtlich bestellte Sachverständige offensichtlich anders bewertet, wie seine Ausführungen auf Seite 32 des Ergänzungsgutachtens vom 15. Dezember 2011 zeigen.

Eine nähere Betrachtung der Problematik ist im Zusammenhang mit der konkreten Planung für die Produktfamilie Ultravist vorzunehmen.

6. Prüfungsmaßstab des Gerichts

Der grundsätzlichen Kritik des Antragstellers zu 49) an der Tätigkeit des gerichtlich bestellten Sachverständigen vermochte sich die Kammer nicht anzuschließen.

a) Der Argumentation im Schriftsatz vom 15. Juli 2011 ist insoweit zu folgen, als es nicht Aufgabe des gerichtlichen Spruchverfahrens sein kann, die von der Antragsgegnerin vorgenommene Unternehmensbewertung lediglich daraufhin zu überprüfen, ob sie sich vom Ergebnis her als – noch – vertretbar erweist. Vielmehr hat sich das Spruchgericht, soweit von den Antragstellern erhebliche Einwendungen gegen die Höhe der ihnen gewährten Kompensation erhoben worden sind, von der Richtigkeit der gewählten Bewertungsmethode, der darin enthaltenen Ansätze sowie der einzelnen Bewertungsschritte zu überzeugen. Dabei hat sich das Gericht bei fehlender eigener Sachkunde sachverständiger Hilfe zu bedienen, was regelmäßig der Fall sein dürfte.

- b) Diese Prämissen können nach Auffassung der Kammer aber nicht dazu führen, dass das Spruchgericht das Gutachten eines im Verfahren beauftragten gerichtlichen Sachverständigen in allen Einzelheiten nachzuvollziehen hat, um dieses zur Grundlage seiner Entscheidung machen zu können. Eine derartige Prüfung scheitert bereits an dem Umstand, dass das Gericht hierzu wie bereits erwähnt aus rein fachlichen Gründen nicht in der Lage und aus diesem Grunde faktisch gezwungen ist, sich auf die vom Sachverständigen getroffenen Feststellungen zu verlassen. Die Grenze einer Übernahme sachverständiger Feststellungen durch das Gericht kann erst dort erreicht sein, wo das Gutachten in sich nicht schlüssig ist.
- c) Die von dem Antragsteller zu 49) zitierte Rechtsprechung betrifft überwiegend den Prüfungsmaßstab des Gerichts im Hinblick auf die zu Beginn jedes Spruchverfahrens bereits existierenden Begutachtungen zum Unternehmenswert des jeweiligen Bewertungsobjekts. Hierbei handelt es sich um die im Auftrag des Antragsgegners erstellte Bewertung sowie um das Gutachten des gerichtlich bestellten Prüfers über das Ergebnis seiner Prüfungshandlungen. Die zum Teil wörtlich zitierten Entscheidungen beinhalten jedoch nicht die Aussage, dass das Gericht grundsätzlich auch die Feststellungen eines darüber hinaus im Spruchverfahren eigens beauftragten Sachverständigen grundsätzlich in Frage zu stellen hätte, da sonst Sinn und Zweck der Beweisaufnahme verfehlt würden.
- d) Mit den vom Antragsteller zu 49) verlangten Angaben zu den vom Sachverständigen herangezogenen Quellen etwa auch im Hinblick auf die von ihm geführten Gespräche wäre nach Meinung der Kammer im Ergebnis nichts gewonnen. In diesem Zusammenhang kann es regelmäßig nur um Fragestellungen gehen, die mit der Bestandsaufnahme und Bewertung der Erwartungslage zum Bewertungsstichtag zusammenhängen und sowohl die subjektive Einschätzung auf der Ebene des Bewertungsobjekts als auch die allgemeine Einschätzung durch den Markt betreffen. Neben der ohnehin existierenden Schwierigkeit, die Ausgangslage am Bewertungsstichtag nach Ablauf oft mehrerer Jahre nachzuvollziehen, ist es dem Gericht aufgrund mangelnder Branchenkenntnisse und fehlenden Detailwissens um die Marktchancen und die Marktentwicklung von einzelnen Produkten und Dienstleistungen nicht möglich, die Qualität und Vertretbarkeit einer Prognose aus eigener Anschauung zu bewerten.
- e) Zum anderen räumt auch der Antragsteller zu 49) ein, dass die Ermittlung des Unternehmenswerts auf der Grundlage des verfassungsrechtlich unbedenklichen Ertragswertverfahrens zu keinem mathematisch exakt fassbaren Ergebnis führen kann. Dies folgt bereits aus dem Umstand, dass innerhalb des Bewertungspfades eine Vielzahl von Annahmen zu treffen ist, die sich mit mehr oder weniger großer Erheblichkeit auf das Endergebnis auswirken.

Aus eben diesem Grund kann auch die "Richtigkeit" des Ergebnisses nicht überprüft werden, da es ein "richtiges" Ergebnis im Sinne einer bestimmten Zahl nicht geben kann. Vielmehr ergibt sich stets eine Bandbreite von denkbaren Unternehmenswerten, innerhalb derer sich auch Sicht des maßgeblichen Stichtages "richtige" Ergebnisse bewegen. Für die Suche nach dem "richtigsten" Ergebnisses innerhalb der gewonnenen Bandbreite fehlt es sowohl an einer tauglichen theoretischen Grundlage als auch an der entsprechenden Methodik.

- f) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer die im Beweisbeschluss vom 27. Juni 2008 enthaltenen Einschränkungen im Hinblick auf die Ausermittlung von Bewertungsdetails weiterhin für zutreffend und praktikabel, um in angemessener Zeit zu einer Beendigung des Verfahrens zu gelangen. Soweit eine bestimmte Betrachtungsweise dazu führt, dass sich der rechnerische Unternehmenswert, vor allem bezogen auf den einzelnen Anteil, kaum verändert, bedarf es nach Überzeugung der Kammer einer umfangreichen Ausermittlung nicht. Der einzelne Aktionär hat zwar ein Recht auf die Zubilligung eines angemessenen Ausgleichs beziehungsweise einer angemessenen Abfindung. Hiermit korrespondiert jedoch nicht ein Anspruch darauf, im Spruchverfahren eine in sämtliche denkbaren Details gehende Unternehmensbewertung zu erhalten, da es sich, anders als der Antragsteller zu 49) meint, nicht um eine unabdingbare Voraussetzung für die Bestimmung der angemessenen Kompensation handelt.
- g) Zum einen soll sich die gerichtliche Überprüfung der Kompensation nach dem Willen des Gesetzgebers auf die von den Antragstellern hinreichend begründeten Einwendungen beschränken, so dass regelmäßig ohnehin eine vollständige Neubewertung des verfahrensgegenständlichen Unternehmens unter Betrachtung sämtlicher potenziell wertrelevanten Faktoren nicht in Betracht kommt. Zum anderen würde die Ermittlung wertmäßig nur begrenzt relevanter Sachverhalte angesichts der genannten Wertbandbreite zu einer Scheingenauigkeit führen, zumal in der Praxis Veränderungen an den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes durch deren "Hebelwirkung" im Gegensatz zu geringfügigen Änderungen des Kalküls bei einzelnen Punkten der Einnahmen- oder Ausgabenseite zu spürbaren Effekten führen.

Die Aufforderung an den Sachverständigen, nicht wertrelevante Details von einer näheren Betrachtung auszunehmen, war damit nicht als Aufforderung zu verstehen, "nicht so genau" zu sein.

7. Unternehmensplanung der Schering AG im Einzelnen

a) Spezial-Therapeutika

- aa) Der Umsatz des Geschäftsfelds Spezial-Therapeutika wurde zum Bewertungszeitpunkt maßgeblich durch das Produkt Betaferon/Betaseron zur Behandlung der Krankheit Multiple Sklerose (MS) bestimmt. Dieses Medikament, welches in den meisten Ländern zur Behandlung schubförmiger Verlaufsformen der MS zugelassen ist und weltweit bei fast 19 % aller MS-Behandlungen zum Einsatz kam, führte die Liste der umsatzstärksten Produkte von Schering an. Allein im Jahr 2005 konnten die Umsätze um 10,9 % gesteigert werden. Die wesentlichen Absatzmärkte lagen dabei in Europa und den USA.
- bb) Der Patentschutz für Betaferon/Betaseron lief in den USA bereits im Jahr 2007 und in den wesentlichen europäischen Märkten im Jahr 2008 aus. Aus diesem Grunde ging die Planung von einem weiteren Umsatzanstieg bis zum Jahr 2009 und nachfolgend abschmelzenden Umsätzen infolge des erwarteten Markteintritts von oralen Therapeutika und Nachahmerprodukten aus. Für die USA bestand insoweit allerdings jedenfalls im Jahr 2006 die Besonderheit, dass keine rechtlichen Grundlagen für die Zulassung von Nachahmerprodukten zu biotechnologisch hergestellten Präparaten existierten. Aus diesem Grund wurde für den US-Markt mit einem geringeren Umsatzrückgang nach Patentablauf geplant.
- cc) Zum Bewertungsstichtag liefen zwei Forschungsprogramme zur Weiterentwicklung von Betaferon beziehungsweise zur Erweiterung des Anwendungsbereichs im Rahmen des so genannten "Life-Cycle-Managements": So untersuchte Schering im so genannten BEYOND-Programm die Wirksamkeit von hoch dosiertem Interferon beta-1b bei Patienten mit schubförmig remittierender MS. Die im September 2005 veröffentlichten Ergebnisse sprachen zum Bewertungsstichtag dafür, dass eine frühe Behandlung mit Betaferon das Risiko der Entstehung einer klinisch eindeutigen MS reduzieren könnte. Eine Zulassung wurde später dann aber nicht beantragt, da die für eine solche erforderlichen Daten nicht generiert werden konnten. Darüber hinaus führte Schering in mehreren Ländern die so genannte BENEFIT-Studie durch, welche Erkenntnisse über die Auswirkungen einer möglichst frühzeitigen Behandlung mit Betaferon liefern sollte.
- dd) Belastbare Ergebnisse aus der zuletzt genannten Studie lagen nach den Angaben des gerichtlich bestellten Sachverständigen im September 2006 noch nicht in vollem Umfang vor, da die Nachbeobachtungsphase noch nicht abgeschlossen war. Soweit die Antragsteller zu 21) bis 37) und 105) aus diesem Grunde eine zu vorsichtige Planung rügen und auf ein Interview mit der Leiterin der Sparte Spezial-Therapeutika der Bayer Schering Pharma, Frau Darlene Jody verweisen, das im Juni 2007 in der BHC World veröffentlicht wurde, hielt die Kammer dies nicht

für überzeugend. Zum einen führt der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten vom 15. Dezember 2011 aus, dass die aus dem ersten Teil der Studie gewonnenen Erkenntnisse durchaus in die Planung eingeflossen waren, so dass entgegen der Annahmen der Antragsteller nicht angenommen werden konnte, eine Berücksichtigung sei entgegen dem Gedanken der "Wurzeltheorie" vollständig unterblieben. Zum anderen unterstellt die Detailplanung bis zum Jahr 2008 noch deutliche Wachstumsraten für Betaferon. Nach dem Prognosemodell für die Zeit von 2009 bis 2015 wird erst für das Jahr 2010 mit einer Umkehr der Entwicklung und im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr abnehmenden Umsätzen gerechnet.

- ee) Daneben sah Schering im Bewertungsstichtag im Behandlungsgebiet MS ein erhebliches Umsatzpotenzial im Wirkstoff Alemtuzumab, der unter der Namen Campath bereits zur Behandlung von chronisch-lymphatischer Leukämie vertrieben wurde. Nach dem strategischen Prozess sollte Campath MS ab dem Jahr 2011 in dem Markt eingeführt werden und bis 2015 neben Betaferon zu erheblichen Umsätzen beitragen. Allerdings lagen seit September 2005 die Zwischenergebnisse einer von Schering und deren Kooperationspartner Genzyme durchgeführten Phase-II-Studie vor, in der es bei Patienten zu behandlungsbedingten schwerwiegenden Nebenwirkungen gekommen war, so dass die amerikanische FDA die Fortführung der Studie ausgesetzt hatte.
- ff) Für die Kammer waren unter Berücksichtigung der Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen keine objektiven Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass die die Planansätze entsprechend der Einwendungen der Antragsteller als zu negativ einzustufen und damit anzuheben wären. In diesem Zusammenhang ist erneut hervorzuheben, dass die Behauptung mehrerer Antragsteller, beziehungsweise der gerichtliche Sachverständige hätten in die vom Vorstand der Schering AG verabschiedete Planung eingegriffen und hier Negativanpassungen vorgenommen, nicht zutreffend ist. Der gerichtliche Sachverständige hat dies auf Seite 36 seines Ergänzungsgutachtens vom 15. Dezember 2011 noch einmal ausdrücklich betont.
- gg) Bei der Bewertung der vor allem über den Detailplanungszeitraum hinausgehenden Prognosen war der empirisch gesicherte Produktlebenszyklus bei Originatoren wie der Schering AG zu berücksichtigen. Nach der Markteinführung eines patentgeschützten Medikaments findet im Zeitpunkt des Ablaufs des Patents regelmäßig eine Zäsur statt, da es Generika-Produzenten dann erlaubt ist, mit "Nachahmer-Produkten" auf den Markt zu kommen. Dies führt beim Originator sowohl zu einem Einbruch der Umsätze als auch der erzielten Erlöse, da der generische Wettbewerb auch mit Preisdruck gleichgesetzt werden kann. Abhängig davon, wann und wie viele Generika- Unternehmen in den Markt drängen, kann diese Situation dazu führen, dass der

Originator in den ersten drei Jahren nach Patentablauf bis zu 80 Prozent seines ursprünglichen Absatzvolumens verliert (vgl. Merk/Merk in Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 324).

hh) Eine auf diesen pauschalen Annahmen beruhende Planung wäre im Fall von Betaferon/Betaseron aufgrund der oben genannten Besonderheiten sicherlich verfehlt gewesen, da insbesondere in den USA wegen der dort bestehenden Beschränkungen nicht mit einer schnellen Verfügbarkeit von generischen Konkurrenzprodukten zu rechnen war. Entsprechend ging auch Schering im Geschäftsbericht des Jahres 2005 davon aus, dass nach Patentablauf durch den biotechnologischen Herstellungsprozesse und die damit verbundenen erhöhten Anforderungen an die Zulassung von Nachahmerprodukten ein gewisser Konkurrenzschutz gegeben sein würde.

Die vorliegenden Planungsprognosen berücksichtigen diese Faktoren jedoch und gehen, wie oben angesprochen, auch nach Ablaufen des Patentschutzes zunächst noch von einem weiteren Anstieg der Umsätze bis zum Jahr 2009 und erst danach von einem kontinuierlichen Absinken aus, ohne dass ein abrupter Einbruch der Ergebnisse angenommen wurde.

- ii) Eine zu negative Planung war vor diesem Hintergrund für die Kammer weder für die Detailplanungsphase noch für die anschließende Phase bis zum Jahr 2015 oder die ewige Rente konkret ersichtlich. Wie sich dem Sachverständigengutachten vom 11. August 2010 entnehmen lässt, sahen Analysten Ende 2006 die weitere Entwicklung von Betaferon deutlich negativer als dies in der Planung der Schering AG reflektiert wird.
- jj) Der gerichtliche Sachverständige nennt als weiteren Hintergründe für die geplante Entwicklung neben dem Auslaufen des Patentschutzes zu erwartende orale Therapeutika und den zum Bewertungsstichtag offenen Ausgang der Verhandlungen mit Chiron (Kaufoption bei change-of-control):
- aaa) Der Auftragsfertiger Chiron, der für die Schering AG für den US-Markt Betaseron herstellte, war von der Novartis AG übernommen worden, was Schering dazu berechtigt hatte, eine Kaufoption für alle für die Herstellung von Betaseron eingesetzten Vermögenswerte auszuüben. Zu dieser Frage liefen im September 2006 noch Verhandlungen beziehungsweise Rechtsstreitigkeiten zwischen Schering und Novartis/Chiron, eine Einigung wurde erst nach der Hauptversammlung erzielt. Bei einem Scheitern bestand das Risiko, dass Dritte Zugriff auf die bei Chiron (agernden biogenerischen Stämme von Betaseron erlangen und diese zur Entwicklung von Konkurrenzpräparaten nutzen könnten. Damit war die der Planung zugrunde gelegte Annahme,

dass sich Chancen und Risiken in der entstandenen Situation gleichberechtigt gegenüberstünden und damit letztlich vom Status Quo auszugehen sei, nicht zu beanstanden.

bbb) Die Planung geht weiter nachvollziehbar davon aus, dass der Marktanteil von MS-Medikamenten, die ausschließlich durch Injektion verabreicht werden können abnehmen wird, sobald oral einnehmbare Produkte am Markt verfügbar sein werden. Die Einwendungen einiger Antragsteller, es sei lebensfremd anzunehmen, dass Schering für Betaferon nicht gleichfalls an dieser Verabreichungsform gearbeitet habe, waren zwar grundsätzlich nachvollziehbar. Auf der anderen Seite existierten nach den Erkenntnissen, welche der gerichtliche Sachverständige im Rahmen seiner Begutachtung gewonnen hat, entsprechende Forschungsarbeiten, die bereits eine präklinische Phase erreicht hatten, im Herbst 2006 aber tatsächlich nicht. Damit konnte für die Zwecke der Bewertung der Schering nicht unterstellt werden, dass künftige Umsätze mit einer oral verfügbaren Formulierung von Betaferon erzielt werden können. In diesem Zusammenhang war nicht einmal ersichtlich, dass sich der zugrundeliegende Wirkstoff Interferon-1b überhaupt für eine Formulierung in Tablettenform eignet.

- kk) Der gerichtliche Sachverständige hat im Rahmen seiner Betrachtungen zur Plausibilisierung der Planung, wie oben bereits erwähnt, ausgeführt, dass im Herbst 2006 Analysten das weitere Entwicklungspotenzial von Betaferon weitaus weniger positiv sahen als Schering selbst. Zwar mag dieser Umstand isoliert betrachtet nur eine geringe Aussagekraft besitzen, da hinsichtlich der geäußerten Auffassungen Dritter weder deren Informationsbasis ersichtlich noch auszuschließen ist, dass die fraglichen Meinungen interessegeleitet publiziert worden sind. Dennoch sprach auch dieser Umstand gegen die Annahme, dass die der Bewertung zugrunde liegenden Planungen zu Lasten der Minderheitsaktionäre nicht der seinerzeit vorherrschenden Marktsicht entsprochen hätten.
- Ergänzungsgutachtens angestellte Betrachtung der tatsächlichen Umsatzentwicklung der Betaferon Produktfamilie in den Jahren 2006 bis 2010 keine Anhaltspunkte dafür, dass die Planung systematisch zu negativ oder "pessimistisch" war und den Minderheitsaktionären damit realistischer Weise zu erwartende Erträge vorenthalten worden wären. Die festgestellten Abweichungen zwischen der Planung und den tatsächlichen Umsätzen bewegten sich im Detailplanungszeitraum in einem Bereich unterhalb von 3 % und damit innerhalb der zu erwartenden Unsicherheitsbandbreite. Unabhängig von der Frage, ob und in welchem Umfang die nach dem Bewertungsstichtag liegende Entwicklung für nachträgliche Korrekturen an der Planung herangezogen werden kann, ergaben sich jedenfalls keine Anhaltspunkte für eine fehlende Plausibilität, die entsprechende Überlegungen hätte rechtfertigen können.

mm) Da grundsätzlich ausschließlich auf die Erkenntnisgrundlagen aus der Sicht des Stichtages abgestellt werden kann, sind einer nachträglichen Überprüfung der Planannahmen durch eine Gegenüberstellung mit der tatsächlichen Entwicklung in den Folgejahren Grenzen gesetzt. Regelmäßig kann lediglich aus einem Blick auf die dem Bewertungsstichtag unmittelbar folgenden Zeiträume ein Rückschluss auf die Vertretbarkeit von Planannahmen gezogen werden. Vor diesem Hintergrund konnte es auf Ereignisse in den Jahren 2010 und 2011 entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 1) und 77) bis 87) und dem von diesen mit Erarbeitung einer Stellungnahme beauftragten Buchprüfer nicht ankommen. So dürfte es im Herbst 2006 etwa schlechthin unmöglich gewesen sein vorherzusehen, dass im Jahr 2011 Zulassungsanträge für das orale MS-Mittel Cladribin zurückgewiesen würden.

nn) Die in diesem Zusammenhang aufgestellte Forderung, der Sachverständige hätte auch die Eintrittswahrscheinlichkeiten (POR) für die Produkte von Mitbewerbern überprüfen müssen, ging über die im Rahmen eines Spruchverfahrens zu leistenden Ermittlungen deutlich hinaus. Es war nicht ersichtlich, wie sich ein außerhalb des jeweiligen Konkurrenzunternehmens stehender Dritter, sei es ein Sachverständiger oder das Gericht, nachvollziehbare Kenntnisse über den Entwicklungsstand eines Präparats zum Bewertungsstichtag verschaffen könnte, da es sich nicht um allgemein zugängliche Informationen handelt. Damit konnte es nur auf die bei der Schering AG vorhandenen Kenntnisse des Marktumfeldes ankommen, es sei denn, diese hätten nachweislich auf unzutreffenden Annahmen beruht. Letzteres ist von Seiten der Antragsteller aber nicht konkret behauptet oder sonst dargetan worden.

oo) Soweit i die Eintrittswahrscheinlichkeit (POR) für das im Bewertungsstichtag noch nicht verfügbare Präparat Campath MS von 45 % auf 23 % herabgesetzt hat, war dies angesichts der Ergebnisse der Phase-II-Studie nachvollziehbar, da von einer schnellen Markteinführung entgegen der im strategischen Prozess noch enthaltenen Erwartungen nicht mehr ausgegangen werden konnte

aaa) Gegen eine derartige Anpassung sprach nicht der Umstand, dass die problematischen Studienergebnisse zum Bewertungsstichtag bereits seit einem Jahr bekannt waren, da der gerichtliche Sachverständige in seiner Anhörung vom 14. August 2012 noch einmal ausdrücklich bestätigt hat, dass der strategische Prozess durch die verantwortlichen Projektteams nicht zyklisch an neue Erkenntnisse angepasst wurde. Damit konnte nicht die Feststellung getroffen werden, dass im Herbst 2006 bei Schering die Überzeugung vorgeherrscht hat, die Ergebnisse der Phase-II-Studie würden die weitere Entwicklung von Campath MS nicht beeinträchtigen können.

Vielmehr teilt der Sachverständige auf Seite 56 seines Ergänzungsgutachtens ausdrücklich mit, dass auch durch das zuständige Projektteam der Schering AG im Juli 2006 die Notwendigkeit gesehen wurde, die ursprünglich mit 45 % angesetzte POR zu reduzieren. Damit beruhte die in der Zwischenphase der Planung vorgenommene Anpassung nicht auf einem willkürlichen Eingriff von

bbb) Zudem war die Wirkstoffgruppe, der Campath entstammt, offensichtlich nicht unumstritten, wie sich aus den Ausführungen des Sachverständige in seinem Hauptgutachten hinsichtlich der bei dem auf denselben Antikörpern aufbauenden Konkurrenzprodukt Tysabri aufgetretenen Schwierigkeiten ergibt. Wie der Sachverständige weiter ausführt, lag der neue Wert für die POR oberhalb des für die Indikation und Entwicklungsphase bestehenden Industrie-Benchmarks von 15 %, so dass er die Planung insoweit nicht für unplausibel hielt.

ccc) Dem schließt sich die Kammer im Ergebnis an. Es konnte für die Zwecke der Unternehmensbewertung im Rahmen des Spruchverfahrens nicht auf medizinische Expertisen zu den pharmazeutischen Bewertungen einzelner Wirkstoffe und Präparate ankommen, da schon nicht ersichtlich war, dass eine solche rückwirkende Bewertung überhaupt möglich und sinnvoll wäre. Angesichts der Unsicherheit, die mit einer in die entfernte Zukunft reichenden Betrachtung von Umsatzchancen grundsätzlich verbunden ist, ist es nicht geboten, jedes Detail auszuermitteln, es sei denn, es bestünden konkrete Anhaltspunkte für eine Fehlerhaftigkeit der Prognosen. Letztlich wurde aber auch eine solche Verfahrensweise lediglich zu einem weiteren begründbaren beziehungsweise vertretbaren Ergebnis führen. Ein Abschluss des Verfahrens in angemessener Zeit wäre hingegen nicht mehr zu erreichen.

pp) Hinsichtlich der Frage der möglichen Kannibalisierungseffekte zwischen Betaferon und Campath MS und deren Wechselwirkungen mit Höhe der angesetzten Eintrittswahrscheinlichkeit (POR) war angesichts der Marktposition von Schering zu berücksichtigen, dass von einer zwingenden Wechselwirkung im Sinne eines bloßen Verschiebung von Marktanteilen im Bereich der Schering-eigenen MS-Präparate nicht ausgegangen werden konnte.

Zum Bewertungsstichtag befanden sich insgesamt fünf Konkurrenzprodukte auf dem Markt, von denen vier einen höheren Marktanteil besaßen als Betaferon/Betaseron. Daher war es nicht unwahrscheinlich, dass von einem Misserfolg oder einer verzögerten Einführung von Medikamenten, die nach dem Willen von Schering Betaferon ergänzen oder ersetzen sollten, (auch) die Produkte der konkurrierenden Unternehmen würden profitieren können. Aus diesem Grunde war es nicht vertretbar, die durch die verringerte POR verzögerten künftigen Umsätze mit

Campath MS im Verhältnis eins zu eins den erwarteten Umsätzen mit Betaferon/Betaseron zuzuschlagen.

qq) Die von vorgenommene Planung für das in der Phase II der klinischen Entwicklung befindliche Morbus Parkinson Präparat Spheramine ist von den Antragstellern nicht konkret in Frage gestellt worden. Die gegenüber dem strategischen Prozess nach unten korrigierten Ertragserwartungen waren angesichts der vom Sachverständigen beschriebenen Unsicherheiten wegen der Neuheit der fraglichen Therapieform – nicht nur für die Schering AG – nachvollziehbar. Es waren jedenfalls keine Argumente dafür ersichtlich, dass die Erfolgserwartungen gerade für Schering höher liegen sollten als dies dem (allgemeinen) Industrie-Benchmark entnommen werden konnte.

b) Gynäkologie und Andrologie

- aa) Bei dem Geschäftsbereich Gynäkologie und Andrologie handelt es sich um den für den Ertragswert des Gesamtkonzerns der Schering AG bedeutendsten Bereich, da er nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen 71 % zu diesem Wert beiträgt. Im Geschäftsjahr 2005 betrug der Anteil am gesamten Konzernumsatz 38,4 %, respektive knapp 2 Mrd. €. Der ganz wesentliche Teil der Umsätze wurde mit 54,2 % in Europa erzielt, gefolgt von den USA mit 22,1 % und Lateinamerika/Kanada mit 16,7 %.
- bb) Das umsatzstärkste Untersegment war der Bereich der Empfängnisverhütung mit einem Umsatzanteil von 85 %, wobei die erfolgreichsten Produkte die Präparate Yasmin, Mirena und Diane waren. Der Umsatz des zuletzt genannten Produkts war wegen des fehlenden Patentschutzes allerdings bereits rückläufig. Im Vergleich zum Vorjahr hatte sich in 2005 eine negative Veränderung in Höhe von 8 % ergeben. Für Mirena bestand noch ein Patentschutz auf den Herstellungsprozess bis zum Jahr 2013 und auf die Geräte bis 2015.
- cc) Yasmin war im Jahr 2000 auf dem Markt eingeführt worden und basierte auf dem von der Schering AG selbst entwickelten Hormon Drospirenon. Zum Bewertungsstichtag handelte es sich bei Yasmin um das weltweit erfolgreichste orale Empfängnisverhütungsmittel. Der Patentschutz, der bis zum Jahr 2020 reichen sollte, wurde der Schering AG für den US-amerikanischen Markt allerdings durch Barr und Barr Laboratories streitig gemacht, die für das Jahr 2007/2008 die Einführung einer generischen Version von Yasmin unter der Bezeichnung Seasonique geplant hatten. Dies führte im Jahr 2005 zu einer Klage des Schering-Konzerns wegen Patentverletzung und einer Gegenklage von Barr mit dem Ziel, das Schering-Patent für ungültig erklären zu lassen.

Daneben plante auch die Wyeth Corp, USA, mit einem oralen Kontrazeptivum im Jahr 2007 in den USA und im Jahr 2008 in Europa in den Markt einzutreten.

dd) Um dem potenziellen Verlust von Marktanteilen, insbesondere aufgrund der Patentstreitigkeiten, entgegenzuwirken, beabsichtigte Schering zum Bewertungsstichtag einen möglichst schnellen Wechsel auf neue, auf der Basis von Drospirenon entwickelte Produkte.

Hierbei handelte es sich um das im August 2005 zugelassene Yasminelle und die weitere Variante YAZ. Beide Präparate sollten in unterschiedlichen Spezifikationen, die dann wieder patentgeschützt sein sollten, in den Jahren 2006 bis 2008 zunächst in den USA und nachfolgend in Europa im Markt eingeführt werden. Auch langfristig sollten "Ersatzpräparate" aus der Yasmin-Produktfamilie die Marktposition der Schering AG sichern, insbesondere auch im Zeitraum ab dem Jahr 2020, in dem nach dem Auslaufen des Patentschutzes auf Yasmin in jedem Fall mit Umsatzrückgängen gerechnet werden musste. Auch betreffend das Präparat YAZ existierten zum Bewertungsstichtag aber schon Patentstreitigkeiten mit dem amerikanischen Unternehmen Warner Chilcott, die erst im November 2006 im Rahmen einer außergerichtlichen Einigung beigelegt werden konnten.

- ee) Für den Detailplanungszeitraum von 2006 bis 2008 rechnete die Schering AG trotz der beschriebenen Unsicherheiten mit Wachstumsraten gegenüber dem jeweiligen Vorjahr, die zwischen 10,2 % und 7,9 %, und damit deutlich oberhalb der allgemeinen Marktprognosen für den Bereich der Empfängnisverhütung lagen, wie der gerichtliche Sachverständige auf Seite 90 seines Hauptgutachtens festgestellt hat.
- ff) Bei der Fortschreibung der Planung ab dem Jahr 2009 wurde die oben beschriebene Strategie der Schering AG umgesetzt und von einem Austausch bestehender durch künftig am Markt einzuführende Produkte ausgegangen. Die in der strategischen Planung der Schering AG insoweit enthaltenen Umsatzprognosen waren im Gegensatz zu anderen Bereichen des BCM allerdings nicht um den Faktor der Eintrittswahrscheinlichkeiten zu reduzieren, da nach den Erkenntnissen des gerichtlichen Sachverständigen im Rahmen der Einschätzung der Realisierbarkeit des jeweiligen Projekts bereits Risikobereinigungen erfolgt waren. Die entsprechenden Werte hat der Sachverständige in der Tabelle auf Seite 60 seines Ergänzungsgutachtens dargestellt. Die dennoch erfolgten Korrekturen auf niedrigere Werte als sie in der strategischen Planung enthalten waren, wurden vor dem Hintergrund der Patentstreitigkeiten und der damit gegebenenfalls verbundenen Umsatzeinbußen in den USA vorgenommen.

gg) Die Kammer hielt es aus Sicht des Stichtages für gerechtfertigt, die zu diesem Zeitpunkt bestehenden Patentstreitigkeiten bei der Planung zu berücksichtigen. Im Gegenteil wäre es für den Vorstand unrealistisch gewesen, die fraglichen Probleme auszublenden und hinsichtlich der betroffenen Umsätze in den USA davon auszugehen, dass diese (weiterhin) ungeschmälert wachsen würden. Vor diesem Hintergrund war die der Planung zugrunde liegende Prämisse, dass Yasmin relativ zügig durch Nachfolgeprodukte ersetzt werden würde, um die erreichte Marktposition durch den Absatz von neuen patentgeschützten Mittel zu sichern, nachvollziehbar und plausibel. Unter Berücksichtigung dieses Ansatzes war auch nicht zu beanstanden, dass von i für das Jahr 2009 als Folge der Umstrukturierung des Produktportfolios zunächst ein

i für das Jahr 2009 als Folge der Umstrukturierung des Produktportfolios zunächst ein Umsatzrückgang angenommen wurde, da bei den Nutzerinnen von Umstellungsverlusten ausgegangen wurde. Für die Zeit ab 2010 sollten mit den Ableitungen aus der Yasmin-Familie aber wieder deutliche Umsatzsteigerungen realisiert werden.

- hh) Für die Kammer waren keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass die vom gerichtlichen Sachverständigen getroffene Feststellung unzutreffend wäre, die tatsächlich später als angenommen erfolgte Einführung von generischen Konkurrenzpräparaten durch Barr in den USA sei im September 2006 noch nicht vorhersehbar gewesen. Es kann nicht entscheidend darauf abgestellt werden, dass aufgrund von nach dem Stichtag erfolgten Entwicklungen erst für das Jahr 2009 von der Vermarktung entsprechender Produkte ausgegangen werden konnte.
- ii) Zwar weisen einige Antragsteller darauf hin, dass für den Bereich Gynäkologie und Andrologie sowohl die Planung der Schering AG als auch die weiterführenden Prognosen von anlässlich des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Schering AG im Januar 2007 deutlich positiver ausgefallen sind. Zum entsprechenden Stichtag lagen jedoch, insbesondere im Hinblick auf die patentrechtlichen Streitigkeiten in den USA, neue Erkenntnisse vor. Da es sich hierbei eher um "zufällige" als planbare Ereignisse handelte, konnte nicht von einer Rückwirkung auf den September 2006 ausgegangen werden.
- jj) Eher problematisch war dagegen die von i vorgenommene und vom gerichtlichen Sachverständigen als plausibel gewertete Eliminierung sämtlicher Ergebnisse des Projekts EUBOS (european branded off-patent strategy in female healthcare).
- aaa) Im Rahmen dieses Projekts war beabsichtigt, zum einen bestehende patentgeschützte und nicht patentgeschützte, zum anderen aber auch neue Produkte im Mittelpreis-Segment zu vermarkten. Dabei sollte eine Konzentration auf die Regionen Südeuropa und Osteuropa erfolgen, wo Schering seine Präsenz insbesondere bei der Empfängnisverhütung und Frauenheilkunde

ausbauen wollte. Dieses sollte mit Hilfe der Jenapharm GmbH, Jena, einer Tochtergesellschaft der Schering AG, geschehen, die die Produkte unter ihrem Namen entwickelt und vertreibt.

bbb) In der vom Vorstand verabschiedeten Detailplanung für die Jahre bis 2008 waren aus diesem Projekt noch keine Umsätze enthalten, da diese nach dem strategischen Prozess erst ab 2009 generiert werden sollten. Allerdings stand nach den Angaben im Hauptgutachten des gerichtlichen Sachverständigen (S. 94) wohl bereits zum Stichtag fest, dass die voraussichtlichen Markteinführungen in Spanien, Italien und Polen verschoben würden. Ferner handelte es sich lediglich um eine Projektüberlegung, für die trotz der Festlegung bestimmter Umsatzerwartungen noch kein "Business Plan" existierte. Insbesondere lagen noch keine Einschätzungen vor, welche Kannibalisierungseffekte auf das übrige Produktportfolio mit der Einführung einer solchen Produktlinie verbunden sein würden.

ccc) Darüber hinaus fehlte im Bewertungsstichtag noch eine grundsätzliche Genehmigung des Vorstandes, so dass es bei Abschluss der Bewertungsarbeiten im Juli 2006 für angemessen hielt, das Projekt letztlich als hypothetisch einzustufen und in der aus dem BCM erarbeitete Planung für 2009 bis 2015 insoweit keine Umsätze zu berücksichtigen. Allerdings hat der Vorstand der Schering AG dann schon im Oktober 2006 – und damit in unmittelbarer zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag – beschlossen, das Projekt "dennoch in Teilen durchzuführen" (Sachverständigengutachten S. 95). Aus diesem Grunde erscheint es unter Berücksichtigung der "Wurzeltheorie" zweifelhaft, wenn der gerichtliche Sachverständige ausführt, als maßgeblich für die Eliminierung jeglicher Umsätze aus dem Projekt EUBOS sei es anzusehen, dass zum Bewertungsstichtag die konkrete Absicht zu dessen Realisierung gefehlt habe.

ddd) Damit wäre nach Ansicht der Kammer eine Berücksichtigung des Projekts dem Grunde nach in Betracht gekommen. Es fehlten aber an konkreten Anhaltspunkten, in welcher Höhe Umsätze realistischer Weise in die Planung hätten eingestellt werden können. Die Kammer hat den gerichtlichen Sachverständigen zwar gebeten, die Auswirkungen der Einbeziehung der Mitte 2006 im BCM der Schering AG enthaltenen Umsatzerwartungen darzustellen, was dieser in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 20. September 2012 auch getan hat. Eine vollständige Einbeziehung der Werte aus dem BCM war jedoch nicht gerechtfertigt, da das Projekt zum einen nur zum Teil durchgeführt werden sollte und zum anderen die Auswirkungen auf die Umsätze mit der "Hauptproduktlinie" Yasmin nicht berücksichtigt wären. Darüber hinaus fehlte, wie bereits erwähnt, auch ein konkreter "Business Plan", so dass es sich bei den Erwartungen im BCM letztlich doch nur um ein Szenario gehandelt hat, in welcher Größenordnung durch das Projekt isoliert Umsätze generiert werden könnten. Da ohne eine belastbare Grundlage keine Erträge in

die Bewertungsplanung eingestellt werden konnten, hatte es im Ergebnis bei der Nichtberücksichtigung des Projekts EUBOS zu verbleiben.

c) Diagnostische Bildgebung

Im Geschäftsbereich der diagnostischen Bildgebung war die Schering AG im Bewertungsstichtag in den Bereichen Computertomografie-Röntgten-Kontrastmittel, Magnetresonanztomografie-Kontrastmittel sowie über die Tochtergesellschaft Medrad Inc. auf dem Gebiet der Applikationssysteme für Kontrastmittel tätig.

- aa) Die bedeutendsten Produkte im Kontrastmittelgeschäft waren Ultravist und Magnevist und das von dem italienischen Unternehmen Bracco einlizenzierte Präparat lopamiron, welches vor allem in Japan, Lateinamerika und Frankreich vertrieben wird. Die Medrad Inc. war weltweite Marktführerin für Injektionssysteme und Zubehör für Kontrastmittel. Der Gesamtbereich trug im Jahr 2005 mit einem Viertel zum Konzernumsatz bei, wobei der höchste Umsatzanteil mit fast 40 % auf die USA entfiel, gefolgt von Europa und Japan. Im Lagebericht für das Jahr 2005 bezeichnete Schering die diagnostische Bildgebung als einen sehr attraktiven Geschäftsbereich mit hervorragenden Zukunftsaussichten.
- bb) Das umsatzstärkste Produkt des Geschäftsbereichs war im Jahr 2005 das Röntgen-Kontrastmittel Magnevist mit einem Umsatzanstieg von 9 % im Vergleich zum Vorjahr. Der Patentschutz lief noch bis zum Jahr 2007 in Europa und Japan und bis 2013 in den USA. Vor diesem Hintergrund ging die Schering AG davon aus, dass sich das Umsatzwachstum nicht in der Höhe der Vergangenheit fortsetzen würde. Vielmehr ging die nach dem Ablaufen des Patentschutzes von nachhaltig sinkenden Umsätzen aus, wobei diese allerdings durch einen Produktwechsel auf das Nachfolgeprodukt Gadovist und die verstärkte Nutzung der organspezifischen Kontrastmittel Primovist und Vasovist überkompensiert werden sollten. Bei dem zweitstärksten Produkt handelte es sich um das CT-Kontrastmittel Ultravist, welches bereits 2005 mit Ausnahme von Italien keinen Patentschutz mehr genoss. Gegenüber 2004 war es hier zu einem Umsatzanstieg von 5 % gekommen, wobei die wesentlichen Umsätze wegen des späten Markteintritts in den USA in Europa und Japan erzielt wurden.
- cc) Das Marktforschungsinstitut Evaluate Pharma prognostizierte im Bewertungsstichtag ein Wachstum des Gesamtmarktes der diagnostischen Bildgebung bis 2010 in Höhe von 2,9 % jährlich, wobei ein deutlich darüber liegendes Wachstum für MRT-Kontrastmittel von 9,9 % jährlich erwartet wurde. Dem zugrunde lag die Annahme eines Anstiegs von Untersuchungen mit bildgebenden Verfahren. Die Planung der Schering AG spiegelte diese allgemeinen

Markterwartungen allerdings nicht vollständig wider, wie der gerichtliche Sachverständige auf S. 100 seines Hauptgutachtens ausführt. Zwar soll die jährliche Wachstumsrate zunächst bis 2008 auf 5,8 % steigen, langfristig bis zum Beginn der ewigen Rente jedoch nicht über der generellen Umsatzentwicklung des Schering-Konzerns liegen.

- dd) Der wesentliche Grund für diese Entwicklung wird zum einen in dem auslaufenden Patentschutz für Magnevist und zum anderen im wachsenden Preisdruck gesehen. Entsprechend sollen die Hauptprodukte Magnevist, Ultravist und Iopamiron im Detailplanungszeitraum kein Umsatzwachstum mehr verzeichnen. Das prognostizierte Wachstum soll sich im Bereich der Kontrastmittel nur noch aus der Markteinführung neuer Produkte generieren und sich im Übrigen aus dem Unternehmensbereich Medrad ableiten.
- ee) Diese Gesellschaft besitzt in den USA einen Marktanteil von 70 % und in Europa von 50 %. Das Wachstum ist entsprechend der oben genannten Prognose von Evaluate Pharma von der Zunahme von kontrastmittelgestützten Untersuchungen mit bildgebenden Verfahren getrieben. Hiermit verbunden ist zugleich ein Anstieg des Bedarfs an Verbrauchsmaterialien sowie einer Umstellung der Inkjektionssysteme. Da Schering in diesem Bereich nicht von negativen Preiseffekten ausging, enthielten sowohl die Detailplanung auch das strategische Modell die Annahme einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 15 %.
- aaa) Die Bewertungsgutachterin hielt dies allerdings für das Zwischenplanungsstadium von 2009 bis 2015 nicht für plausibel und legte der von ihr für diesen Zeitraum aufgestellten Planung andere, im Zeitablauf deutlich schwächere Wachstumsannahmen zugrunde. war der Auffassung, dass die Schering-Annahmen unrealistisch waren, da angesichts des bereits hohen Markanteils der Medrad-Gruppe eine Marktsättigung eintreten werde und damit eine weitere Verbesserung der Marktstellung nicht wahrscheinlich sei. Neben diese Effekte träten auch zunehmende Entwicklungsrisiken durch die steigenden technischen Anforderungen an Injektionssystemé. Aus diesem Grunde müsse mit gegenüber dem jeweiligen Vorjahr abnehmenden Zuwachsraten gerechnet werden.
- bbb) Der gerichtliche Sachverständige hielt diese Anpassungen, ebenso wie die restliche Planung, für plausibel. Die Kammer schließt sich dieser Analyse im Ergebnis an, obwohl sie die Einschätzung von zur Entwicklung der Medrad zunächst kritisch gesehen hat. Der gerichtliche Sachverständige hat allerdings in seinem Ergänzungsgutachten vom 15. Dezember 2011 ausgeführt, dass die Annahmen der Schering AG zum weiteren Wachstum der Medrad, Inc. auf einer unkritischen Fortschreibung des Vergangenheitswachstums beruhten. Eine solche Vorgehensweise erscheint aber tatsächlich nur wenig plausibel, erst recht, wenn dieses

Wachstum zum Teil auf Zukäufen beruht hat, solche aber in der konkreten Zukunftsplanung nicht enthalten sind.

ccc) Auch nach der Reduzierung der Erwartungswerte durch erfährt die Medrad nach der Planung bis zum Jahr 2015 ein Wachstum, welches deutlich oberhalb der von Evaluate Pharma prognostizierten Wachstumswerte für den Gesamtmarkt der diagnostischen Bildgebung liegen soll. Einem erheblichen Zugewinn weiterer Marktanteile durch die Medrad im Wege des organischen Wachstums dürften durch den Umstand der bereits bestehenden Marktführerschaft des Unternehmens tatsächlich Grenzen gesetzt sein. Damit dürfte sich das Wachstum der Gesellschaft langfristig dem allgemeinen Marktwachstum in ihrem Tätigkeitsbereich annähern, wobei die – modifizierte – Planung aber von zusätzlichem Wachstum ausgeht. Zu pessimistische Grundannahmen liegen der Planung für den Zeitraum von 2009 bis 2015 mithin nicht zugrunde. Eingriffe in die Planung der Schering AG für den Zeitraum bis 2008 hat es, entgegen der Annahmen einiger Antragsteller, weder von Seiten der noch durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen gegeben.

- ff) Erhebliche Fehlannahmen vermochte die Kammer auch im Bereich der Kontrastmittel nicht erkennen. Auch hier finden sich nach den Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen, denen sich die Kammer anschließt, keine konkreten Anhaltspunkte für eine aus Sicht des Stichtages zu negative Prognose der voraussichtlichen Entwicklung.
- gg) Nachträglich zu berücksichtigen war allerdings die im Bewertungsstichtag bestehende Absicht, die in Berlin hergestellten Formulierungen des Mittels Ultravist 370 zurückzurufen.
- aaa) Wie der gerichtlich bestellte Sachverständige zu Recht ausführt, konnten keine Zweifel bestehen, dass die kurz vor dem Bewertungsstichtag bekannt gewordenen Fertigungsprobleme bei dem Röntgenkontrastmittel Ultravist in der Konzentration 370 auf jeden Fall dem Grunde nach zu berücksichtigten waren. Die Leitung der Schering AG ging im Sommer 2006 davon aus, dass es zu einem Produktrückruf kommen werde. Dass es sich hierbei nicht nur um eine von mehreren Handlungsalternativen handelte, die nicht überwiegend wahrscheinlich war, zeigt bereits der Umstand, dass der beabsichtigte Rückruf am 31. Juli 2006 zum Gegenstand einer ad-hoc Mitteilug nach § 15 WpHG gemacht worden ist.
- bbb) Fraglich war allerdings, wie die anzunehmenden und absehbaren Auswirkungen der Höhe nach zu beurteilen waren, was einer näheren Betrachtung bedurfte. Der gerichtlich bestellte Sachverständige betont zwar, dass die Prognosen über die Auswirkungen der Aussetzung der Produktion sowie des Rückrufs und der Vernichtung bereits ausgelieferter Chargen von der

Schering AG stammten. Dies bedeutete jedoch nicht, dass diese offensichtlich unter dem Zeitdruck der bevorstehenden Hauptversammlung stehende Einschätzung nicht einer gesonderten Überprüfung standhalten musste, da sie nicht mit einer abgeschlossenen und vom Vorstand gebilligten Planung gleichgesetzt werden konnte.

ccc) In der zur Hauptversammlung gefertigten "indikativen Abschätzung der Wertauswirkung eines möglichen Rückrufs von Ultravist 370" betont auf Seite 2 auch entsprechend, dass es sich bei den von der Schering AG getroffenen Prognosen nur um eine erste Einschätzung der möglichen Folgen gehandelt hat, die auf verschiedenen vereinfachenden Annahmen beruht habe. Damit unterlag die Kontrolle der "Anpassung" anderen Maßstäben als die Beurteilung der Plausibilität der regulären Unternehmensplanung, was der gerichtlich bestellte Sachverständige offensichtlich anders bewertet, wie seine Ausführungen auf S. 32 des Ergänzungsgutachtens vom 15. Dezember 2011 zeigen.

ddd) Bei der Bewertung der Auswirkungen des Rückrufs war als besondere Schwierigkeit zu berücksichtigen, dass im September 2006 die Ursachen der von Abnehmern des Mittels festgestellten Verunreinigungen im Herstellungsprozess noch nicht identifiziert waren und damit keine sicher Prognose möglich war, wann die Produktion wieder aufgenommen werden konnte.

eee) Auch unter Berücksichtigung dieses Umstandes sowie der Erläuterungen des Sachverständigen in Punkt 2. seines Ergänzungsgutachtens hielt die Kammer die von in Ansatz gebrachten, bis in die Phase der ewigen Rente reichenden und damit dauerhaften Umsatzeinbußen für nicht nachvollziehbar.

Die dahinter stehende Annahme eines dauerhaften Verlustes von Marktanteilen nicht nur bei Ultravist 370, sondern bei sämtlichen Produkten der Ultravist-Familie, wurde damit begründet, dass ein Teil der Kunden die Abnahme aller Konzentrationen von Röntgenkonstrastmitteln von einem Anbieter bevorzuge. Zu dieser Frage fehlt es aber in sämtlichen vorliegenden Gutachten und Stellungnahmen an näheren Ausführungen, wie wahrscheinlich ein "spontaner" Wechsel des Lieferanten aufgrund des Rückrufs lediglich der Konzentration Ultravist 370 ist – mag es sich hierbei auch um ein im Stichtag wichtiger werdendes Mitglied der Produktfamilie handeln – und inwieweit Anwender für eine Übergangszeit in der Lage wären, sich mit anderen Konzentrationen zu behelfen. Der zuletzt genannte Sachverhalt wurde von Schering ausweislich der Zusammenstellung auf Seite 3 der "Indikativen Abschätzung" von zwar berücksichtigt, in welchem Umfang bleibt allerdings offen.

Darüber hinaus war die Kammer der Auffassung, dass reine Herstellungsprobleme weniger geeignet sind, zu einem dauerhaften Vertrauensverlust bei den Kunden zu führen als Probleme bei der Formulierung oder den Wirkungen medizinischer Präparate. Vorliegend galt dies vor allem vor dem Hintergrund, dass Schering den Markt der Röntgenkontrastmittel nicht neu betreten hatte, sondern in diesem Marktsegment bereits ein eingeführter Hersteller war. Damit schien die Entstehung grundsätzlicher Zweifel der Abnehmer in die Fähigkeiten der Schering AG, Röntgenkontrastmittel fehlerfrei herzustellen, eher fernliegend.

fff) Auch die tatsächliche Entwicklung zeigt, dass sich der Absatz von Ultravist im Jahr 2007 schneller als angenommen wieder erholt hat, so dass die Befürchtung einer grundlegenden Verunsicherung des Marktes aufgrund der Herstellungsprobleme insoweit nicht plausibilisiert werden konnte. Soweit der gerichtlich bestellte Sachverständige bei der weiteren Betrachtung des Plan-/Ist-Vergleichs der Jahre 2006 bis 2010 konstatiert, dass die Umsätze in der Gesamtschau noch hinter der adjustierten Planung vom Juli 2006 zurückgeblieben sind, war diese Betrachtung für die hier interessierende Frage nicht maßgeblich. Auch der Sachverständige führt nämlich zutreffend aus, dass die tatsächlich erzielten Umsätze späterer Jahre nur bedingt für eine rückwirkende Betrachtung geeignet sind, da in die späteren tatsächlichen Umsätze Faktoren einfließen, die zum Zeitpunkt der Planung nicht bekannt waren (neue Ereignisse), beziehungsweise auch in der Planung nicht berücksichtigt wurden (echte Synergien).

ggg) Der Sachverständige führt allerdings weiter aus, es scheine <u>aus heutiger Sicht</u> notwendig gewesen zu sein, die Umsätze der Produktfamilie Ultravist auch langfristig zu korrigieren. Diese Feststellung wäre jedoch nur dann beachtlich, wenn diese Notwendigkeit bereits Mitte September 2006 objektiv erkennbar gewesen wäre. Es ist aber nicht ersichtlich, ob die gegenüber der ursprünglichen Planung eher verhaltene Entwicklung der Umsätze mit Ultravist kausal auf den Rückruf des Jahres 2006 zurückzuführen ist oder ob nicht daneben weitere oder gänzlich verschiedene Faktoren eine Rolle gespielt haben.

hhh) Soweit einige Antragsteller geltend machen, der Ansatz erhöhter Aufwendungen für Marketing und Vertrieb in Höhe von 44 Mio. € sei angesichts der tatsächlichen Entwicklung nicht zu rechtfertigen, ging dies fehl. Der gerichtlich bestellte Sachverständige erläutert diesbezüglich nachvollziehbar, dass der Anfall dieser Kosten zum Stichtag vorhersehbar war, es aber gegebenenfalls Verschiebungen in andere Perioden gegeben habe, welche auch durch die Zusammenführung der Geschäfte von Schering AG und Antragsgegnerin bedingt gewesen sind. Ein Ansatz für eine Korrektur der Bewertungsgrundlagen war in diesem Punkt damit nicht zu erkennen.

iii) Zusammenfassend hielt die Kammer die Ausdehnung der voraussichtlichen finanziellen Folgen des Rückrufs auch in den Zeitraum der ewigen Rente hinein für nicht plausibel.

d) Onkologie

Im Geschäftsbereich Onkologie sah die Schering AG im Jahr 2006 einen attraktiven Therapiebereich mit großem Geschäftspotenzial, da der medizinische Bedarf trotz der in der Vergangenheit erzielten Fortschritte als hoch einzuschätzen sei.

- aa) Unternehmensintern fasste die Schering AG in diesem Geschäftsbereich zwei Segmente zusammen: die hämatologische Onkologie und den Bereich solide Tumore. Der zuerst genannte Bereich umfasst Produkte für Therapieansätze zur gezielten Behandlung unterschiedlicher Leukämieformen und Lymphome. Hier war die Schering AG im Jahr 2006 im Wesentlichen mit den Produkten Fludara, dem umsatzstärksten Produkt des Geschäftsbereichs Onkologie im Geschäftsjahr 2005, Campath und Zevalin in Europa und Leukine (Wirkstoff Sargramostim) in den USA vertreten. Für Therapieansätze zur Behandlung solider Tumore wurden im Wesentlichen die beiden Produkte Androcur, das zur Behandlung von Prostatakrebs eingesetzt wird bei und dem es sich um den zweitstärksten Umsatzträger des Geschäftsbereichs in 2005 handelte, und Bonefos vertrieben. Letzteres ist bereits seit dem Jahr 1985 auf dem Markt und wird in über 70 Ländern vertrieben.
- bb) Für Androcur bestand im Jahr 2006 kein Patentschutz mehr, so dass es in vollem Umfang dem generischen Wettbewerb ausgesetzt war. Für Fludara war der Patentschutz in den USA im Jahr 2003 abgelaufen. Ein patentrechtlicher Schutz bestand weiterhin für das Produkt Campath, welches außerhalb der USA unter der Bezeichnung MabCampath vertrieben wurde. Dieser endete in den USA im Jahr 2015, in allen übrigen Regionen im Jahr 2009.
- cc) Zum Bewertungsstichtag befand sich der gesamte Geschäftsbereich einschließlich der Produktpipeline noch im Aufbau. Die Geschäftsleitung der Schering AG beabsichtigte eine weitere Expansion im Hämatologie-Geschäft und die Entwicklung innovativer Arzneimittel zur Behandlung solider Tumore. Wegen des beabsichtigten deutlichen Ausbaus sollte eine Konzentration der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung auf diesem Geschäftsbereich erfolgen. Der entsprechende Prozentsatz war bereits von 19,5 % des Gesamtaufwands im Jahr 2004 auf 24,6 % im Jahr 2005 angestiegen.
- dd) Sowohl die Unternehmensplanung für die Jahre 2006 bis 2008 als auch der strategische Prozess für die Jahre bis 2015 sahen eine deutliche Umsatzsteigerung von 429 Mio. € im Jahr

2005 auf 1,533 Mio. € im Jahr 2015 vor. Hieraus ergibt sich eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für die Detailplanungsphase von 8,0 % und für den Folgezeitraum bis 2015 von 13,6 %.

Nach den Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen in seinem Hauptgutachten (S. 123) war bei der Betrachtung der Höhe dieser Wachstumsprognosen allerdings zu berücksichtigen, dass diese zwar oberhalb der im Jahr 2006 prognostizierten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate des weltweiten Pharmamarktes lagen, aber unterhalb der von Evaluate Pharma und anderen Analysten prognostizierten Wachstumsrate für den Bereich Onkologie, die für die Jahre 2005 bis 2010 bei 17 % liegen sollte. Als Ursache für diese überproportionale Entwicklung wird die Erwartung eines Ansteigens von Krebserkrankungen genannt, da der Anteil von für Krebserkrankungen anfälligeren älteren Menschen an der Bevölkerung zunehme.

- ee) Analysten waren sich im Herbst 2006 im Hinblick auf die weitere konkrete Entwicklung der Onkologiesparte der Schering AG bei ihren Vorhersagen nicht einig und prognostizierten Umsätze zwischen 500 Mio. € und 695 Mio. €.
- ff) Die eigene Einschätzung des künftigen Umsatzwachstums beruhte auf konzerninternen Analysen auf der Ebene der einzelnen Produkte und berücksichtigte dabei auch Patentabläufe bzw. einen bereits fehlenden Patentschutz. Bei den bereits auf dem Markt befindlichen Präparaten erwartete Schering vor allem bei Campath steigende Umsätze in den Regionen USA, Europa und Lateinamerika/Kanada. Im Rahmen des Life-Cycle-Managements wurden weitere Therapieformen und Indikationsgebiete angestrebt. Auch das Produkt Bonefos sollte steigende Umsätze generieren, um die erwarteten mengen- und preisbedingten Umsatzrückgänge bei Androcur zu kompensieren.
- gg) Nach Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen war die Produktpipeline im Geschäftsbereich Onkologie im Jahr 2006 noch nicht besonders breit aufgestellt. Bei den noch in der Entwicklung befindlichen Produkten aus dem Bereich hämatologische Onkologie habe sich im Wesentlichen um Weiterentwicklungen bereits bestehenden Produkte gehandelt. Im Indikationsgebiete soliden Tumore hätten sich neuartige Produkte allerdings bereits in einem mittleren bis späten Entwicklungsstadium befunden, so dass die Planung insbesondere für die Jahre 2009 bis 2013 von hohen Umsatzzuwächsen durch diese Produkte ausgegangen sei.

Bei der Frage der Realisierbarkeit dieser Prognosen müsse berücksichtigt werden, dass die Schering AG im Gegensatz zu ihren anderen Geschäftsbereichen über keine umfassende Erfahrung bei der Entwicklung onkologischer Präparate verfügte. Damit sei das Entwicklungsrisiko

generell als hoch einzustufen und die Annahme von Eintrittswahrscheinlichkeiten, die oberhalb etablierter Industriebenchmarks lägen, sehr kritisch zu betrachten. Schließlich hätten die Studien bei verschiedenen Präparaten des Bereichs nicht die erwarteten bzw. erwünschten Ergebnisse erbracht. Die Entwicklungsprojekte PTZ/ZK und MTGI ruhten im Bewertungsstichtag wegen negativer Studienergebnisse.

- hh) Die Bewertungsgutachterin nahm die genannten Umstände bei Erstellung der Planung für die Prognosephase ab 2009 zum Anlass, die in der strategischen Planung der Schering enthaltenen Umsatzprognosen in unterschiedlichem Umfang mit Negativkorrekturen zu versehen. So wurden die Eintrittswahrscheinlichkeiten für die Präparate TOCOSOL-Paclitaxel, Bonefos-Prevention und ZK-EPO auf die dem jeweiligen Entwicklungsstadium entsprechenden Werte aus Industriebenchmarks herabgesetzt. Weiteren Anpassungsbedarf sah in dem Umstand, dass TOCOSOL-Paclitaxel und ZK-EPO dieselben Indikationsgebiete betrafen und eine diesbezügliche Konkurrenzbetrachtung nicht stattgefunden hatte. Die vom Vorstand genehmigte Planung für die Detailplanungsphase wurde dagegen, wie auch für die übrigen Geschäftsbereiche, keinen Änderungen unterworfen.
- ii) Der gerichtliche Sachverständige hat die Plausibilität sowohl der unternehmenseigenen Planung als auch der von für den Zeitraum von 2009 bis 2015 erstellten Planung einschließlich der vorgenommenen Korrekturen der Zahlen aus dem BCM bestätigt.
- jj) Die Kammer hielt diese Wertung im Ergebnis für zutreffend. Auch die Rückführung der von der Schering AG für die Produkteinführungen bis 2015 angenommenen Eintrittswahrscheinlichkeiten auf die allgemeinen Durchschnittswerte von Industriebenchmarks war in diesem Zusammenhang gerechtfertigt.
- kk) Der Sachverständige hat in seinem Ergänzungsgutachten ausführlich zur Frage der Beurteilung von POR Stellung genommen und den entsprechenden Prozess bei der Schering AG beschrieben. In diesem Zusammenhang hat er auch ausgeführt, dass es sich bei den von und ihm herangezogenen Industriebenchmarks um branchentypische Erfahrungswerte handelt, die jedenfalls geeignet sind, vorhandene Unplausibilitäten und fehlende Konsistenzen aufzuzeigen.

Damit kommt es zwar für die Erstellung einer Bewertung grundsätzlich weiterhin auf das konkrete Entwicklungsprojekt an, allerdings sind deutliche Abweichungen von allgemeinen Erwartungswerten zu hinterfragen, was natürlich nicht ausschließt, dass diese gerechtfertigt sein können. Im Bereich der Onkologie war ein deutlicher Erfahrungs- oder Forschungsvorsprung der

Schering AG gegenüber den Mitbewerbern aus der Vergangenheit heraus aber nicht ersichtlich, so dass besonders positive Einschätzungen durch die Projektteams keine objektivierbare Grundlage besaßen.

Zwar war es der Schering AG gelungen, erfolgreiche Produkte auf den Markt zu bringen. Das Unternehmen war aber nicht umfangreich aufgestellt und verfügte in der Onkologie auch nicht über langjährige Erfahrung in Forschung und Entwicklung, so dass keine Rückschlüsse auf eine überdurchschnittliche Erfolgsquote möglich waren. Auf dieser Grundlage erschien es gerechtfertigt, in Ermangelung besserer Erkenntnismöglichkeiten auf die allgemeinen Branchenerwartungen zurückzugreifen.

e) Sonstige Aktivitäten

Der Geschäftsbereich der sonstigen Aktivitäten spielte im Gesamtgefüge der Aktivitäten des Schering-Konzerns im Herbst 2006 lediglich eine untergeordnete Rolle.

aa) Mehr als 70 % der Umsätze wurde im Dermatologiegeschäft erzielt, welches durch die Tochtergesellschaft Intendis GmbH betrieben wurde, und Produkte zur Behandlung von infektiösen und nichtinfektiösen Erkrankungen der Haut umfasste. Umsatzsteigerungen wurden in der Detailplanungsphase durch die Einführung bestehender Produkte auf neuen Märkten, hier insbesondere in den USA und in Japan, geplant. Eine wesentliche Weiterentwicklung des Produktportfolios in der Zeit ab 2009 war nicht vorgesehen.

bb) Das Indikationsgebiet Krankheiten des Magen-Darm-Systems sollte mit dem Beginn der Vermarktung in den USA des sich in der klinischen Phase III befindlichen Entwicklungsprojektes Sargramostim in der Indikation Morbus Chron im Jahr 2008 erste Umsatzerlöse er-zielen. Der Schering Konzern erwartete, dass die Vermarktung außerhalb der USA im Jahr 2009 aufgenommen werden könnte. Das Präparat ist ein kolonie-stimulierender Faktor, dessen Einsatz im Indikationsgebiet Magen-Darm-Erkrankungen für Morbus Chron erfolgen soll. Aufgrund der zum Stichtag bekannt gewordenen Probleme im Rahmen der Phase-III-Studie wurde die geplante Markteinführung bewertungstechnisch um drei Jahre verschoben. Dass diese Einschätzung noch zu positiv war, zeigt sich an der kurz nach dem Bewertungsstichtag im Oktober 2006 gefassten Entscheidung des Vorstands, das Projekt gänzlich einzustellen.

cc) Die weiteren Umsätze des Bereichs wurden in 2005/2006 mit der Produktion pharmazeutischer Grund- und Inhaltsstoffe für andere Pharmahersteller und der Herstellung von Spezial-Therapeutika für Dritte am Standort Weimar erzielt. Die Schering AG beabsichtigte, beide

Aktivitäten wegen mangelnder Rentabilität zurückzuführen und plante die Umsätze dementsprechend rückläufig.

Gegen die Planung dieses Geschäftsbereichs sind von den Antragstellern keine wesentlichen Einwände erhoben worden.

8. Aufwandspositionen

a) Herstellungskosten

Die Herstellungskosten wurden im Rahmen der Planung auf das jeweilige Produkt beziehungsweise die Produktfamilie bezogen bestimmt. Für die zum Stichtag bereits am Markt eingeführten Produkte erfolgte dies auf der Basis der im Jahr 2005 tatsächlich angefallenen Aufwendungen, wobei im Rahmen der Fortschreibung für die Jahre 2006 und 2007 von einer leichten Kostenersparnis ausgegangen wurde. Die Kosten im Prognosemodell der Jahre 2009 wurden wiederum im Verhältnis der nach der Detailplanung für das Jahr 2008 erreichten Beträge in Ansatz gebracht.

Für die Produkte aus der Entwicklungspipeline, die wegen einer späteren Markteinführung erstmals im Zeitraum des Prognosemodells zu Umsätzen führen sollten, wurden die voraussichtlichen Herstellungskosten dem strategischen Prozess entnommen. Die im Rahmen der Aufstellung einer Planung für die Jahre 2009 bis 2015 vorgenommenen Anpassungen der Umsatzerlöse wurden nach den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen (Hauptgutachten, S. 136) als Folgeänderungen mindernd berücksichtigt.

Gegen diese Ansätze war aus Sicht der Kammer nichts zu erinnern.

b) Marketing und Vertrieb

Der größte Posten auf der Kostenseite des Schering-Konzerns bestand in den Aufwendungen für Marketing und Vertrieb. Zusammengeführt sind hier die Aufwendungen für den Vertrieb bereits bestehender Produkte und Produktgruppen sowie für die neu auf den Markt kommenden Produkte.

aa) Im Zusammenhang mit der Einführung neuer Produkte ergeben sich zunächst erhöhte Aufwendungen, um diese Produkte am Markt einzuführen. Im Gegensatz dazu kommt es, insbesondere wenn bereits am Markt befindliche Produkte durch neue ersetzt werden, zu einem

zum Teil erheblichen Rückgang der Aufwendungen für Marketing und Vertrieb, da die bereits am Markt eingeführten Produkte nicht oder nicht mehr so stark beworben werden. Auch entfallen regelmäßig mit Ablauf des Patentschutzes die Lizenzzahlungen an Dritte. Gemäß den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen wurden bei der Planung der Aufwendungen für Marketing und Vertrieb vor diesem Hintergrund neben der Einführung neuer Produkte bzw. Produktgruppen auch verminderte Aufwendungen für bereits langjährig am Markt befindliche Produkte berücksichtigt.

bb) In den Jahren 2003 bis 2004 bewegten sich die Aufwendungen für Marketing und Vertrieb relativ konstant im Bereich zwischen 31,5 % und 31,7 % des Konzernumsatzes. Im Detailplanungszeitraum ging die Schering AG dann für das Jahr 2006 zunächst von einem Anstieg des Postens auf 32,4 % der Umsätze aus und begründete dies mit den verstärkten Aktivitäten im Zusammenhang mit den Produkten YAZ, Campath, Zevalin, und zwei Varianten des Mittels Fludara. Die Quote sollte dann in 2007 mit 31,6 % wieder auf das durchschnittliche Niveau der Vorjahre sinken. Im Prognosemodell der Jahre 2009 bis 2015 ging schließlich davon aus, dass sich die Aufwandsquote infolge von Kosteneinspareffekten langfristig auf einen Wert von 30,5 % der Umsätze reduzieren würde.

Gegen die Plausibilität dieser Annahmen sprechende Argumente waren für die Kammer nicht ersichtlich und sind auch sonst nicht geltend gemacht worden.

c) Forschung und Entwicklung

Einen weiteren wesentlichen Aufwandsposten stellten bei der Schering AG als forschendem Pharmaunternehmen die für Forschung und Entwicklung entstehenden Kosten dar. Um ein dauerhaftes Wachstum sicherzustellen, sind Investitionen erforderlich, um laufend neue patentgeschützte Produkte zu entwickeln und auf den Markt bringen zu können.

- aa) Die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen der Schering AG waren in den Jahren 2002 bis 2004 in absoluten Zahlen gesehen kontinuierlich gesunken, im Jahr 2005 dann aufgrund höherer projektbezogener Kosten für drei Produkte wieder angestiegen. Aufgrund der insgesamt höheren Umsätze verringerte sich die Quote bezogen auf die Gesamtumsätze jedoch dennoch von 19,1 % im Jahr 2003 auf 18,5 % in 2005.
- bb) Die Detailplanung der Schering AG sah für den Zeitraum der Jahre 2006 bis 2008 sowohl absolut als auch quotal gesehen einen Anstieg der Aufwendungen auf 18,6 % der Umsätze vor,

wobei der Ermittlung der entsprechenden Beträge eine Betrachtung auf Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche und deren Produkten zugrunde lag.

Im Rahmen des Prognosemodells der wurde für die Folgezeiträume ab 2009 pauschal von einem konstanten Prozentsatz der Umsatzerlöse in Höhe von 18,5 % ausgegangen.

cc) Im Rahmen seiner Überprüfung der Plausibilität der angesetzten Aufwandshöhen bzw. Quoten hat der gerichtliche Sachverständige in seinem Hauptgutachten zunächst zutreffend ausgeführt, dass durch die langen Entwicklungszeiten in der Pharmabranche erhebliche zeitliche Differenzen zwischen dem Entstehen des Aufwandes für Forschung und Entwicklung und der späteren Umsatzwirksamkeit existieren. Wegen dieser zeitlichen Streckung muss die Beurteilung der planerischen Angemessenheit des Forschungs- und Entwicklungsaufwandes im Zusammenhang mit der geplanten Produktpipeline und den daraus erwarteten Umsätzen gesehen werden (vgl. Merk/Merk, Bewertung von Pharmaunternehmen, in: Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, S. 406 ff.).

dd) Hierzu führt der Sachverständige aus: Der Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2006 bis 2016 liegt die strategische Annahme zugrunde, dass noch zu entwickelnde Produkte bzw. Produkte, die zum Bewertungsstichtag noch in der Phase I sind, im erweiterten Planungszeitraum bis zum Jahr 2015 nicht zu nennenswerten risikoadjustierten Umsätzen führen. Diese Prämisse hat auch Einfluss auf die Phase der ewigen Rente. Die rückläufigen Umsätze aus Produkten, die dem verstärkten Wettbewerb nach Patentablauf ausgesetzt sind, können durch Umsätze neu am Markt eingeführter Produkte zwar in der absoluten Höhe noch gesteigert werden, das Umsatzwachstum nimmt aber ab. Es kommt daher am Ende des Prognosezeitraumes zu dem dargestellten erheblichen Rückgang des prozentualen Umsatzwachstums.

Im Ergebnis wird damit die Vermutung aufgestellt, dass aus den zum Bewertungsstichtag noch in der Phase I befindlichen Produkten bzw. den laufenden Forschungs- und Entwicklungsprojekten kein mit der Vergangenheit vergleichbares Wachstum generiert werden wird (vgl. Hauptgutachten S. 140). Ergänzend stellt der Sachverständige in der Tabelle auf S. 141 des Gutachtens dar, welcher Anteil am Gesamtumsatz mit den in der Prognosephase von 2009 bis 2015 neu am Markt einzuführenden Präparaten erzielt werden soll. Aus diesen Zahlen lässt sich ablesen, dass die Einführung neuer Produkte ab 2012 nur noch einen relativ geringen Beitrag zum Umsatzwachstum leistet. Dies zeigt auch, dass nach dem Prognosemodell die am Bewertungsstichtag vorhandenen Produkte und Projekte nicht mehr in der Lage sind, ein mit den Vorjahren vergleichbares Umsatzwachstum zu generieren. Diese Beobachtung ist konsistent mit der an verschiedenen

Stellen der Begutachtung getroffenen Feststellung, dass die Produktpipeline der Schering AG im Herbst 2006 eher als schmal bezeichnet werden musste.

- ee) Der Sachverständige hat im Rahmen seiner Betrachtungen weiter die Forschungs- und Entwicklungsausgaben verschiedener forschender Pharma-Unternehmen im Jahre 2005 betrachtet, wobei sich ein relativ inhomogenes Bild ergab, da die auf den Umsatz bezogenen Kostenquoten zwischen 8,2 % und 25,4 % lagen. Aus diesen Daten folgte rein rechnerisch ein Durchschnittswert von 16,8 %, sowie unter Außerachtlassung der Mischkonzerne Abbott Laboratories und ein solcher von 18,0 %.
- ff) Bei isolierter Betrachtung dieser Zahl wäre die Schering AG also mit einer Forschungs-und Entwicklungsquote von 18,5 % oberhalb des Branchendurchschnitts anzusiedeln. Allerdings ergibt sich aus der vom Sachverständigen angestellten Betrachtung auch, wie die Antragsgegnerin ausdrücklich geltend macht, dass offenbar Skaleneffekte wirksam werden, da die Kostenquote mit der Höhe des Gesamtumsatzes tendenziell abnimmt.
- gg) Der gerichtliche Sachverständige hat die von ihm getroffenen Feststellungen zum Anlass genommen, die geplanten Forschungs- und Entwicklungskosten für den Zeitraum des Prognosemodells und die ewige Rente wegen der signifikant abnehmen Wachstumsraten auf eine Quote von 18,0 % zu reduzieren.
- hh) Die Kammer hält den Ansatz eines solchen Wertes in der Gesamtschau, auch im Sinne einer Konvention, für angemessen und plausibel.
- ii) Soweit die Antragsgegnerin ein Festhalten an der von zugrunde gelegten Quote verlangt, wäre dies mit der im Prognosemodell aufgezeichneten Entwicklung nicht konsistent, wie der gerichtliche Sachverständige zu Recht dargelegt hat. Bei der vom Sachverständigen vorgenommenen Korrektur um einen halben Prozentpunkt handelt es sich zudem um keinen so deutlichen Einschnitt in das Prognosemodell, dass dieses nun insgesamt nicht mehr als plausibel bezeichnet werden könnte. Vielmehr zeigt die von der Schering AG selbst betriebene FOCUS-Initiative, durch die eine Absenkung der Forschungs-und Entwicklungsquote auf 18 % erzielt werden sollte, dass eine Aufwandsquote in diese Höhe auch unter konkreter Berücksichtigung der Besonderheiten der Schering AG nach deren eigener Einschätzung erreicht werden konnte. Darauf, dass dieses Ziel bis zum Bewertungsstichtag tatsächlich nicht erreicht worden ist, konnte es in diesem Zusammenhang nicht entscheidend ankommen. Wenn die Antragsgegnerin weiter darauf verweist, dass die Ableitung der Aufwandsquote das Ergebnis monatelanger Diskussionen gewesen sei, mag dies für die in der Detailplanungsphase angesetzten Werte zutreffen. Diese

sind vom Sachverständigen aber auch nicht infrage gestellt worden. Die Zahlen für das Prognosemodell beruhten dagegen auf Erwägungen der und waren gerade nicht das Ergebnis des gewöhnlichen Planungsprozesses der Schering AG.

jj) Auf der anderen Seite war aber auch den Forderungen verschiedener Antragsteller nach einer weiteren, deutlichen Reduzierung der Forschungs- und Entwicklungsquote nicht nachzukommen. Die Betrachtung des Erfolgs bzw. Misserfolgs einzelner Projekte kann keinen Maßstab für die Beurteilung der Frage bilden, in welcher Höhe die <u>langfristigen</u> Forschungs- und Entwicklungskosten anzusetzen sind. Zum einen widerspräche eine solche, auf kurzfristige Ereignisse abzustellende Betrachtungsweise den bereits erwähnten langen Entwicklungszyklen in der Pharmabranche. Zum anderen stellen die Forschungskosten quasi eine Vorleistung eines forschenden Pharmaunternehmens dar, da sie auch dann in voller Höhe anfallen, wenn ein Projekt später wegen unzureichender Studienergebnisse eingestellt werden muss. Dass eine solche Entwicklung auch in einer relativ späten Projektphase noch eintreten kann, zeigt gerade das Beispiel des Wirkstoffs Sargramostim.

Würde aus einem solchen Misserfolg die Konsequenz einer sofortigen Reduzierung der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen gezogen, hätte dies zur Folge, dass in der näheren und ferneren Zukunft keine oder nur noch wenige neue Produkte auf den Markt gebracht werden könnten. Dies sieht aber auch die Prognoseplanung der Schering AG letztlich nicht vor, da die Umsatzdynamik zwar abflachen soll, dennoch aber von einem konstanten Wachstum ausgegangen wird. Dies impliziert letztlich eine Erneuerung des im Bewertungsstichtag vorhandenen Produktportfolios, da bei vergleichsweise alten Präparaten langfristig keine gleichbleibenden Umsätze geplant werden könnten.

- kk) Schließlich war auch zu berücksichtigen, dass der Forschungs- und Entwicklungsaufwand nicht notwendig Umsatz- und erst recht nicht zwingend Ertragssteigerungen zur Folge hat, sondern in erster Linie die bestehende Marktstellung sichert (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, BeckRS 2011, 24568). Auch aus diesem Grunde wäre eine weitere Absenkung der Quote nach Auffassung der Kammer verfehlt.
- II) Der gerichtliche Sachverständige hat darüber hinaus die zutreffende Erwägung angestellt, dass bei Ansatz einer Forschungs- und Entwicklungsquote von 18,5 % von höheren Umsätzen bzw. Umsatzzuwächsen ausgegangen werden müsste. Da es hierfür aber an einem belastbaren Modell fehlt, ist die Herangehensweise über die Reduzierung der Quote seiner Auffassung nach, welcher sich die Kammer anschließt, der methodisch "sauberere" Weg.

d) Technik und Verwaltung

Die Aufwendungen der Schering AG im Bereich Technik und Verwaltung, der unter anderem Ausgaben für Produktionsleitung, Werkstätten, Aus- und Weiterbildung, Personal- und Rechnungswesen umfasst, waren in den Jahren 2003 bis 2005 rückläufig und gingen von 11,8 % des Umsatzes auf 10,2 % zurück. Innerhalb der Detailplanungs- und Prognosephasen wird ein weiterer Rückgang auf 8,5 % im Jahr 2008 auf 7,8 % im Jahr 2015 und der ewigen Rente ab 2016 erwartet. Einsparungen sollen unter anderem durch die Schließung von Produktionsstätten erreicht werden.

Bedenken gegen diese Planung waren nicht ersichtlich.

e) Finanzergebnis

Der gerichtliche Sachverständige hat die Ableitung des der Bewertung zugrunde gelegten Finanzergebnisses auf S. 150 f. seines Hauptgutachtens dargestellt und erklärt, dass die in der Planung enthaltenen Werte plausibel sind. Angesichts der verhältnismäßig geringen Bedeutung dieser Position für das Bewertungsergebnis und fehlender konkreter Rügen von Seiten der Antragsteller konnten nähere Analysen unterbleiben.

f) Ertragssteuern

Keine Bedenken bestanden auch gegen den Ansatz, auf der Grundlage der Betrachtung der steuerlichen Lasten auf der Ebene der Einzelgesellschaften in der Detailplanungsphase eine einheitliche Konzernsteuerquote abzuleiten. Da die steuerliche Entwicklung für die fernere Zukunft ohnehin nicht zuverlässig vorausgesagt werden kann, ist eine solche Vorgehensweise auf der Basis von Vergangenheitswerten sachgerecht.

9. Synergien

Schließlich stellte sich die Frage, inwieweit bzw. in welcher Höhe die Aktionäre der Schering AG über den reinen Ertragswert des Unternehmens hinaus an Synergien aus der Kooperation mit der Antragsgegnerin zu beteiligen waren.

a) Als Synergieeffekt werden Prozessergebnissen bezeichnet, bei denen das Zusammenwirken von Elementen überadditiv ausfällt. Es stellt sich die Frage, inwiefern sich der Jahresüberschuss bei der Verbindung von zwei oder mehreren Unternehmen über das hinaus erhöht, was aus der

reinen Addition der Unternehmensergebnisse resultiert (vgl. Woliny, a.a.O., S. 177). Gerade der Abschluss eines Beherrschungs-und Gewinnabführungsvertrages ist in der Regel durch die Erwartung von Synergieeffekten motiviert bzw. wird mit Hinweis auf das Eintreten zukünftiger Synergien gegenüber den Entscheidungsträgern gerechtfertigt (vgl. Wiechers in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 748).

- b) Aus betriebswirtschaftlicher Sicht lassen sich Synergien in strategische und operative Synergien einteilen, wobei auch eine Differenzierung nach dem Entstehungsbereich denkbar ist (vgl. die Ausführungen bei Wollny, a.a.O., S. 178 f.). Ferner kann nach positiven und negativen Auswirkungen unterschieden werden, wobei in Literatur und Rechtsprechung unstreitig ist, dass negative Synergien ausschließlich der beherrschenden Gesellschaft zur Last fallen.
- c) Nach der Darstellung im gemeinsamen Bericht wurden aus der Zusammenführung der Pharmaaktivitäten der Schering AG und ab dem Jahr 2009 Synergien in einer Größenordnung von 700 Mio. € jährlich erwartet. Eine Realisation von Synergiepotenzialen wurde in den Bereichen Einkauf/Produktion, Vertrieb/Marketing, Forschung/Entwicklung sowie IT/Allgemeine Verwaltung erwartet. In der Vorbereitung des Unternehmensvertrages haben die Schering AG sowie die Antragsgegnerin im Rahmen der Planung der Integration der Schering AG in die jeweiligen Integrationsprojekte daraufhin untersucht, inwiefern diese auch ohne Existenz eines Unternehmensvertrages realisierbar sind und welcher wirtschaftliche Vorteil sich dadurch für das jeweilige Unternehmen realisieren lässt. Nach dieser Analyse sollten sich vorvertragliche Synergien erstmals im Jahr 2007 in Höhe von 18 Mio. € ergeben und dann in den Jahren 2009 ff. auf die Höhe von 51 Mio. € ansteigen. Weitergehende Synergieeffekte setzten nach dieser Analyse das Bestehen eines Unternehmensvertrages voraus.
- d) Die Bewertungsgutachterin ihat in der vorgenannten Analyse die ihrer Meinung nach zutreffende Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergien gesehen und hierzu die Auffassung vertreten, dass aufgrund der der Bewertung zu Grunde liegenden Prämisse einer "Stand-Alone-Bewertung" der Schering AG ausschließlich die Berücksichtigung unechter Synergien im Betracht kommen könne.
- e) Dies entspricht auch der Betrachtungsweise des Bewertungsstandards IDW S1, wonach sich echte Synergien ausschließlich durch die Kooperation von <u>bestimmten</u> Unternehmen realisieren lassen. Der entsprechenden "Mehrwert", welcher sich gerade durch diese konkrete Kooperation ergibt, ist aus diesem Grunde nicht zwingend im beherrschten Unternehmen verkörpert. Darüber hinaus haben echte Synergieeffekte zwar wertbeeinflussende Bedeutung im Rahmen der Ermittlung des subjektiven Entscheidungswerts, insbesondere für potentielle Käufer. Im Rahmen

der Bewertung von Unternehmensanteilen ist insoweit aber zu berücksichtigen, dass zukünftige Maßnahmen zur Hebung dieser Synergien von der beherrschten Gesellschaft regelmäßig nicht maßgeblich beeinflusst oder umgesetzt werden können (vgl. Wiechers, a.a.O., S. 749).

- f) Der Vergleich mit der Börse zeigt zwar, dass im Rahmen bevorstehender Strukturmaßnahmen auch echte Synergieeffekte in die Kursentwicklung einfließen und insoweit hingenommen werden müssen, da eine wertmäßige Isolierung dieses Einflusses nicht möglich ist (vgl. BGH, NZG 2001, 603, 605). Diese Problematik hat durch die aktuelle Stollwerck-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs aber an Bedeutung verloren, worauf die Antragsgegnerin zutreffend hinweist.
- g) Ebenso wenig können so genannte strategische Zuschläge beim Aktienerwerb durch den Großaktionär einen zuverlässigen Hinweis auf die Höhe der im Rahmen des Ertragswerts zu berücksichtigenden Synergien liefern, da diese keine Brücke zwischen Unternehmenswert und Unternehmenspreis darstellen, sondern das Verhältnis von subjektivem Unternehmenswert und Aktienpreis repräsentieren (vgl. Wollny, a.a.O., S. 181). Als Wertdeterminante im Rahmen des objektivierten Unternehmenswerts können diese Zuschläge damit nicht herangezogen werden.
- h) Die Berücksichtigung echter Synergien wird zurzeit vom überwiegenden Teil der Rechtsprechung abgelehnt, was auch der Sachverständige in seinem Hauptgutachten betont (S. 248 f.). Dies wird zum Teil damit begründet, dass der (Minderheits-) Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann, wenn seinem Anteil derjenige Wert beigemessen wird, den er ohne die Strukturmaßnahme gehabt hätte (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 27 Anh § 11 SpruchG). Insoweit sei die Außerachtlassung echter Synergieeffekte auch eher mit dem Prinzip der "Stand-Alone-Bewertung" in Einklang zu bringen.
- i) Bei Betrachtung der Problematik aus Sicht einer realen oder fiktiven Verhandlungssituation ergeben sich dagegen andere Ansätze, da die von den Parteien identifizierten Synergiepotenziale den jeweiligen Grenzpreis beeinflussen. Bei freier Veräußerung von Anteilen würde der Verkäufer bei seiner Preisforderung die Synergieeffekte berücksichtigen und der Käufer bereit sein, sie anteilig zu vergüten.

Der gerichtliche Sachverständige hat auf S. 249 ff. seines Hauptgutachtens die wesentlichen zu diesem Punkt vertretenen Auffassungen dargestellt, die von einer vollständigen Vernachlässigung des sich durch Synergien ergebenden Mehrwerts bis hin zu einer ungeschmälerten Beteiligung des Abzufindenden an den identifizierten Synergiepotenzialen reicht. Es erscheint der Kammer aber jedenfalls offensichtlich, dass der Ansatz der jeweiligen Extremposition nicht zutreffend sein kann, da die alleinige Zuweisung der Synergien an Käufer oder Verkäufer weder der rechtlichen

noch der ökonomischen Billigkeit entspricht. Auf der anderen Seite kann eine ausschließliche Zuweisung an den Käufer beziehungsweise den die Strukturmaßnahme veranlassenden Mehrheitsaktionär nicht allein mit der Art und Weise der Ermittlung des Ertragswerts begründet werden. Diesbezüglich ist evident, dass Synergiepotenziale bei isolierter Betrachtung des Zielunternehmens keine zusätzlichen Erträge generieren können. Dennoch handelt es sich um einen preisbildenden Faktor.

- j) In der Praxis liegt die Schwierigkeit regelmäßig in der konkreten Bewertung verbunden mit der Frage, in welcher Höhe sich aus vorhandenen Synergiepotenzialen tatsächlich überschießende Unternehmensergebnisse realisieren lassen. Der gerichtliche Sachverständige hat zutreffend festgestellt, dass eine objektive Überprüfung kaum möglich ist, da Synergieeffekte in erheblichem Maße von konkreten unternehmerischen Entscheidungen abhängen, bei denen wiederum ein Einschätzungsspielraum besteht beziehungsweise zu beachten ist.
- k) Im Fall des beabsichtigten Zusammenschlusses der Schering AG mit der jetzigen Antragsgegnerin bestand die Besonderheit, dass bereits im März 2006 ein Unternehmenskonzept erstellt worden war, welches die Synergiepotenziale unter Aufteilung auf die unterschiedlichen Unternehmensbereiche identifizierte. Der Sachverständige hat die entsprechenden Ableitungen analysiert und auf den Bewertungsstichtag bezogen keine abweichenden Feststellungen getroffen. Im Synergiekonzept wurde, wie bereits erwähnt, eine Aufteilung der identifizierten Effekte unter der rechtlich determinierten Fragestellung vorgenommen, welche Teile des Konzepts vor dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages umsetzbar wären. Diese wurden dann als unechte Synergieeffekte qualifiziert, wobei hierzu allgemein etwa die bessere Organisation betrieblicher Abläufe, bessere Beziehungen zu den finanzierenden Banken oder Vorteile im Vertrieb durch ein bestimmtes Absatz- und Marketingkonzept zu rechnen sind. Der entsprechende Anteil betrugen im Verhältnis zu den Gesamtsynergien zwischen 11,2 % im Jahr 2007 und 16,6 % in den Jahren ab 2009. Darüber hinaus waren zum 22. Juni 2006 weitere Kernregelungen für die Integration der Schering AG in entwickelt worden, innerhalb dessen erneut die im Rahmen einer faktischen Konzernierung umsetzbaren Maßnahmen auf ihre Umsetzbarkeit untersucht wurden.
- I) Der gerichtliche Sachverständige hat in diesem Zusammenhang die Ansicht vertreten, dass entscheidend sei, ob die Einordnung in vor- und nachvertragliche Synergien nach dem vorhandenen Unternehmenskonzept ermessensfehlerhaft sei, nicht aber, ob der maximal denkbare Umfang an Synergien auch tatsächlich umgesetzt werden sollte. Dem schließt sich die Kammer grundsätzlich an, da in jedem Unternehmen zwar generelle Synergiepotenziale vor allem im Bereich von Einsparungen durch Zusammenführung von Unternehmensressourcen –

vorhanden sind. Eine Bezifferung kann aber nur im Rahmen der Zusammenarbeit von zwei konkreten Unternehmen erfolgen, was ein individuelles Zusammenführungskonzept voraussetzt. Die nach diesem Konzept vorgenommene Aufteilung der vorvertraglichen Verbundvorteile hat der Sachverständige auf S. 262 des Hauptgutachtens dargestellt. Eine Benachteiligung der Schering AG beziehungsweise der Minderheitsaktionäre war hierbei nicht ersichtlich, da die Schering AG im Verhältnis zu ihrer Unternehmensgröße eher überdurchschnittlich partizipieren sollte.

m) Hinsichtlich der echten Verbundvorteile folgt die Kammer der bislang offensichtlich überwiegenden Auffassung in der Rechtsprechung, dass diese unberücksichtigt bleiben müssen. Der aus dem Unternehmen ausscheidende Aktionär ist auch aus verfassungsrechtlicher Sicht (nur) so zu stellen, als sei es nicht zu der ihn belastenden Strukturmaßnahme gekommen. Die den Minderheitsaktionären zu gewährende volle wirtschaftliche Entschädigung muss hingegen nicht auf der Basis einer fiktiven Veräußerung in voller Kenntnis der Strukturmaßnahme und deren Auswirkungen auf den Wert ihrer Beteiligung erfolgen.

Diese Sichtweise stellt zum einen die Konsistenz mit der Stollwerck-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs her, da hiernach auch bei der Feststellung des durchschnittlichen Börsenkurses die wertmäßigen Einflüsse der Strukturmaßnahme ausgeblendet werden sollen. Schließlich werden auch Verwerfungen im Kompensationssystem der §§ 304, 305 AktG vermieden, nach dem Abfindung und Ausgleich gleichberechtigt nebeneinander stehen sollen. Eine wertmäßige Einbeziehung echter Synergieeffekte in die Ausgleichszahlung wäre nach dem Wortlaut des § 304 Abs. 2 AktG aber nicht zu rechtfertigen, da der Wertmaßstab hiernach von der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Ertragsaussichten abhängt, nicht aber von den durch den Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen gesteigerten Ertragserwartungen.

10. Wechselkurse im Prognosezeitraum

Für den Prognosezeitraum ab dem Jahr 2009 stellt sich erneut die Frage nach der zutreffenden Höhe der zu berücksichtigenden Wechselkurse zwischen den Schlüsselwährungen Euro und US-Dollar (USD).

a) Durch die Schering AG erfolgte die Planung der Einnahmen und Ausgaben grundsätzlich in Euro. Soweit Regionen bzw. Konzerngesellschaften betroffen waren, die in USD fakturierten, wurden diese Einnahmen bzw. Ausgaben in den Planungsunterlagen einheitlich mit einem Kurs von 1,00 Euro zu 1,25 USD umgerechnet. Die Schering AG war auch in der Vergangenheit zu vorgegangen, dass der Wechselkurs innerhalb einer Planung auch über alle Planjahre als

konstant angenommen wurde, selbst wenn Informationen über mögliche Änderungen des Dollarkurses vorlagen. Dies sicherte Darstellung die Vergleichbarkeit der Planjahre und führte gleichzeitig zu einer Vereinfachung des Planungsprozesses.

- b) Der gerichtliche Sachverständige führt hierzu auf S. 237 seines Hauptgutachtens aus, dass diese in der Vergangenheit geübte Vorgehensweise für interne Planungszwecke der Schering AG zwar praktikabel gewesen sein mag, für Zwecke der Unternehmensbewertung jedoch nicht geeignet sei.
- c) Diese Auffassung ist jedenfalls für den Prognosezeitraum ab 2009 beachtlich, da hier wie bereits oben ausführlich diskutiert keine unternehmenseigene Planung der Schering AG mehr existierte, an welche die Bewerter oder das Gericht gebunden sein könnten. Aus diesem Grunde konnte und musste für die aus Sicht des Stichtages fernere Zukunft eine Prognoseentscheidung über die voraussichtliche Entwicklung des in der Planung anzusetzenden Wechselkurses zwischen Euro und USD getroffen werden.
- d) hat sich hierbei an so genannten Forward Rates orientiert, bei denen es sich um an den Finanzmärkten beobachtbare Kurse handelt, die im Rahmen von Sicherungsgeschäften beziehungsweise Devisentransaktionen für bestimmte zukünftige (Zahlungs-) Termine vereinbart werden. Der gerichtliche Sachverständige hielt diesen Ansatz für sachgerecht und hat lediglich die Werte vom Abschlusstag der Bewertungsarbeiten durch im Juli 2006 auf den Bewertungsstichtag aktualisiert. Im Ergebnis führte die hiermit verbundene Annahme eines gegenüber dem USD höheren Euro-Kurses unter Berücksichtigung der gegenläufigen Effekte auf der Einnahmen- und Kostenseite zu einer Reduzierung des in der Bewertung zu berücksichtigenden Ergebnisses der Schering AG.
- e) Soweit einige Antragsteller der Meinung sind, angesichts der diesbezüglich bestehenden Prognoseunsicherheiten könne es ohne Weiteres bei dem von Schering gewählten Ansatz eines konstanten Kurses verbleiben, hielt die Kammer eine solche Vorgehensweise nur für den begrenzten, der Planerstellung unmittelbar folgenden Zeitraum für plausibel. Für längerfristige Zeiträume gilt es dagegen, an den Märkten erkennbare Entwicklungen in die Festlegung der Höhe des zu wählenden Ansatzes einzubeziehen. Bezeichnender Weise vertritt auch die von den Beteiligten zu 21) bis 37) und 115) beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft nicht die Ansicht, dass ein auf welcher Basis auch immer bestimmter fester Wechselkurs eine vorzugswürdige Lösung darstellt. Dort ist man vielmehr der Ansicht, dass anstelle von Forward Rates auf so genannte Forecasts abgestellt werden solle, bei denen es sich um Einschätzungen von Analysten zum künftigen Wechselkurs handelt.

- f) Als Ergebnis der zwischen den Beteiligten geführten Diskussion und den ergänzenden Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen vom 20. September 2012 lässt sich festhalten, dass sowohl Forward Rates als auch Forecasts für die Ableitung künftig erwarteter Wechselkurse in Betracht kommen, beide Ansätze aber jeweils konzeptionelle Schwächen aufweisen.
- aa) Forecasts sind rein subjektive Einschätzungen, die zudem am Markt nicht für beliebig lange Zeiträume abgerufen werden können. So hat der gerichtliche Sachverständige ausgeführt, dass zum Bewertungsstichtag Analysteneinschätzungen hinsichtlich des erwarteten Wechselkurses zwischen USD und Euro nur bis zum Jahr 2010 zur Verfügung standen. Die Annahme, dass Forward Rates einen unverzerrten Schätzer für die künftige Wechselkursentwicklung bilden, unterliegt dagegen einer Anzahl von markttheoretischen Prämissen, zu denen der Sachverständige gleichfalls ausführt. Wegen des liquiden Marktes im Verhältnis zwischen Euro und USD vertritt er die Ansicht, dass dort von einer weitgehenden Arbitragefreiheit ausgegangen werden könne. Insgesamt ist seiner Meinung nach die Verwendung von Forward Rates sachgerecht. Zudem entspreche sie dem allgemeinen Vorgehen der Bewertungspraxis im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen.
- bb) Die Kammer hielt diese Ableitung aufgrund des Umstandes, dass die zugrundeliegenden Geschäfte jedenfalls zum Teil (auch) einen spekulativen Charakter besitzen, nicht für unproblematisch. Allerdings war dem gerichtlichen Sachverständigen letztlich darin zuzustimmen, dass es sich angesichts der vorhandenen Marktbasis um eine hinreichend aussagekräftige Methode handelt, um die sich ergebenden Werte im Rahmen der Planung zu verwenden, bei der es sich ja wiederum auch nicht um mehr als eine Schätzung handelt. Hinsichtlich der in den Forward Rates enthaltenen Risikokomponente dürfte die Einschätzung des gerichtlichen Sachverständigen zutreffen, dass keine einseitige Risikoadjustierung vorliegt, da der jeweilige Datenpunkt das Ergebnis eines zweiseitigen Geschäfts repräsentiert, bei dem beide Parteien eine Entwicklung zu ihren Gunsten erhoffen und aus diesem Grund sowohl Chancen als auch Risiken abgebildet sind.
- cc) Damit bestanden keine Bedenken, für den Zeitraum ab 2009 die auf S. 238 des Hauptgutachtens wiedergegebenen Forward-Kurse für die Planung zu verwenden.

11. Ausschüttungsprognose

Der sowohl von der Bewertungsgutachterin als auch vom gerichtlichen Sachverständigen angewandte Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2005 vor, dass für den

Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung zum einen des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie zum anderen rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, da unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse bestand.

- a) Soweit die einbehaltenen Überschüsse ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept grundsätzlich eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Diese kann durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93).
- b) Die Bewertungsgutachterin ist entsprechend der dargestellten Vorgehensweise verfahren. Sie setzte im Detailplanungszeitraum die durch die Schering AG konkret geplante Ausschüttungsquote an. Für das sich anschließende Prognosemodell und die Phase der ewigen Rente hat sie eine aus dem Ausschüttungsverhalten der Peer Group abgeleitete Ausschüttungsquote in Ansatz gebracht. Auch dies entspricht den Vorgaben des IDW S1.
- c) Im Rahmen der Bewertung wird im Übrigen unterstellt, dass das nach IFRS geplante Ergebnis als Grundlage für die Ausschüttung zur Verfügung steht. Mithin werden mögliche Abweichungen zwischen dem nach deutscher Rechtslage für Ausschüttungen maßgeblichen handelsrechtlichen Ergebnissen und den nach IFRS geplanten Ergebnissen nicht betrachtet. Diese vereinfachende Annahme erfolgt nach Auffassung des gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erkennbar zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre und ist damit nicht zu beanstanden. Vor diesem Hintergrund war auch die Kritik des Antragstellers zu 66) verfehlt, dass eine nach den Grundsätzen der IFRS erstellte Planungsrechnung zunächst in die Planungssystematik des HGB überführt werden müsse.
- d) Für den Detailplanungszeitraum der Phase I hatte es bei den Ausschüttungsannahmen der Gesellschaft zu verbleiben, wie sie im Gutachten von dargelegt worden sind. Die entsprechende Planung war zu respektieren, da es weder Sache des Gerichts noch des gerichtlichen Sachverständigen war, die Zweckmäßigkeit der zugrunde liegenden Entscheidungen zu überprüfen und die Gesellschaft für die Befriedigung von Verbindlichkeiten etwa auf die Inanspruchnahme von Fremdkapital zu verweisen. Insoweit kann auf die obigen Ausführungen zur

Maßgeblichkeit der Planung der Gesellschaft Bezug genommen werden, die lediglich bei fehlender Plausibilität korrigiert werden darf.

Von einer fehlenden Plausibilität konnte aber angesichts der für den Zeitraum 2006 bis 2008 geplanten Ausschüttungsquote von 37 % nicht ausgegangen werden. Diese lag zwar unterhalb der im Zeitraum der Jahre 2003 bis 2005 erfolgten Ausschüttungen, die im Mittel bei 38,96 % lagen. Allerdings war von 2003 zu 2005 auch eine Reduzierung der Quote von 40,63 % im Jahr 2003 auf 37,64 % im Jahr 2005 zu beobachten, so dass die Planung keinen mit dem vorangegangenen Verhalten der Gesellschaft nicht in Einklang zu bringenden Verlauf vorsah.

- e) Auch die Prämisse für die weiteren Bewertungsphasen war nicht zu beanstanden. Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2005 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.
- f) Die Ausschüttungsquote von 35 % ab dem Jahr 2009 wurde im Bewertungsgutachten aus der Analyse des Ausschüttungsverhaltens der von im Rahmen der Bestimmung des Betafaktors gebildeten Peer Group abgeleitet. Der gerichtliche Sachverständige hat dieses Ergebnis nachvollziehen können und insoweit keine Bedenken geäußert, sondern mitgeteilt, dass das Vorgehen der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung der Ausschüttungsquote nicht zu beanstanden sei und der gängigen Bewertungspraxis entspreche.
- g) Eine Betrachtung des Ausschüttungsverhaltens der vom Sachverständigen gegenüber erweiterten Gruppe von Vergleichsunternehmen ergab eine höhere durchschnittliche Ausschüttungsquote von 42 %, wobei diese mit steigendem Umsatz zunahm und für die umsatzschwächeren Gesellschaften bei lediglich 32 % lag. Angesichts dessen war gegen die Annahme, das Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage sei mit 35 % in Ansatz zu bringen, nichts zu erinnern. Der gerichtliche Sachverständige hat insoweit auch zutreffend angemerkt, dass eine höhere Quote tendenziell zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen würde und sich damit zu Lasten der Antragsteller auswirken würde.
- h) Dem kann nicht entgegengehalten werden, dass sich der Unternehmenswert für die Minderheitsaktionäre unter bestimmten Annahmen, wie etwa durch Aktienrückkäufe des Unternehmens, möglicher Weise erhöht. Die Minderheitsaktionäre haben lediglich einen Anspruch auf volle Entschädigung in Höhe des Wertes ihrer Beteiligung am arbeitenden Unternehmen. Sie haben dagegen keinen Anspruch auf eine Wertmaximierung zu ihren Gunsten, es sei denn,

bestimmte Maßnahmen seien in der Planung bereits angelegt. Dies konnte vorliegend jedoch nicht festgestellt werden.

12. Berücksichtigung der Aktienoptionspläne

Die Schering AG hatte in verschiedenen Aktienoptionsplänen Mitarbeitern die Möglichkeit gegeben, Aktien zu einem Preis unterhalb des zum Zeitpunkt der Ausübung der Option bestehenden Börsenkurses zu erwerben.

- a) Durch die in den jeweiligen Optionsplänen enthaltene Change-of-Control Klausel sind diese Optionen ausübbar geworden, wobei per 20. Juli 2006 noch 41.100 offene Optionsrechte bestanden, von denen die Berechtigten Gebrauch machen konnten. Die Aktienoptionspläne unterschieden sich in solche, bei denen die Schering AG das Recht hatte, einen Barausgleich zu leisten und Optionen für Key Manager aus den Jahren 2001 und 2002, bei denen ein derartiges Recht der Gesellschaft nicht bestand.
- b) Für die zuerst genannte Gruppe wurde im Rahmen der Planungsrechnung ein Mittelabfluss im Jahr 2006 vorgesehen. Auch hinsichtlich der weiteren Optionen ging die Planung davon aus, dass diese bereits vollständig im Jahr 2006 ausgeübt werden würden und ein entsprechender Mittelzufluss unter Erhöhung der Anzahl der Aktien des Unternehmens stattfinden würde.
- c) Diese Prämisse war nach Auffassung der Kammer nachvollziehbar und nicht geeignet, sich zu Lasten der Minderheitsaktionäre auszuwirken. Soweit keine festen Ausübungsfristen vorgesehen waren, musste für die Bewertung eine typisierende Annahme getroffen werden. Der Sachverständige hat insoweit in seinem Hauptgutachten (S. 282) ausgeführt, dass sich der Bestand beider Arten von Optionsrechten zwischen dem 1. Januar und 20. Juli 2006 bereits deutlich verringert hatte, so dass die Art und Weise der von vorgenommenen Berücksichtigung der Aktienoptionspläne im Ergebnis nicht zu beanstanden war.
- d) In der Sache führte dies zu einem Verwässerungseffekt, der sachgerecht als (einmaliger) negativer Sonderwert in die Bewertung einzufließen hatte.

13. Steuerbelastung auf Konzernebene

 a) Der gerichtlich bestellte Sachverständige führt zu diesem Punkt aus, dass innerhalb der Detailplanungsphase die Steueraufwendungen im Konzern auf der Ebene der Einzelgesellschaften geplant worden sind und hierbei die steuerlichen Besonderheiten des jeweiligen Landes, gegebenenfalls vorhandene Verlustvorträge sowie die Überleitung vom IFRS-Vor-Steuerergebnis auf das Steuerergebnis berücksichtigt worden sind. Aus den entsprechenden Zahlen wurde eine einheitliche Konzernsteuerquote abgeleitet, die für das Jahr 2008 insgesamt 35,3 % betrug. Dieser Steuersatz wurde dann für den Folgezeitraum ab 2009 sowie die ewige Rente zugrunde gelegt.

- b) Der Sachverständige hat keine Bedenken gegen diese Vorgehensweise geäußert. Solche waren auch für die Kammer nicht ersichtlich. Angesichts der generellen Unsicherheit über die künftige Entwicklung von Unternehmenssteuern erscheint es sinnvoll und angemessen, für Bewertungszwecke wie geschehen vereinfachende Annahmen zu treffen.
- c) Zwar hat der gerichtliche Sachverständige eingeräumt, die vollständige und ordnungsgemäße Berücksichtigung der Verlustvorträge im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Schering AG nicht abschließend beurteilen zu können, da ihm keine Unterlagen über die steuerlichen Verhältnisse der Einzelgesellschaften vorgelegen hätten. Er hat aber die Feststellung getroffen dass die maximale steuerentlastende Auswirkung der Verlustvorträge auf den Unternehmenswert deutlich unter dem Betrag läge, der auf Grund der vereinfachenden Annahmen steuerbelastend zu berücksichtigen wäre. Angesichts des Umstandes, dass die Einwendungen der Antragsteller über eine angeblich unzureichende Berücksichtigung der Verlustvorträge allgemeiner Natur waren, hielt es die Kammer aufgrund dieser Aussage für nicht angezeigt, die steuerlichen Verhältnisse des Schering-Konzerns näher zu untersuchen.

14. Kapitalisierungszinssatz

- a) Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.
- b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder "wahren" Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden Betrachters als "angemessen" gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um

die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

- c) Dem Gericht kommt somit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).
- d) Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.).
- e) Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Gutachtens der zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes, eines niedrigeren Risikozuschlages und eines höheren Wachstumsabschlages korrigiert wissen.
- f) Die Kammer hielt insoweit auf der Basis des Gutachtens des Sachverständigen auf der einen Seite und den von den Antragstellern zu 21) bis 37) und 115) zu den Akten gereichten Privatgutachten von auf der anderen Seite gegenüber dem Bewertungsgutachten von Korrekturen für erforderlich, wobei sich diese sich auf sämtliche Parameter mit Ausnahme des Wachstumsabschlags erstrecken. Diese Korrekturen führen unter Berücksichtigung der zu erwartenden Unternehmenserträge zu einer Erhöhung des anzunehmenden Wertes einer Aktie der Schering AG, welcher über der von der Antragsgegnerin angebotenen Barabfindung liegt.

a) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage des Gutachtens des gerichtlichen Sachverständigen für den Bewertungsstichtag einen einheitlichen Basiszinssatz in Höhe von 4,3052 % für zutreffend. Grundlegende Einwände gegen die Art und Weise der Ermittlung des Basiszinssatzes sind nach Erstattung des Gutachtens im Wesentlichen nur von den Beteiligten zu 21) bis 37) und 115) geltend gemacht worden. Diese hielt die Kammer aber trotz des Umstandes, dass sie durch Privatgutachten der

Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (nachfolgend als bezeichnet) unterlegt worden sind, letztlich nicht für durchgreifend.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz. 638). Soweit in jüngster Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise zum Teil eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, musste dies nach Ansicht der Kammer angesichts des vor dem Beginn der Krise liegenden Stichtages im September 2006 grundsätzlich nicht diskutiert werden.

Hinzu kommt, dass vollkommen risikofreie Anlagen nicht existieren und aus diesem Grunde – wie bereits ausgeführt – ohnehin nur <u>quasi</u> risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Zum anderen zeigt auch die Existenz so genannter Credit Default Swaps nach Auffassung der Kammer nicht, dass Bundesanleihen nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden.

bb Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin den 13. September 2006. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle. NZG 1998, 987, 988; Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 56 a und 57 f zu § 305 AktG.; Riegger in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325; Großfeld, a.a.O., Rz. 583).

Da die erforderliche Zukunftsprognose sich auf eine zu unterstellende unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens erstreckt und nach dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz (auf dem Markt nicht existierende) zeitlich unbegrenzte Anleihen der öffentlichen Hand heranzuziehen wären, kann der Basiszinssatz jedenfalls nicht mit dem zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für die längstlaufenden öffentlichen Anleihen von 10 Jahren oder länger gleichgesetzt werden. Bei der Festlegung der Elemente des Kapitalisierungszinssatzes ist nämlich zu beachten, dass sie laufzeitäquivalent sein müssen, da die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist.

- dd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl von als auch des gerichtlich bestellten Sachverständigen entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die teilweise nicht unerheblichen Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße.
- ee) Greift man für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes auf öffentliche Anlagen mit begrenzter Laufzeit zurück, ist auch die dann erforderliche Wiederanlage zu berücksichtigen, da eine unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens angenommen wird (vgl. OLG München, ZIP 2006, 1722, 1725). Die Problematik bei der Verwendung der Svensson-Methode besteht hier darin, dass die in die Schätzung eingehenden Parameter lediglich bis zum 30. Jahr des Planungshorizonts auf Marktdaten beruhen, da länger laufende öffentliche Anleihen nicht emittiert werden. Es ist daher grundsätzlich erforderlich, eine Annahme über die voraussichtliche Zinsentwicklung nach Ablauf des jeweiligen über 30 Jahre hinausgehenden Zeitraums zu treffen. Dies ist insoweit problematisch, als aus der Sicht des Stichtages für den Zeitpunkt nach der

Endfälligkeit 30-jähriger Anleihen keine objektivierbaren Zinsprognosen mehr getroffen werden können. Allerdings ist bei Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren nach deren Ablauf regelmäßig ein Abflachen der Zinskurve zu beobachten, wobei der Einfluss auf den Ertragswert bei Zinsänderungen in entfernter liegenden Zeiträumen ohnehin abnimmt. Die Kammer folgt vor diesem Hintergrund der Vorgehensweise des gerichtlichen Sachverständigen, für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung den ermittelten Zerobond-Zinssatz mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltigen Schätzer anzusetzen.

ff) Die Bildung des Durchschnittswerts über einen Dreimonatszeitraums ist nach Auffassung der Kammer entsprechend der Vorgehensweise bei der Bestimmung des Börsenkurses von Anteilen der Gesellschaft sinnvoll und nicht zu beanstanden. Hierbei ist nach Ansicht der Kammer aber auf ein mit dem Bewertungsstichtag endenden Zeitraum abzustellen und nicht auf einen solchen von vollen drei Kalendermonaten vor dem Stichtag.

Da der zeitliche Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung der Tag der Hauptversammlung ist, stellt sich nämlich die Frage, aus welchem Grunde die Einschätzung der künftigen Zinsentwicklung bereits vor diesem Termin enden sollte. Im vorliegenden Fall würde auf diese Weise die sich offensichtlich auch im Monat September 2006 abzeichnende Tendenz weiter fallender Zinsen abgeschnitten. Diese Tendenz spiegelt sich auch in dem Umstand wider, dass im Rahmen der Wertermittlung anlässlich des dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nachfolgenden Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Schering AG im Januar 2007 ein Basiszinssatz von nur noch 4,0 % in Ansatz gebracht worden ist.

gg) Dem kann nicht die mangeinde Praktikabilität seiner solchen Vorgehensweise entgegengehalten werden. Zum einen kann in der Praxis bei den im Vorfeld von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen erstellten Erst- und Prüfgutachten auch kein Zeitraum von vollen drei Monaten vor dem Hauptversammlungstermin berücksichtigt werden, da die Gutachten regelmäßig vorher fertiggestellt werden (müssen). Dies zeigt sich auch vorliegend, da sowohl als auch

bei ihrer Berechnung des Basiszinssatzes von einem Zeit-raum von Mai bis Juli 2006 ausgegangen sind, wie sich den Ausführungen von auf den Seiten 33 f. des Prüfberichts entnehmen lässt. Zum anderen können sich bei der Vorgabe der Berücksichtigung voller drei Kalendermonate theoretisch Unterschiede in der tatsächlichen Nähe der Schätzung zum Stichtag von bis zu 30 Tagen ergeben. Da sich hieraus angesichts der Hebelwirkung, welche dem Kapitalisierungszinssatz bei der Berechnung des Unternehmenswerts zukommt, im Einzelfall durchaus relevante Unterschiede ergeben können, sprechen aus Sicht der Kammer keine überzeugenden Gründe für die Wahl der vom IDW vorgeschlagenen Referenzperiode.

- hh) Soweit die von den Antragstellern zu 21) bis 37) und 115) mit der Einholung von Gutachten zu Basiszins und Betafaktor beauftragte in diesem Zusammenhang die Auffassung vertritt, dass zur Eliminierung von Marktschwankungen und möglicher Schätzfehler auch eine Durchschnittsbildung über 30 Tage ausreicht, mag dies sein. Diese Betrachtungsweise hat sich bislang jedoch in der Wissenschaft beziehungsweise der betriebswirtschaftlichen Praxis noch nicht durchgesetzt. Der Kammer ist auch keine Untersuchung bekannt, die sich anhand von praktischen Beispielen mit der Frage auseinandersetzt, welcher Zeitraum für die Glättung der Schätzer besser geeignet ist, wobei grundsätzlich davon auszugehen ist, dass ein längerer Zeitraum zu einer besseren Eliminierung von unerwartet hohen oder niedrigen Werten führt. Für eine Schätzung des Unternehmenswerts nach § 287 Abs. 2 ZPO in einem Spruchverfahren muss sich das Gericht aber darauf verlassen können, dass die angewandten Methoden allgemeine Berufsauffassung der Wirtschaftsprüfer sind, wobei eine Begutachtung genügt, die sich an den zum maßgeblichen Stichtag betriebswirtschaftlich gesicherten Bewertungsmaßstäben orientiert (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).
- ii) Die vom entsprechenden Fachausschuss des IDW neben der Glättung der Tageswerte befürwortete Rundung des ermittelten Zinssatzes auf %-Prozentpunkte hält die Kammer, jedenfalls soweit sie sich im konkreten Bewertungsfall zu Lasten der abzufindenden Aktionäre auswirkt, nicht für zulässig. Zwar wird diese Rundung mit der Vermeidung einer Scheingenauigkeit der einzelnen Komponenten des Prognosekalküls begründet. Allerdings erfolgt bereits über die Durchschnittsbildung unter Berücksichtigung eines Dreimonatszeitraums bereits eine Glättung, so dass eine weitere Vergröberung des gefundenen Ergebnisses weder angemessen noch plausibel erscheint. Soweit die Validität der anhand der Svensson-Methode gewonnenen Ergebnisse angezweifelt würde, wäre die Verwendung der entsprechenden Daten für die Ermittlung des (künftigen) Basiszinses wohl generell in Frage zu stellen. Bei mehrfachen Auf- oder Abrundungen würde in vielen Fällen wohl auch eine Schätzung des Basiszinses auf der Grundlage der Spotrate am Bewertungsstichtag zum gleichen Ergebnis führen und damit ausreichen.
- jj) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Peri-oden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht wer-den, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unter-schiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder,

BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird.

- kk) Für die Berechnung dieses barwertäquivalenten Zinssatzes werden regelmäßig, so auch von und dem gerichtlichen Sachverständigen, die unternehmensspezifischen Zahlungsströme sowie der für diese angesetzte Wachstumsabschlag berücksichtigt.
- II) Soweit daneben auch Effekte aus Risiko und persönlichen Steuern der Anteilseigner berücksichtigt wissen will, hat sich ein entsprechendes Kalkül bislang in der Betriebswirtschaft nicht durchgesetzt. Ebenso wenig ist der nach Auffassung von durch die bisher geübte Praxis entstehende Bewertungsfehler nach Kenntnis der Kammer Gegenstand einer vertieften wissenschaftlichen Diskussion gewesen.

Vor diesem Hintergrund vermag die Kammer nicht festzustellen, ob die von angeführten Argumente tatsächlich valide und auch hinreichend zwingend sind, um zu dem Ergebnis zu gelangen, dass die entsprechenden Faktoren in die Berechnung des einheitlichen Basiszinssatzes einfließen müssen. Dagegen spricht wohl, dass Risiko und Steuern bei der aus betriebswirtschaftlicher Sicht für eigentlich richtig gehaltene Abdiskontierung mit periodenspezifischen Spotrates (vgl. etwa Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 107 f.) gleichfalls nicht berücksichtigt werden. Für eine fehlende Berücksichtigung spricht weiter, dass es sich beim Basiszins nach den theoretischen Grundlagen des Ertragswertverfahrens um einen allgemeines und nicht um ein unternehmensspezifisches Datum handelt. Insoweit ist nicht verständlich, auch welchen Gründen bei der Anpassung an die einzelnen Laufzeiten weitere Parameter in die Berechnung einfließen sollen oder müssen.

Der gerichtliche Sachverständige hat im Übrigen zutreffend darauf hingewiesen, dass auch das von verwendete Modell wegen der Verwendung einer über die gesamte Laufzeit einheitlichen Marktrisikoprämie nicht konsistent ist. Dem kann – gerade im Hinblick auf die Frage der überlegenen wissenschaftlichen Fundierung des -Modells – nicht entgegengehalten werden, dass die vom gerichtlichen Sachverständigen angewandte Berechnungsformel gleichfalls keine laufzeitspezifische Risikoprämie berücksichtige (vgl. ergänzendes Gutachten vom 30. März 2012, S. 17)

mm) Auf die von diskutierte Frage, ob für die konkrete Festlegung des Basiszinssatzes verbindliche Vorgaben existieren, konnte es nicht entscheidend ankommen. Im Rahmen des Spruchverfahrens müssen sich die Gerichte bei einer Schätzung nach § 287 ZPO aber darauf

stützen können, dass eine fachspezifische Auffassung theoretisch fundiert und allgemein akzeptiert ist.

- nn) Obwohl der vom gerichtlichen Sachverständigen geäußerten Einschätzung, es sei eine Verkomplizierung bei der Bestimmung des einheitlichen Basiszinssatzes zu vermeiden, in dieser Pauschalität nicht zugestimmt werden kann, war in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen, dass es sich auch bei der Bestimmung des zukünftigen Basiszinssatzes auf der Basis der Zinsstrukturkurve (lediglich) um eine Schätzung handelt, bei der rechentechnische Vereinfachungen in Grenzen als zulässig erachtet werden können.
- oo) Damit war für die Zwecke der Bewertung der Schering AG von einem einheitlichen Basiszinssatz in Höhe von 4,3052 % auszugehen.

Die Abbildung des Halbeinkünfteverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S 1 2005 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 35 %. Der Basiszinssatz vermindert sich damit von 4,3052 % um 35 % auf 2,7984 %.

pp) Dass andere Methoden zur Ermittlung eines quasi risikolosen Zinses nicht zu überlegenen Ergebnissen führen, zeigt nach Ansicht der Kammer bereits der Umstand, dass die von verschiedenen Antragstellern dieses Verfahrens verortete "richtige" Höhe des Basiszinssatzes von 3,5 % bis 4,667 % reicht.

b) Marktrisikoprämie

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen nicht vergleichbar ist. Dort schwanken die Über-schüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

aa) Es ist im Wesentlichen anerkannt und auch sinnvoll, das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Anlage in öffentlichen Anleihen. Zu diesen Risiken gehören solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können, sondern auch außergewöhnliche Umstände wie Betriebsstörungen durch höhere Gewalt,

Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches, sowie das stets vorhandene Insolvenzrisiko (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – so auch von einigen Antragstellern in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüber stehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., Rz. 677). Zudem steht den begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld, a.a.O., Rz. 678).

Dies zeigt sich bereits in der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie, die auf diversifizierte Portfolios setzt und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um so für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapiere rechnet, andernfalls wird er die sicherere Wertpapieranlage wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart

NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz- 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a.a.O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

- ee) Den Bedenken gegen die früher übliche "freie" Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modelle des CAPM Capital Asset Pricing Model beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.
- ff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre auch ausdrücklich hinweisen.
- gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Markteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht "wegdiversifizieren" lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich aber bereits grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein "unrealistisches" Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des

Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

- hh) Auf der anderen Seite erscheint es aber nicht unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen nicht minder umstrittene Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der typisierte Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.
- ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

Diese beiden Faktoren haben aber entscheidendes Gewicht. Durch die Wahl des Vergleichszeitraums in der Vergangenheit - obwohl es eigentlich um ein Schätzung für die Zukunft geht - und durch die Wahl eines Wiederanlagezeitraums bei einem arithmetischen Mittel wird die Höhe der beobachtbaren Marktrisikoprämie entscheidend beeinflusst (vgl. Großfeld-Stöver-Tönnes, BB-Spezial 7/2005, 2, 6). Vor diesem Hintergrund wurde in der Rechtsprechung zum Teil die Auffassung vertreten, das CAPM stelle gegenüber der pauschalen Zuschlagsmethode keine überlegene Schätzprozedur dar, da die abgeleiteten Werte nur modelltheoretische Marktwerte darstellen (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 158; OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006 15208). In neueren Entscheidungen scheint das OLG München die unter Anwendung des CAPM gefundenen Ergebnisse allerdings nicht mehr grundsätzlich abzulehnen und sieht diese so gewonnenen Daten nunmehr als ein taugliches Element für die Schätzung des Risikozuschlags an (vgl. OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06, BeckRS 2009, 21658).

- jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegen-stand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existieren nach Kenntnis der Kammer verschiedene Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie in Deutschland, die kein einheitliches Bild ergeben und sowohl von der ermittelten Höhe her selbst als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich schwanken (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier - je nach Wahl der Parameter - erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite ergeben können (Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, a.a.O., S. 127).
- kk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte konnte im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werde, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zutreffend zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).
- II) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer "gegriffenen" Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen.

Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 3. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich in in ihrer Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen. Wie oben bereits erwähnt, kann die früher praktizierte pauschale Zuschlagsmethode nicht als überlegen gelten, da der Risikozuschlag weitgehend willkürlich aufgrund einer subjektiven Einschätzung der Risikoposition des zu bewertenden Unternehmens am Markt festgesetzt wird.

mm) Die von im ihrem Gutachten für die Bestimmung der Höhe der Marktrisikoprämie offensichtlich herangezogene Empfehlung des AKU des IDW, die im Wesentlichen auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (WpG 2004, 906 ff.) beruht, ist kritisch zu hinter-fragen.

aaa) Diese Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch PwC, auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen (vgl. auch Großfeld-Stöver-Tönnes, a.a.O.). Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

bbb) Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Markrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet – wie oben bereits ausgeführt – als in der betriebswirtschaftlichen Forschung noch ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche

Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zudem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

nn) In der neueren obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnet sich allerdings die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie ermittelte Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Mittelwert der ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Juris Rdn. 192 ff. sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Juris Rdn. 220 ff., dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

oo) Auch vor diesem Hintergrund hielt die Kammer aber den von der Antragsgegnerin als plausibel verteidigten Ansatz von 5,5 % durch aus sich heraus nicht für nachvollziehbar, da sich weder in deren Gutachten noch im Prüfbericht von konkrete eigene Überlegungen zur Frage der Bestimmung der Höhe der Marktrisikoprämie finden. Vielmehr richtet sich dieser Ansatz allein nach der Empfehlung des FAUB Fachausschuss für Unternehmensbewertung des IDW, für die Berechnung objektivierter Unternehmenswerte für Stichtage bis zum 31. Dezember 2008 eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zu verwenden.

pp) Im Gegensatz zu und hat der gerichtliche Sachverständige in seinem Haupt- und Ergänzungsgutachten umfassende Überlegungen zur Marktrisikoprämie angestellt und sich hierbei grundsätzlich für die Anwendung der vom IDW vorgeschlagenen Vorgehensweise, so insbesondere auch für die Ableitung des Risikozuschlags aus dem (Tax-) CAPM, ausgesprochen. Der Sachverständige hält es, wie auch die Kammer, für sachgerecht, den allgemeinen Risikozuschlag unter Verwendung dieses Modells zu ermitteln. Ihm ist darin zuzustimmen, dass die Anwendung des CAPM gegenüber einer subjektiven, pauschalen Schätzung jedenfalls eine gewisse Objektivierung bietet und auch zu einer besseren intersubjektiven Vergleichbarkeit verschiedener Bewertungsfälle führt.

qq) Wie bereits oben diskutiert, führt auch der Sachverständige aus, dass die Ermittlung der zutreffenden Bandbreite von plausiblen Risikozuschlägen nicht trivial ist, da zum einen bei der Frage der Höhe der in der Vergangenheit beobachtbaren Risikoprämie im Sinne von erzielten

Überrenditen von den in die Betrachtung einbezogenen Parametern abhängt. Zum anderen handelt es sich bei der im Rahmen der Unternehmensbewertung zu verwendenden Risikoprämie um einen Zukunftswert, für dessen Ableitung aus den historischen Werten wiederum bestimmte Prämissen getroffen werden müssen.

- rr) Der Sachverständige führt bezogen auf die Stehle-Studie aus, dass bereits eine Verkürzung des Betrachtungszeitraums auf die Jahre 1960 bis 2003 zu einer signifikanten Reduzierung der erzielten Marktrisikoprämie führt. Welchen Einfluss der Beginn des Untersuchungszeitraums unter Verwendung der von Stehle zugrunde gelegten Basisdaten hat zeigt die auf S. 181 des Hauptgutachtens eingeblendete Grafik. Der Sachverständige kommt angesichts der vorhandenen Kritik an der Studie denn auch zu dem Ergebnis, dass diese allein keine geeignete Grundlage zur Ableitung zukünftiger Marktrisikoprämien darstellt und hat dementsprechend auch die veröffentlichten Ergebnisse weiterer Kapitalmarktuntersuchungen herangezogen, die in einer Veröffentlichung des Deutschen Aktieninstituts aus dem Juli 2004 wiedergegeben sind. Diese differieren allerdings erheblich sowohl betreffend die Betrachtungszeiträume, die jeweilige Datenbasis, die Untersuchungsverfahren als auch hinsichtlich der unterstellten Haltedauern und der Mittelwertbildung. Damit erscheint es schwierig bis unmöglich, die Ergebnisse der angeführten Studien in Relation zueinander zu setzen. Darüber hinaus werden durchgängig Vorsteuerwerte ermittelt. Der Sachverständige hat aus diesem Grunde die Ergebnisse unter dem Gesichtspunkt einer Häufigkeitsverteilung betrachtet und insoweit festgestellt, dass Marktrisikoprämien (Überrenditen) vor Steuern zwischen 2 % und 4 % hätten beobachtet werden können, was Nachsteuerwerten zwischen 3 % und 5 % entspräche.
- ss) Eine unmittelbare Übernahme der Vergangenheitswerte als Schätzwert für die zukünftige Marktrisikoprämie hält der Sachverständige zutreffend für nicht zulässig. Eine Verwendung historischer Marktrisikoprämien würde nämlich unterstellen, dass die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Risikoprämien in der jeweils betrachteten Vergangenheit stabil war und dies auch in Zukunft so bleiben wird. Gegen die Richtigkeit einer solchen Annahme spricht bereits die Bandbreite der empirisch ermittelbaren Werte. Zudem scheint Einigkeit zu bestehen, dass gegenüber den Vergangenheitswerten Abschläge vorzunehmen sind, was schon wegen der besseren Möglichkeiten zur Diversifikation zwingend sei, wie auch Stehle erklärt. Hinzu kommen gesunkene Transaktionskosten. Allerdings liegen keine Modelle vor, nach denen die Höhe solcher Abschläge nachvollziehbar und verlässlich ermittelt werden könnte.
- tt) Vor diesem Hintergrund hielt es die Kammer für sinnvoll, dass der Sachverständige eine Gesamtbetrachtung angestellt hat und in diesem Rahmen zu dem Ergebnis gelangt ist, dass für

Bewertungsanlässe im Jahr 2006 eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,5 % als angemessen anzusehen ist.

uu) Die Kammer sah sich nicht gehindert, diese Auffassung des Sachverständigen als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin konnte es nicht darauf ankommen, dass die Kammer in anderen Verfahren eine leicht abweichende Marktrisikoprämie für zutreffend gehalten hat. Dort lag der Bewertung jeweils ein abweichender Stichtag zugrunde. Da die Unternehmensbewertung aber zeitbezogen ist, muss grundsätzlich von den Erwartungen der Marktreilnehmer aus der Sicht des jeweiligen Stichtages ausgegangen werden, was im Grundsatz auch für die Marktrisikoprämie gelten muss. Diese ist im Zeitablauf zwar regelmäßig keinen so erheblichen potenziellen Schwankungen ausgesetzt wie andere Faktoren des Kapitalisierungszinssatzes. Die Kammer hält es aber für plausibel, dass in Zeiten des wirtschaftlichen Aufschwungs – wie vorliegend im Herbst 2006 – tendenziell niedrigere Risikoaufschläge am Markt verlangt werden als in Zeiten der Krise. Damit war die Risikoprämie im vorliegenden Verfahren am unteren Rand der denkbaren Bandbreite anzusetzen.

vv) Andererseits konnte auch die Argumentation einiger Antragsteller nicht überzeugen:

aaa) Soweit die Antragsteller zu 1), 77) und 79) bis 87) ein Kurzgutachten von in das Verfahren eingeführt haben, welches die mangelnde Transparenz der von Prof. Stehle verwendeten Daten rügt, mag diese Feststellung zutreffend sein. Auch der gerichtliche Sachverständige räumt auf S. 111 seines Ergänzungsgutachtens ein, dass die der Stehle-Studie zugrunde liegenden Tatsachen und ihr wissenschaftlicher Gehalt für wesentliche Zeiträume nicht detailliert nachvollzogen werden können. Insbesondere sei zu den Publikationen von Stehle auch keine Einsichtnahme in die Rohdaten möglich. Diese Mängel wären aber nur dann erheblich, wenn der Sachverständige – und mit ihm die Kammer – sich für die Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie ausschließlich auf die Studienergebnisse von Stehle hätte stützen wollten.

bbb) Eben dies ist aber gerade nicht der Fall, so dass dahinstehen kann, ob insbesondere die von Prof. Stehle vorgenommene Rückrechnung des DAX bis ins Jahr 1948 zutreffend vorgenommen worden ist. Auf eine nähere Untersuchung der Rohdaten durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen oder einen weiteren Sachverständigen, wie sie vom Antragsteller zu 45) gefordert worden ist, konnte es mithin nicht ankommen.

ccc) Nicht zielführend war vor diesem Hintergrund auch die von den Antragstellern zu 21) bis 37) und 115) aufgestellte Behauptung, Prof. Stehle habe seine Auffassung zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie zwischenzeitlich – also nach seiner Veröffentlichung aus dem Jahr 2004 – geändert. Hiergegen spricht eine nähere Befassung mit dem zum Beleg für eine angebliche Meinungsänderung vorgelegten Gutachten im Auftrag der Navigator SE. Durch das "Navigatorgutachten" sollte nach der konkreten Fragestellung nämlich nicht die allgemeine Überrendite von Aktien gegenüber Renten ermittelt werden. Vielmehr beschränkte sich die Aufgabenstellung auf den besonderen Fall der langfristigen Investition eines Kapitalbetrages über einen Anlagehorizont von etwa 30 Jahren ohne größere Umschichtungen. Diese Aufgabenstellung ist von der hier zu beurteilenden Frage aber zu unterscheiden (vgl. auch OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 245]).

ddd) Für wenig überzeugend hält die Kammer auch aktuelle Betrachtungen der Antragsteller zu 94) und 98), die zu dem Ergebnis gelangen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe – zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt habe (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen stellt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, die durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin ginge, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

Wäre nach der entsprechenden Auffassung keine oder nur eine minimale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, würde dies bedeuten, dass die zu erwartenden Zahlungsströme aus Aktien ebenso sicher sind wie diejenigen aus Rentenpapieren. Eine solche Annahme kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der vielfach geäußerte Einwand fehl, bei Annahme einer Marktrisikoprämie von – etwa – 4,5 % müsse

die allgemeine Aktienrendite diesen Betrag zuzüglich des Basiszinssatzes erreichen, da hierbei unterstellt würde, dass sich aus Aktien sichere, konstante Zahlungsströme ableiten lassen. Eben dies ist aber gerade nicht der Fall.

eee) Die Vorgaben des IDW S1 Stand 18.10.2005 gebieten entgegen einer an anderer Stelle geäußerten Auffassung der Antragsteller zu 94) und 98) auch nicht die ausschließliche Unterstellung eines langfristigen Anlagehorizonts für die Alternativinvestition (vgl. Knoll/Wenger, BewP 2011, 18, 19). Eine solche Vorgabe lässt sich jedenfalls nicht dem "Äquivalenzprinzip" entnehmen. Zwar mag mit den Antragstellern zu 94) und 98) die Frage zulässig sein, ob bei der Messung der Marktrisiko ebenso wie bei der Festlegung des Basiszinssatzes von Wertpapieren von langen Laufzeiten auszugehen ist. Zwingend erscheint dies aber nicht und die pauschale Behauptung, dass ansonsten Marktrisiko- und Laufzeiteffekte miteinander vermischt würden, vermag ohne nähere Betrachtungen nicht zu überzeugen.

ww) Insgesamt hielt die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % für den Stichtag 13. September 2006 ungeachtet der Negativergebnisse aus Zeiträumen in der jüngsten Vergangenheit für plausibel.

xx) Der in der Anhörung vom 14. August 2012 wiederholten Forderung des Antragstellers zu 49), im Rahmen der Bestimmung der Marktrisikoprämie einen weiteren Sachverständigen mit der Einholung eines isolierten Gutachtens zu dieser Frage zu beauftragen, war nicht nachzukommen.

aaa) Nach der Überzeugung der Kammer ist es so gut wie ausgeschlossen, dass ein im Rahmen dieses Verfahrens bestellter Sachverständiger in der Lage sein würde, diejenigen Fragen abschließend und zweifelsfrei zu klären, die seit Jahren Gegenstand einer bislang nicht abgeschlossenen intensiven Auseinandersetzung innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sind. Solange diese Diskussion nicht abgeschlossen ist, kann die Marktrisikoprämie nur durch eine stets mit Zweifeln behaftete Schätzung ermittelt, ihre Höhe aber nicht abschließend bestimmt werden (vgl. zutreffend auch OLG Frankfurt, NZG 2011, 990 [juris Rn. 40]). Dies belegt auch ein Blick auf weitere (Spruch-) Verfahren, in denen gerichtlich bestellte Sachverständige unter anderem mit der Bestimmung der Marktrisikoprämie befasst waren (vgl. KG, AG 2011, 627 [juris Rn. 28]).

bbb) Zudem handelt es sich bei der Marktrisikoprämie bereits vor dem Hintergrund um eine unsichere Schätzung, dass es sich um einen Wert handelt, der aus Daten der Vergangenheit für die Zukunft gewonnen wird und daher keiner endgültigen Gewissheit unterliegen kann (vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11, juris Rz. 132). Für die Grundlage dieser Schätzung wäre nicht viel gewonnen, wenn die Kammer den Versuch unternehmen würde,

sämtliche Studien, die in der Literatur erwähnt werden, näher auf ihre theoretische Fundiertheit untersuchen zu lassen, da auch dann nähere Erkenntnisse lediglich über vergangene Entwicklungen gewonnen wären.

ccc) Schließlich ist zu bedenken, dass Aufgabe dieses Spruchverfahrens nicht die abstrakte Überprüfung der Tauglichkeit wirtschaftswissenschaftlicher Modelle ist, sondern zeitnah über die Angemessenheit der Abfindung zu bestimmen (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 49] m.w.N.).

yy) Die sich aus ökonomischer Sicht durchaus anbietende Betrachtung, inwieweit die Höhe der von einem Investor zu einem bestimmten Zeitpunkt geforderten Risikoprämie von der Höhe des allgemeinen Zinsniveaus beeinflusst wird, hat der Sachverständige in seinen ergänzenden Ausführungen vom 8. Juli 2011 behandelt (S. 17 bis 19). Er führt diesbezüglich aus, dass zwar durchaus ein Zusammenhang zwischen Basiszinssatz und Marktrisikoprämie festgestellt werden könne, wie eine Untersuchung zu den Auswirkungen der Finanzkrise des Jahres 2008 zeige. Dieser Zusammenhang sei bisher aber weder modelltheoretisch durchdrungen, noch empirisch ergründet worden, so dass die Berücksichtigung im Rahmen einer Unternehmensbewertung nicht in Betracht komme. Bezogen auf den konkreten Fall weist er weiter darauf hin, dass die im September 2006 noch positive Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Lage nicht zu einer Reduzierung der Erwartungen an die Höhe der durch Aktienengagements zu erzielenden Überrenditen habe führen können. Die Kammer hielt diese Ausführungen für insgesamt überzeugend und sah vor diesem Hintergrund keine Veranlassung, die Höhe der Risikoprämie niedriger als geschehen in Ansatz zu bringen.

c) Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Unternehmen nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das individuelle Unternehmen anzupassen.

aa) Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein

geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

bb) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzel-fall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. So hat sich in Wissenschaft und Bewertungspraxis bislang keine einheitliche Auffassung dazu entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine aktuell erschienene Untersuchung zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Wat-rin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance biz 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgeblich künftige Betafaktor zu bestimmen ist.

cc) Auch die Frage des für die Bestimmung des – historischen – Betafaktors eines Unternehmens zu verwendenden Referenzindexes ist nicht abschließend geklärt. Der gerichtliche Sachverständige führt zu dieser Frage in seinem Hauptgutachten vom 11. August 2010 zutreffend aus, dass das heranzuziehende Portfolio auf der Grundlage des CAPM-Modells theoretisch aus allen weltweit existierenden riskanten Anlagemöglichkeiten besteht und nicht nur auf Aktien beschränkt ist. Aufgrund der praktischen Unbeobachtbarkeit dieses weltweiten Marktportfolios werde in der Bewertungspraxis allerdings regelmäßig ein möglichst marktbreiter nationaler Index als Maßstab verwendet, wobei der Vorteil solcher nationalen Indizes gegenüber globalen Indizes in erster Linie in der Vermeidung wechselkursbedingter Verzerrungen zu sehen sei.

dd) Die Bewertungsgutachterin hat den historischen Betafaktor der Schering AG für den Zeitraum vom 31. Dezember 2003 bis zum 31. Dezember 2005 gemessen gegen den CDAX ermittelt und hierbei Werte zwischen 0,60 und 0,85, im Durchschnitt 0,72, festgestellt. Um eine nach Auffassung der Bewertungsgutachterin hohe statistische Validität der ermittelten Daten zu erreichen, wurden die Werte für drei jeweils unabhängige Jahresscheiben gewählt. Aus dem Durchschnitt der beobachteten Daten errechnete dann einen unverschuldeten Betafaktor von 0,70 und rechnete diesen wiederum anhand der sich aus der Planungsrechnung für die Zukunft ergebenden Finanzierungsstruktur der Schering AG periodenspezifisch auf Werte

zwischen 0,73 und 0,71 zurück. Ergänzend teilt mit, der Betafaktor der Schering AG liege deutlich unterhalb des durchschnittlichen Betafaktors einer – im Gutachten an dieser Stelle nicht näher beschriebenen – Peer Group vergleichbarer Unternehmen, was offensichtlich damit zu erklären sei, dass der Markt das Bestehen reifer Produktportfolios in den Geschäftsbereichen Gynäkologie & Andrologie sowie diagnostische Bildgebung offensichtlich als risikoreduzierend bewerte.

- dd) Demgegenüber hat der gerichtliche Sachverständige für die Schering AG auf der Basis wöchentlicher Daten unter Verwendung von DAX und CDAX als Referenzindizes deutlich niedrigere beobachtbare Werte festgestellt, die von 0,50 (CDAX) bei einem Fünfjahresintervall bis zum 13. September 2006 bis zu 0,30 (DAX) bei Betrachtung eines Zweijahresintervalls mit demselben Endpunkt reichen. Bei einer näheren Analyse mittels, gleichfalls nicht unumstrittener, statistischer Methoden, nämlich der Feststellung des so genannten Bestimmtheitsmaßes R² und der Durchführung eines t-Tests, gelangte der Sachverständige in diesem Zusammenhang zu dem Ergebnis, dass die für den Zweijahreszeitraum vor dem 13. September 2006 gewonnenen Daten nicht hinreichend signifikant sind, um das operative Risiko der Schering AG zutreffend abbilden zu können.
- ee) Der Sachverständige hat insoweit nachvollziehbar belegt, dass diese fehlende Korrelation zwischen der Rendite der Schering Aktie und der Rendite des im Index abgebildeten Marktportfolios bei Betrachtung der Kursentwicklung ab März 2006 nachvollzogen werden kann, da sich die Entwicklung des Kurses der Schering Aktie mit Beginn des "Bieterwettstreits" durch das Übernahmeangebot der Merck KGaA vom 12. März 2006 vom allgemeinen Marktgeschehen entkoppelt hat.
- ff) Dagegen erachtet der Sachverständige die für die betrachteten Zeiträume von 3 Jahren bzw. 5 Jahren vor dem Bewertungsstichtag zu beobachtenden Betafaktoren der Schering AG als statistisch signifikant. Allerdings hat der Sachverständige es aufgrund seiner Beobachtungen zum Marktgeschehen ab März 2006 für angezeigt gehalten, diesen Zeitraum auch für die Betrachtung längerer Intervalle zu eliminieren und die Betrachtungszeiträume mit dem 2. März 2006 enden zu lassen. Dies führte zu leicht höheren Betafaktoren zwischen 0,39 (Zweijahreszeitraum, DAX) und 0,55 (Dreijahreszeitraum, CDAX).
- gg) Die von den Antragstellern zu 21) bis 37) und 115) mit der Erstellung eines Gutachtens zu Basiszins und Betafaktor beauftragte gelangt unter Heranziehung ausschließlich dies CDAX als Referenzindex und der Betrachtung von Zeiträumen von zwei, drei, vier und fünf Jahren mit einer Bandbreite von 0,410 bis 0,541 zu vergleichbaren historischen Betafaktoren der Schering

AG und stützt damit die Aussage des gerichtlichen Sachverständigen, dass der Betafaktor der Schering AG in der Vergangenheit (bezogen auf den Bewertungsstichtag) zwischen 0,40 und 0,50 gelegen hat. Auch hält es aufgrund der nach dem 3. März 2006 durch das Übernahmeangebot der Merck KGaA eingetretenen Marktverzerrung für sinnvoll, die Betrachtungszeiträume mit diesem Datum enden zu lassen. Zusätzlich wertet auch die Liquidität der Schering Aktie aus und kommt in der Gesamtschau zu dem Ergebnis, dass der historische Betafaktor der Schering AG verlässlich ermittelt werden kann und als belastbar anzusehen ist.

- hh) Die erheblichen Abweichungen dieser Werte von denjenigen, welche die
 Bewertungsgutachterin mitgeteilt hat beruhen, wie der Sachverständige und übereinstimmend feststellen, auf dem Umstand, dass ausschließlich die aus den historischen Betafaktoren errechneten und vom Dienstleister Bloomberg zur Verfügung gestellten "Adjusted-Betas" mitgeteilt und verwendet hat, während es sich bei den vom Sachverständigen und ermittelten Werte um so genannte "Raw-Betas" handelt, die unmittelbar den am Markt beobachteten Daten entsprechen. Inwieweit sich darüber hinaus der Umstand auswirkt, dass mit separaten Jahresscheiben operiert hat, lässt sich den vorliegenden Gutachten nicht entnehmen und konnte letztlich auch keine Rolle spielen. Eine grundsätzliche bewertungstheoretische oder praktische Überlegenheit dieser Methode war für die Kammer nicht ersichtlich, so dass eine nähere Betrachtung dieser Frage nicht erforderlich war.
- ii) Die Kammer hält anders als in deren Gutachten sich allerdings keinerlei Ausführungen zu dieser Frage finden in ihrer bisherigen Rechtsprechung, von der sie keinen Grund sieht abzuweichen die Anwendung des Raw-Beta anstelle des Adjusted-Beta für zutreffend.
- aaa) Für den zuletzt genannten Wert wird davon ausgegangen, dass sich das künftige Beta von Wertpapieren im weiteren Zeitablauf den Marktmedian von 1,0 annähert.
- bbb) Wie in ihrer Stellungnahme vom 30. März 2012 nach Ansicht der Kammer zutreffend ausführen, handelt es sich beim Adjusted-Beta letztlich nicht um einen historischen Betafaktor, sondern um eine implizite Prognose des künftigen Betafaktors. Hierbei stellt sich auch ohne Berücksichtigung mathematischer oder statistischer Modelle, aus welchem Grunde sich das Beta sämtlicher Wertpapiere letztlich dem Marktmeridian annähern soll. Dies würde nämlich bedeuten, dass das systematische Risiko sämtlicher Unternehmen unabhängig von Branche und Geschäftsmodell vom Markt im Zeitverlauf identisch beurteilt wird. Dass diese Überlegung nicht zutreffen kann, zeigt die Existenz relativ stabil verlaufender Branchenbetas, die zum Teil deutlich von 1,0 abweichen. Aus diesem Grunde wird zum Teil vermutet, dass die von Blume festgestellten

autoregressiven Tendenzen von Betafaktoren eher ein statistisches als ein ökonomisch begründbares Phänomen sind (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 190 m.w.N.). stellt in ihren Ausführungen vom 22. Dezember 2010 im Fall der Schering AG auch grafisch dar, dass eine ansteigende Tendenz zum Marktmeridian in den Betafaktoren der Vergangenheit nicht zu erkennen ist. Vielmehr ist der Betafaktor der Schering AG ab Mitte der 90er Jahre gesunken und hat sich in den letzten Jahren bis zum Bewertungsstichtag auf einem Niveau um 0,5 herum stabilisiert.

ccc) Insoweit mag die Heranziehung von Branchenbetas zur Plausibilisierung nützlich sein. Einen überzeugenden Grund für die Verwendung von Adjusted-Betas kann die Kammer aber auch unter dem Gesichtspunkt einer einfachen Zukunftsprognose nicht erkennen.

jj) Soweit die Vertragsprüferin in ihrem Bericht ausführt, zur Erfassung des operativen Geschäftsrisikos des Bewertungsobjekts sei nach der üblichen Praxis der durchschnittliche Betafaktor einer Gruppe von Vergleichsunternehmen heranzuziehen, ist dies so nicht zutreffend.

Zwar ist der Kammer bekannt, dass durchgängig diese Auffassung vertritt, in der Bewertungspraxis wird aber – zutreffender Weise – auf eine Peer Group nur dann zurückgegriffen, wenn sich ein valider eigener Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens nicht feststellen lässt. Maßgeblich für die Ermittlung des Risikozuschlages ist nämlich das unternehmensindividuelle Risiko, für dessen Bewertung durch den Markt in der Vergangenheit nur auf den eigenen Betafaktor zurückgegriffen werden kann. Vor diesem Hintergrund erscheint es verfehlt, dieses Datum, wenn es verfügbar ist, zu ignorieren und stattdessen ausschließlich auf die historischen Betafaktoren anderer Unternehmen zurückzugreifen.

kk) In diesem Zusammenhang würde sich ohnehin die Frage stellen, aus welchem Grunde die unreflektierte Übernahme eines Durchschnitts historischer Betafaktoren anderer Unternehmen das künftige Risiko des Bewertungsobjekts besser sollte abbilden können als die Verwendung des eigenen Betafaktors. Da die Unternehmensbewertung auf die Zukunft zielt, ist auch der zu verwendende Betafaktor ein Zukunftswert. Allerdings stellt sich dabei das Problem, wie die zukünftige Marktrendite und zukünftige Volatilitäten bestimmt werden können (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 827). Grundlage für die insoweit erforderliche Schätzung können der bisherige Verlauf der Börsenkurse des zu bewertenden Unternehmens, einer Peer Group oder der Vergleich des individuellen Unternehmensrisikos mit dem Risiko des Marktportfolios sein (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz 830).

II) Der gerichtliche Sachverständige führt auf Seite 195 seines Ausgangsgutachtens diesbezüglich zutreffend aus, dass die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der Schering AG nicht unkritisch fortgeschrieben werden können. Vielmehr sei bei der erforderlichen (Ein-) Schätzung unter Berücksichtigung der Verhältnisse am Bewertungsstichtag das zukünftige operative Risiko zu bestimmen. Allerdings hat er dann als ersten Schritt den unverschuldeten historischen Betafaktor einer internationalen Peer Group ermittelt und dessen Bandbreite mit 0,65 bis 0,85 festgestellt. Ausgehend von dem Umstand, dass der durchschnittliche Betafaktor der Peer Group den historischen Betafaktor der Schering AG übersteigt, hat er dann deren in Ansatz zu bringenden unverschuldeten Zukunftsbeta auf einen Wert 0,75 geschätzt.

mm) In seinem Ergänzungsgutachten führt er weiter aus, dass aus seiner Sicht von besonderer Bedeutung sei, dass sich zum Bewertungsstichtag die strategische Ausrichtung der Schering AG einschließlich der Verschiebung der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in den noch jungen Geschäftsbereich Onkologie bereits verändert habe und das Bewertungsobjekt die bisherige Ausrichtung als forschendes Pharmaunternehmen mit nachhaltig dynamischem Umsatzwachstum nicht mehr beibehalten sollte. Darüber hinaus vertritt er die Auffassung, dass vor allem die sich verschlankende Produktpipeline in Verbindung mit abnehmenden Umsatzzuwächsen sowie die kurz vor dem Bewertungsstichtag bekannt gewordenen Probleme mit Ultravist 370 und Sargramostim in der Indikation Morbus Chron ein gegenüber der Vergangenheit höheres Risiko indizieren. Hinzu träten generelle Herausforderungen an die Branche der forschenden Pharmaunternehmen aufgrund der künftigen Entwicklung der Gesundheitssysteme mit zunehmendem Kostendruck durch den demografisch begründeten Zwang zur Kostendämpfung.

nn) Dieser Betrachtungsweise sind vor allem die Antragsteller zu 21) bis 37) und 115) und die von ihnen beauftragte entgegengetreten. Sie machen geltend, dass wegen der hohen Stabilität der vor dem Stichtag am Markt beobachtbaren Betafaktoren der Schering AG deren historischer Durchschnitt auch als Indikator für das künftige Anlagerisiko in die Gesellschaft angesehen werden kann und eine Adjustierung damit – auch im Vergleich mit den Betafaktoren einer Peer Group – nicht notwendig ist.

aaa) Damit stellt sich die Frage, ob die vom gerichtlichen Sachverständigen vorgenommene Schätzung zutreffend und sowohl dem Grunde als auch der Höhe nach berechtigt ist.

bbb) Zweifel hieran bestehen, wie nach Ansicht der Kammer zu Recht betont, bereits hinsichtlich der Prämisse des gerichtlichen Sachverständigen, dass die Schering AG ihre

strategische Ausrichtung als forschendes Pharmaunternehmern mit nachhaltig dynamischem Umsatzwachstum nicht mehr beibehalten werde.

Lediglich die vom gerichtlichen Sachverständigen zu Recht vorgenommene Absenkung der Forschungs- und Entwicklungskosten um einen halben Prozentpunkt impliziert nicht, dass sich das systematische Risiko der Schering AG nach dem Stichtag signifikant ändern wird. Zwar mag die Schering AG zum Bewertungsstichtag mit ihrer Entwicklungspipeline eher schwach aufgestellt gewesen sein, wie der gerichtliche Sachverständige an mehreren Stellen seines Gutachtens betont. Eine grundsätzliche Änderung des Geschäftsmodells der Gesellschaft war hiermit jedoch nicht verbunden und ist auch weder von der Schering AG selbst noch von der Antragsgegnerin vor oder nach der Übernahme der Mehrheitsbeteiligung kommuniziert worden.

Der Sachverständige hat auch keine weiteren Ausführungen zu der Frage gemacht, in welcher Weise sich für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag eine im Gegensatz zur Vergangenheit abweichende Entwicklung abzeichnen sollte. Soweit nicht mehr zu erwarten ist, dass sich im Detailplanungszeitraum und darüber hinaus ähnliche Umsatzsteigerungen erzielen lassen wie in der Zeit bis zum Jahr 2006, handelt es sich grundsätzlich um eine Frage der Prognose der Höhe der künftigen Überschüsse und nicht um eine Frage des künftige Risikos. Wenn sich aber ein Vergleich der Schering AG mit anderen forschenden Pharmaunternehmen nicht anbieten sollte, um den künftigen Betafaktor zu schätzen, wäre es inkonsistent, eine Peer Group aus forschenden Pharmaunternehmen zu bilden, wie es der gerichtliche Sachverständige in seinem Gutachten aber – ebenso wie Bewertungs- und Vertragsprüfer – getan hat.

ccc) Wenig überzeugend ist auch die weitere Argumentation des gerichtlichen Sachverständigen, dass die stärkere Ausrichtung auf den Bereich Onkologie zu einem höheren Risiko führen soll. Zwar sieht die Planung der Schering AG vor, dass dieser Bereich in Zukunft einen höheren Umsatzbeitrag liefern soll. weist in ihrem ergänzenden Gutachten aber zutreffend darauf hin, dass es sich um eine Erhöhung des Anteils am Gesamtumsatz in der Phase der ewigen Rente um lediglich 8 Prozentpunkte handelt.

Von einer Neuausrichtung auf den Geschäftsbereich Onkologie, wie sie der gerichtliche Sachverständige auf S. 127 seines Ergänzungsgutachtens annimmt, kann angesichts des Umstandes, dass der wesentliche Teil der Erlöse gemäß der vorliegenden Planung weiterhin aus den "angestammten" Unternehmensbereichen fließen soll, nicht die Rede sein. Auch der Vergleich der Risikoposition der Schering AG mit derjenigen eines Start-Up-Unternehmens erschloss sich vor diesem Hintergrund nicht. Zudem sollte nicht mit dem erstmaligen Aufbau der Sparte Onkologie begonnen werden, sondern die Schering AG hatte zum Stichtag bereits seit längerem

Präparate für die Krebstherapie im Markt platziert. Ein höheres Risiko auch im Vergleich zum Branchenschnitt würde sich wohl nur dann begründen lassen, wenn bei onkologischen Medikamenten das Risiko eines Fehlschlags in der Forschung messbar höher wäre als in anderen Medizinbereichen. Derartiges hat der gerichtliche Sachverständige jedoch nicht behauptet und für die Kammer sind auch keine Anhaltspunkte erkennbar, die für eine solche Annahme sprechen könnten.

ddd) Wegen der weiteren vom Sachverständigen ausgeführten Punkte, die seiner Auffassung nach für ein erhöhtes zukünftiges Unternehmensrisiko der Schering AG sprechen, kommt es – wie zutreffend ausführt – auf die Unterscheidung zwischen unsystematischen Risiken und systematischen Risiken an, da nach der Theorie des CAPM nur letztere über die Marktrisikoprämie vergütet werden. Unsystematische Risiken können zwar auch zu Verlusten bei einzelnen Investments führen, diese lassen sich über die modelltypische Diversifikation von Anlagen aber insgesamt wieder ausgleichen.

Die Frage, wie sich im konkreten Bewertungsfall identifizierte Risikotreiber auf die genannten Kategorien aufteilen lassen, ist zwischenzeitlich auch Gegenstand einer in der Literatur geführten Diskussion geworden: so haben ihre in den in das hiesige Verfahren eingeführten Überlegungen in einem Aufsatz fortgeführt (BewP 2012, 92 ff.). Eben dies haben mit einer Replik hierauf auch die von der Antragsgegnerin eingebundenen Bewerter von getan und sind dabei den Argumenten und Schlussfolgerungen von

entgegengetreten (BewP 2012, 134 ff.).

eee) Für die Kammer lässt sich aus dieser Diskussion zunächst der Schluss ziehen, dass die Differenzierung, welche identifizierbaren Risiken im künftigen Betafaktor des Bewertungsobjekts abgebildet werden müssen und welche Risiken ausschließlich die Ertragsprognose beeinflussen, nicht trivial ist. Die vereinfachende Annahme, dass unternehmensindividuelle Einflüsse regelmäßig dem unsystematischen Risiko zuzuordnen und gesamtwirtschaftliche Einflüsse dem systematischen Risiko, trifft jedenfalls in dieser Allgemeinheit nicht zu. Wäre sie richtig, so müssten sämtliche Unternehmen letztlich denselben Betafaktor besitzen, wie anmerken (a.a.O., 136).

fff) Allerdings dürfte im Einzelfall die Feststellung, dass sich ein bestimmter Sachverhalt ausschließlich auf die Erträge des untersuchten Unternehmens auswirken kann dafür sprechen, dass sich darin ein – jedenfalls modelltheoretisch – nicht zu vergütendes unsystematisches Risiko verkörpert. Ein solches Risiko kann durch einen Investor nämlich dadurch eliminiert werden, dass er seine Kapitalanlagen aufteilt und damit an der durchschnittlichen Gesamtmarktentwicklung

teilnimmt. Dagegen dürfte es sich um ein systematisches Risiko handeln, je weiter die Folgen eines Effekts über das individuelle Unternehmen hinaus in dessen Branche oder in den gesamten Markt reichen.

In der Realität dürfte zwar nicht ausgeschlossen sein, dass sich im konkreten Betafaktor auch unsystematische Risiken wiederfinden, die in der Konsequenz zu einem geringen Bestimmtheitsmaß führen können (vgl. Meitner/Streitferdt in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 521). Für die Bewertung im Rahmen des CAPM ist die Höhe dieses unsystematischen Risikos aber nicht entscheidend. Aus diesem Grunde können absehbare Risiken, die sich ausschließlich auf die künftigen Renditen des Bewertungsobjekts auswirken werde, nicht in die Schätzung des zukünftigen Betafaktors einfließen, da eine solche Vorgehensweise systemwidrig wäre.

ggg) Vor diesem Hintergrund war die Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen, die kurz vor dem Bewertungsstichtag bekannt gewordenen Probleme, die Gegenstand der Ad-hoc-Mitteilung vom 31. Juli 2006 waren, müssten bei der Ableitung des künftigen Betas der Schering AG eine Rolle spielen, mehr als fraglich.

Bereits der Umstand, dass die entsprechenden Sachverhalte vom Sachverständigen bei den von ihm vorgenommenen Anpassungen der Planerlöse der Gesellschaft berücksichtigt worden sind, sprach gegen eine erneute Berücksichtigung im Betafaktor. Soweit der Sachverständige auf Seite 127 seines Ergänzungsgutachtens erneut auf die von ihm gesehenen zunehmenden Risiken durch die schmale Produktpipeline verweist, war ein objektiver Zusammenhang – insbesondere hinsichtlich der im Fertigungsprozess von Ultravist 370 aufgetretenen Probleme – nicht ersichtlich. Auch die negativen Ergebnisse der Phase-II-Studie zu Alemtuzumab in der Indikation MS (Campath MS) konnten sich allein auf die Ergebnisse der Schering AG auswirken.

Eine Erhöhung des systematischen Risikos eines Investments in die Schering AG war daher mit der Ad-hoc-Mitteilung vom 31. Juli 2006 nicht verbunden. Bei weiterer Betrachtung war auch kein systemisches Problem der Schering AG zu erkennen, von dessen Bestand oder Ausweitung für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag ausgegangen werden musste. So haben weder noch der gerichtliche Sachverständige von bereits zuvor aufgetretenen Schwierigkeiten bei der Herstellung der Präparate berichtet. Aus diesem Grunde musste von einer vorübergehenden Störung ausgegangen werden, wie sie jederzeit einmal auftreten kann, auch wenn die genauen Ursachen der Kristallisation im Bewertungszeitpunkt noch nicht bekannt waren.

hhh) Dagegen handelt es sich bei dem Risiko, dass bei einem entweder neu entwickelten oder an andere Indikationen angepassten Wirkstoff in klinischen Studien andere Ergebnisse als erwartet auftreten um ein typisches Risiko, dem forschende Pharmahersteller ausgesetzt sind. Derartige Fehlschläge sind damit in den am Markt zu beobachtenden Betafaktor grundsätzlich schon "eingepreist". Dass ein singuläres negatives Forschungsergebnis den Betafaktor eines Unternehmens beeinflusst, ist nur denkbar, wenn es sich um das einzige oder das wesentliche Produkt handelt. Von einer solchen Situation war die Schering AG Mitte 2006 aber weit entfernt. Insbesondere war nicht zu erkennen, dass es sich bei dem Projekt Sargramostim für den Markt um ein für die weitere Entwicklung des Unternehmens wesentlichen Schritt gehandelt hat.

- iii) Soweit der gerichtliche Sachverständige einen wesentlichen Faktor für die Erhöhung des Betafaktors der Schering AG gegenüber den Vergangenheitswerten in der schmalen Produktpipeline und den fehlenden Hinweisen auf beabsichtigte Einlizenzierungen und Zukäufe von in der Entwicklung befindlichen Produkten sieht, fehlt es zum einen an einer konkreten Gegenüberstellung der Situation zum Bewertungsstichtag und der Situation zu beliebigen Stichtagen in der Vergangenheit. Da der gerichtliche Sachverständige bei seiner Betrachtung zudem darauf abstellt, dass der historische Betafaktor der Schering AG im unteren Bereich der durchschnittlichen Werte der von ihm betrachteten Peer Group gelegen hat, stellt sich die Frage, wie die Mitbewerber im Vergleich zur Schering AG hinsichtlich ihrer Produktpipelines aufgestellt waren. Eine Verschlechterung innerhalb der Branche wäre nur dann gerechtfertigt, wenn die allgemeinen Erwartungen an die Entwicklung von Schering ersichtlich negativer waren als diejenige, die für die Unternehmen der Peer Group galten. Aussagekräftige Feststellungen zu diesem Punkt sind den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen aber nicht zu entnehmen. Der Annahme eines deutlichen Abschwungs des Unternehmens steht auch die Planung entgegen, die von einem weiteren nicht unerheblichen Wachstum von Umsatz und Ertrag bis in die Phase der ewigen Rente ausgeht.
- jjj) Falls sich diese Planung im Ergebnis als zu optimistisch darstellen sollte, müsste eine Überprüfung der diesbezüglich auf der Ebene der künftigen Zuflüsse getroffenen Prämissen stattfinden. Es ist dagegen im Rahmen einer Bewertung nach IDW S1 als systemwidrig anzusehen, eine nachträglich als zu optimistisch erkannte Planung durch den Ansatz überhöhter Kapitalkosten zu kompensieren. Dies gilt auch, soweit eine besondere Plausibilisierung verlangen (vgl. a.a.O., S. 137), wobei offenbleibt, was genau damit gemeint sein soll, wenn sie sich gegen eine isolierte Ableitung des Betafaktors wenden.

Der <u>historische</u> Betafaktor eines Unternehmens kann nämlich nur durch Betrachtung der Börsendaten festgestellt werden. In diesem Zusammenhang ist für Plausibilitätserwägungen im Sinne von Anpassungen keinerlei Raum. Allenfalls kann durch Analysen versucht werden, eine Aussage zu der Frage zu treffen, aus welchen Gründen ein bestimmter Betafaktor untypisch hoch oder niedrig erscheint. Anpassungen können lediglich für die Zukunft vorgenommen werden, wobei diese allerdings im Einzelnen in der Sache zu begründen sind, wie zu Recht geltend machen. Eine freie Anpassung des Betafaktors oder anderer Parameter des Kapitalisierungszinssatzes, die rein ergebnisorientiert erfolgt, gäbe sowohl die Systematik des IDW S 1 als auch - damit verbunden - das CAPM-Modell der Beliebigkeit preis und ist daher abzulehnen.

kkk) Der weiter vom gerichtlich bestellten Sachverständigen angeführte Faktor der zukünftigen demografischen Entwicklung mit der Folge eines seiner Auffassung nach entstehenden Kostendrucks aufgrund der begrenzten Finanzierungsmöglichkeiten des Gesundheitssystems ist im Gegensatz zu den weiteren, oben angesprochenen Umständen zwar als systematisches Risiko zu qualifizieren, da allgemeine Entwicklungen im Gesundheitswesen über das konkrete Unternehmen hinaus Auswirkungen auf die gesamte Branche haben können.

Der Sachverständige stellt zu diesem Punkt aber keine vertieften Überlegungen an, sondern verweist auf die Darstellung bei Drukarczyk/Ernst (S. 129 des Ergänzungsgutachtens). Dabei bietet sich eine nähere Analyse durchaus an, bevor die demografische Entwicklung grundsätzlich als Risiko für die Pharmabranche identifiziert werden kann. führt diesbezüglich zutreffend aus, dass der zunehmende Anteil älterer Menschen an der Gesamtbevölkerung auch zu einem erhöhten Bedarf an pharmazeutischen Präparaten führen kann. Der damit verbundene Mengenanstieg ist potenziell durchaus geeignet, sinkende Margen für einzelne Medikamente zu kompensieren. Damit dürfte es für das einzelne Unternehmen auf den Produktmix ankommen und Hersteller teurer Präparate, deren Verwendung über das Solidarsystem finanziert werden muss, werden wohl eher von einer Negativentwicklung der Gewinnmargen betroffen sein als solche Unternehmen, die auch Medikamente für Selbstzahler im Portfolio haben.

- oo) Im Ergebnis konnte die Kammer damit die vom Sachverständigen frei auf 0,75 vorgenommene Schätzung des Zukunftsbetas der Schering AG nicht nachvollziehen und hält den Ansatz dieses Wertes nicht für vertretbar. Auf der anderen Seite ist aber ebenso wenig einsichtig, warum eine Adjustierung des historischen Betafaktors allein aus dem Grunde unterbleiben soll, dass dieser sich in der Vergangenheit über längere Zeiträume hinweg als relativ stabil erwiesen hat.
- pp) Unter Betrachtung der ausgetauschten Argumente sowie der zwischen unterschiedlichen Berechnungsmethoden des historischen Betas seitens des Bewertungsgutachter und seitens des gerichtliche Sachverständigen sowie hielt die Kammer einen unverschuldeten Betafaktor am

oberen Rand der beobachteten Vergangenheitswerte für angemessen und hat diesen mit 0,55 in Ansatz gebracht. Gerade wegen des reifen Produktportolios der Schering AG war aus Sicht des Stichtages auch für die Zukunft mit konstanten Zuflüssen für die Anteilseigner gerechnet werden kann. Im Betafaktor wird hingegen nicht das Risiko abgebildet, dass die Wachstumsraten gegenüber den in der Vergangenheit beobachteten Werten zurückfallen.

- qq) Da es sich bei den am Markt beobachtbaren Betafaktoren um den verschuldeten Beta handelt und der Kapitalmarkt nicht nur das operative Risiko eines Unternehmens, sondern auch das jeweilige Kapitalstrukturrisiko mit ins Kalkül zieht, muss der Betafaktor einer Peer Group zunächst auf das operative Risiko zurückgeführt werden, bevor er auf das zu bewertende Unternehmen angewendet werden kann. Diesen als "unlevern" bezeichneten Vorgang hat der gerichtliche Sachverständige nicht vorgenommen, da er seiner Schätzung bereits einen verschuldeten Betafaktor der Schering AG zugrunde gelegt hat.
- rr) Im Ergebnis hält die Kammer den sich als Produkt von Marktrisikoprämie und Betafaktor ergebenden Risikozuschlag von knapp 2,5 % bei Ansatz des unverschuldeten Beta unter Berücksichtigung sämtlicher Aspekte des Falls für plausibel, so dass eine weitere Auseinandersetzung mit der grundsätzlichen Frage der Anwendbarkeit beziehungsweise Nichtanwendbarkeit des (TAX-) CAPM-Modells vorliegend nicht weiter führend wäre.
- ss) Die von einigen Antragstellern zitierte Entscheidung des BayObLG in NZG 2006, 156, 159, welche Risikozuschläge von über 2% für besonders begründungsbedürftig hält, kann bei dieser Beurteilung keine Rolle spielen, da sie noch auf der Grundlage des HFA 2/1983 ergangen und deshalb auf den hier zu beurteilenden Sachverhalt nicht übertragbar ist. Unter der Geltung dieses Bewertungsstandards ist den Risiko der Investition in ein Unternehmen nämlich vornehmlich dadurch Rechnung getragen worden, dass entweder die nach der Unternehmensplanung angenommenen Ergebnisse noch einmal explizit mit einem Risikoabschlag versehen oder umgekehrt der Kalkulationszinsfuß um einen pauschalen Risikozuschlag erhöht wurde. Vor allem in der zuerst genannten Alternative muss der Risikozuschlag naturgemäß geringer ausfallen als bei einer vollständigen Abbildung im Kapitalisierungszins-satz.

d) Wachstumsabschlag

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Re-gel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein so genannter Wachstumsabschlag abzusetzen.

aa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG, Rz. 23). Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstanter finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG). Zudem sind auch in der Phase II mengenmäßige Steigerungen oder auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG).

Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

- bb) In der gerichtlichen Praxis sind für die Höhe der angenommenen Wachstumsabschläge Prozentsätze zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).
- cc) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlags maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese, wie einige Antragsteller meinen, die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen (so auch Piltz, a.a.O., S. 179).
- dd) Ein alleiniger Rückgriff auf die Inflationsrate dürfte auch bereits aus dem Grund zu kurz greifen, dass im Basiszinssatz bereits eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze, anders als von einigen Antragstellern behauptet, nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen

werden kann. Gegen die Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlags spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein bestimmtes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate ansteigen.

- ee) Zum anderen ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen gleich welcher Branche stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch nicht durch empirische Unter-suchungen belegt. Auch der IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die er-wartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkte für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüssen sein kann, da es auf die Situation im konkreten Bewertungsfall ankomme. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG).
- ff) Der gerichtliche Sachverständige führt zu diesen Fragen allgemein zutreffend aus, dass die Abschätzung der Preissteigerung sowohl umfangreiche Analysen der Markt- und Umweltentwicklungen als auch der leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklung des betrachteten Unternehmens erfordert. Dabei sei zu beachten, dass nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Entwicklung neuer Produkte, Eintritt von Wettbewerbern, Auslaufen von Patenten, Kosteneinsparungen) zu Änderungen der nominalen Überschüsse führen können. Die Beantwortung der Frage, inwieweit und in welcher Höhe Preissteigerungen eintreten und diese dann an die Abnehmer überwälzt werden können, hängt damit von den konkreten Umständen des Bewertungsfalls ab.
- gg) Darüber hinaus ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben (vgl. auch Hauptgutachten S. 209). Der Sachverständige führt insoweit zutreffend aus, dass eine zusätzliche Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag nicht in Betracht kommen kann, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde.
- hh) hat in ihrem Bewertungsgutachten für die Schering AG einen im Rahmen der obigen Übersicht eher überdurchschnittlichen Wachstumsabschlag von 1,75 % angenommen und hierzu erklärt, bei der Ermittlung dieses Wertes sei das derzeit (d.h. im Juli 2006) über dem durchschnittlichen gesamtwirtschaftlichen Wachstum liegende Wachstum der Pharmabranche

berücksichtigt worden, welches sich aber nachhaltig dem allgemeinen Wachstumstrend der durchschnittlichen Unternehmensgewinne anpassen werde. Ferner sei das nachhaltig zu erwartende Wachstum der einzelnen Geschäftsbereiche der Schering herangezogen worden. Die Vertragsprüferin hat den Wert von 1,75 % ohne nähere eigene Erwägungen als angemessen bezeichnet.

ii) Auch der gerichtlich bestellte Sachverständige hat die Annahme eines Wachstumsabschlages von 1,75 % für die Phase der ewigen Rente ab 2016 als "angemessenen Schätzer" bezeichnet.

Hierzu führt er zunächst aus, dass aus Sicht des Bewertungsstichtages die für die Pharmaindustrie über das Jahr 2015 hinaus gegebenen Rahmenbedingungen nur sehr eingeschränkt prognostizierbar waren. Zum einen sei aufgrund der gestiegenen Lebenserwartung der Bevölkerung grundsätzlich von einem steigenden Bedarf an Medikamenten auszugehen. Auf der anderen Seite sei aber auch zu erwarten, dass die Gesundheitssysteme in einer überalternden Gesellschaft an Finanzierungsgrenzen stoßen werden, die sich einschränkend auf ein weiteres Wachstum des Gesamtmarkts auswirken werden (vgl. auch Ausführungen bei Merk/Merk in Drukarczyk/Ernst, a.a.O., S. 405 ff.).

Hinsichtlich der konkret zu erwartenden Entwicklung der Schering AG macht sich in der Zukunft die zum Bewertungsstichtag relativ dünne Entwicklungspipeline bemerkbar. Auf S. 208 seines Hauptgutachtens stellt der Sachverständige in einer Tabelle nochmals dar, dass bereits in den letzten Jahren des Prognosemodells deutlich abnehmende Wachstumsraten zu verzeichnen sind und die Entwicklung bereits im Jahr 2014 stagniert. Das im Jahr 2006 und den Folgezeiträume noch deutlich oberhalb des Marktmedian liegende Wachstum der Schering AG stellt damit keine dauerhafte Entwicklung dar. Vor diesem Hintergrund hält er eine knapp unterhalb der nachhaltig angenommenen Inflationsrate von 2,0 % anzusetzende Wachstumsrate für zutreffend.

jj) Die Kammer schließt sich dieser Wertung vollumfänglich an. Zwar wollen einige Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre einen höheren Wachstumsabschlag bis zu 4,0 % annehmen. Auf welcher konkreten Grundlage sich ab 2016 aber eine dauerhaft positivere Entwicklung der Schering AG ergeben könnte, haben die Antragsteller nicht nachvollziehbar begründen können.

aaa) An dieser Stelle der Bewertung schlägt der Umstand durch, dass im Bewertungszeitpunkt die konkreten Forschungsaktivitäten der Schering AG keine Produkte erkennen ließen, die in der näheren Zukunft erhebliche Umsatz- und damit Wachstumspotenziale enthielten. Ausschließlich Campath MS besaß "Blockbusterqualität", doch handelt es sich hierbei, wie oben ausgeführt,

lediglich um eine Abwandlung eines bereits auf dem Markt befindlichen Präparats. Es war Bestandteil des "reifen Produktportfolio" der Schering AG, welches aus Sicht des Herbst 2006 eine stabile Umsatzbasis bildete, die Annahme einer deutlichen Ausweitung der Umsätze auch über das Jahr 2015 hinaus jedoch nicht rechtfertigte.

bbb) Es konnte auch nicht, sozusagen "ins Blaue hinein", die Vermutung aufgestellt werden, dass es der Schering AG schon gelingen werde, auch in Zukunft äußerst ertragsstarke Produkte zu entwickeln, wie dies in der Vergangenheit mit Betaferon und der Yasmin-Familie gelungen war. Angesichts der Produktpipeline im Bewertungsstichtag hätte sich hierbei um eine reine Spekulation gehandelt, welche das der Kammer im Rahmen des § 287 ZPO zuzubilligende Schätzungsermessen überschritten hätte.

15. Wachstumsthesaurierung

Die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin hat von den prognostizierten Erträgen der Schering AG mit Beginn der Prognosephase im Jahr 2009 eine Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum für erforderlich gehalten und hierfür einen Abzugsposten in Höhe des Wachstumsabschlags von 1,75 % bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital der Schering AG zum Ende der Detailplanungsphase gebildet, der sich in Höhe von 52 Mio. € beläuft. Im Gegensatz zur sonstigen Thesaurierung aus den Konzerngewinnen erfolgte keine fiktive Zurechnung an die Aktionäre, da diese Sonderthesaurierung zur Finanzierung des langfristigen Bilanzwachstums notwendig sei und damit zur Ausschüttung nicht zur Verfügung stehe. Die Vertragsprüferin hat diese Vorgehensweise ohne eine eigene Stellungnahme in der Sache pauschal gebilligt.

- a) Mehrere Antragsteller und vor allem auch der Vertreter der außenstehenden Aktionäre halten den Ansatz eines solchen Abzugspostens nicht für plausibel. Es liege bislang nur keine beziehungsweise nur eine unzureichende Durchdringung der Fragestellung aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht vor. Eine empirische Bewährung des von gewählten Modells stehe noch aus. Der Antragsteller zu 93) weist darauf hin, dass es absurd sei anzunehmen, dass die Investoren in ein Unternehmen Jahr für Jahr weiteres Eigenkapital aufbrächten, lediglich um geldwertstabile Erträge zu sichern.
- b) Wie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre zutreffend angemerkt hat, fehlt es sowohl zum Bewertungsstichtag als auch weiterhin an einer breiten und fundierten Auseinandersetzung mit der hier aufgeworfenen Frage, ob über die Konvention der Annahme eines Wachstumsabschlags in der Phase der ewigen Rente hinaus die zugrunde liegenden Bilanzentwicklung einer näheren

Betrachtung bedarf – mit der Folge der Notwendigkeit einer besonderen Wachstumsthesaurierung.

- c) Ausführungen in der Literatur finden sich hierzu bei Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis. Dort heißt es auf S. 104: "Wird bei der Ermittlung des Terminal Value ewiges Wachstum unterstellt, muss dieses in der Planung auch angemessen finanziert werden. Würde eine Vollausschüttung unterstellt, käme dies der Annahme gleich, dass das Wachstum in der Rentenphase über Kredite vollständig fremdfinanziert wird. Langfristig käme dies einem Absinken der Eigenkapitalquote gegen null gleich, was aber der grundlegenden Prämisse der dauerhaften Fortführung des Unternehmens widerspräche".
- d) Diese Argumentation wäre sofort verständlich, wenn wie unter der Geltung des IDW S1 2000 vor Einführung des Halbeinkünfteverfahrens zu Bewertungszwecken tatsächlich von einer Vollausschüttung der vom Unternehmen erwirtschafteten Gewinne an die Anteilseigner ausgegangen würde. Dies ist aber nicht der Fall, da sich ein solches Vorgehen für die Minderheitsaktionäre steuerlich nachteilig auswirken würde und aus diesem Grunde mit einer nur teilweisen Ausschüttung und dem Verbleib der restlichen Mittel im Unternehmen gerechnet wird. Damit kann vordergründig die von konstatierte Finanzierungslücke überhaupt nicht entstehen, da die fraglichen Mittel den Aktionären lediglich fiktiv zugerechnet werden.

Allerdings erklärt der Sachverständige hierzu auf S. 135 seines Ergänzungsgutachtens nachvollziehbar, dass aufgrund der bewertungstechnischen Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage bzw. der angenommenen wertgleichen steuerfreien Zurechnung diese Mittel im Bewertungsmodell nicht zur nachhaltigen Finanzierung von preis- bzw. steuerinduziertem (organischen) Wachstum zur Verfügung stehen. Anders ausgedrückt: Weil die thesaurierten Mittel auch teilweise der Eigenkapitalfinanzierung der preisinduzierten Wachstumseffekte dienen, mit der fiktiven Zurechnung jedoch eine (vollständige) kapital-wertneutrale Wiederanlage unterstellt wird, ist im Bewertungskalkül die Finanzierungslücke des organischen Wachstums nicht geschlossen.

e) Der gerichtlich bestellte Sachverständige referiert ansonsten die wesentlichen Inhalte des Aufsatzes von Saur/Tschöpel/Wiese/Willershausen, Finanzieller Überschuss und Wachstumsabschlag im Kalkül der ewigen Rente – Ein Beitrag zur Umsetzung aktueller Erkenntnisse in die Praxis der Unternehmensbewertung (WpG 2011, S. 1017 ff.) und demonstriert hieran, dass sich mit dem angenommenen allgemeinen Bilanzwachstum kontinuierlich die Eigenkapitalquote vermindere. Dieser Effekt führe langfristig zur Verschlechterung der

Zinskonditionen und bewertungstechnisch wäre der periodenspezifische Betafaktor an den sich ändernden Verschuldungsgrad anzupassen, sprich zu erhöhen.

- f) Allerdings stellt sich grundsätzlich zum einen die Frage, aus welchem Grund die hier diskutierte Problematik nicht bereits im Rahmen von Bewertungen nach dem IDW S1 2000 "entdeckt" worden ist, da hier durch den unterstellten Abfluss der Gewinne viel evidenter ist, dass keine Mittel zur Finanzierung des Wachstums im Unternehmen verbleiben. Zum anderen unterstellt die Bewertungstheorie für den Zeitraum der ewigen Rente, dass ein "eingeschwungener" Zustand erreicht ist, in dem ein gleichmäßiges Wachstum aller Finanzposten in Höhe des Wachstumsabschlages stattfindet. Da ein lebendes Unternehmen einen solchen Zustand in der Realität nicht erreichen wird, handelt es sich letztlich um eine Konvention, so dass es sich eigentlich nicht anbietet, bei der Betrachtung der weiteren Entwicklung auf die bilanzielle Ebene zurückzukehren.
- g) Hier zeigt sich auch unmittelbar die weitere Problematik, dass eine Planung ab dem Zeitpunkt des Beginns der ewigen Rente nicht mehr stattfindet und entsprechend auch keine Planbilanzen mehr zur Verfügung stehen, anhand derer untersucht werden kann, ob bestimmte Posten preisbedingt in Höhe des Wachstumsabschlages steigen werden. Der gerichtlich bestellte Sachverständige merkt hierzu auf S. 139 seines Ergänzungsgutachtens an, dass die Bilanz der Schering AG zum Ende des Detailplanungszeitraums sowohl auf der Aktivseite als auch auf der Passivseite Posten enthält, die aufgrund von Wachstum nicht oder nicht in der Höhe des Wachstumsabschlags steigen bzw. deren Finanzierungsbedarf, insbesondere unter Berücksichtigung des Gleichgewichtszustands, bereits im Jahresüberschuss berücksichtigt ist. Er stellt fest, dass es sich bei der Modellannahme der um eine vereinfachende Annahme handelt, die nach seiner Auffassung nur bedingt geeignet ist, das Wachstum der Bilanz in der Phase der ewigen Rente zutreffend abzubilden.
- h) Letztlich gelangt aber auch der gerichtlich bestellte Sachverständige zu keiner befriedigenden Lösung. Vielmehr billigt er die Vorgehensweise von im Ergebnis mit der Überlegung, dass immerhin das im Prognosezeitraum von 2009 bis 2015 noch oberhalb von 1,75 % liegende Wachstum bei der Festsetzung der Höhe des Thesaurierungsbetrages unberücksichtigt geblieben sei.
- i) In der neueren Rechtsprechung scheint die Erforderlichkeit einer besonderen Thesaurierung für die Finanzierung des Wachstums grundsätzlich nicht beanstandet zu werden: Maßgeblich sei der betriebswirtschaftlich anerkannte Gedanke, dass ein nachhaltiges Gewinnwachstum ohne zusätzliche Finanzierung nicht in Betracht komme (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.

November 201,112 W 66/06, BeckRS 2013, 01573). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung vom 24. November 2011 (21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278) gleichfalls die Notwendigkeit der Thesaurierung von gesonderten Mitteln zur Erhaltung des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente betont. Allerdings handelte es sich bei dem Bewertungsobjekt um eine Bank, für die gesetzliche beziehungsweise finanzwirtschaftliche Regelungen eine bestimmte Höhe des Eigenkapitals vorschreiben. Dennoch wurde hinsichtlich der Höhe des insoweit erforderlichen Betrages in diesem Fall nicht ein auf den Wachstumsabschlag bezogener Anteil des zu Beginn der ewigen Rente vorhandenen Eigenkapitals veranschlagt, sondern ein geringerer Wert gewählt.

- j) Aus Sicht der Kammer sprechen unter Berücksichtigung der vom gerichtlichen Sachverständigen aufgeführten Argumente wohl die besseren Gründe dafür, dass in der ewigen Rente die Entwicklung des Eigenkapitals zu validieren ist, um von gleichbleibenden Finanzierungskonditionen für das Unternehmen ausgehen zu können. Insoweit überzeugt die Argumentation, dass sich die Situation des Unternehmens zunehmend verschlechtern würde, wenn die Fremdkapitalquote ansteigt, da dies mit einem steigenden Investitionsrisiko für die Eigenkapitalgeber verbunden wäre.
- k) Allerdings folgt aus der Berücksichtigung dem Grunde nach nicht zugleich, dass die von verwendete "Faustformel" für die Berechnung der Höhe der Sonderthesaurierung zutreffend sein muss. Die vom gerichtlichen Sachverständigen für seine Auffassung, dass es sich um einen vertretbaren "Schätzer" handelt, angeführten Argumente, vermochten die Kammer nicht vollends zu überzeugen. Der Sachverständige hat gerade nicht plausibilisieren können, dass die Annahme gerechtfertigt ist, sämtliche Bilanzposten der Schering AG würden voraussichtlich in Höhe des Wachstumsabschlags wachsen. Angesichts der wertmäßigen Bedeutung der Rentenphase kann ein zu hoher Betrag nicht allein durch den Umstand kompensiert werden, dass im Zeitraum von 2009 bis 2015 ein nominell zu geringer Wert angesetzt worden ist. Darüber hinaus ist diese Argumentation letztlich auch inkonsistent, da für diesen Prognosezeitraum seitens eine konkrete Planung erstellt worden ist, die lediglich aus Gründen des Schutzes vermeintlicher Unternehmensgeheimnisse im Vertragsbericht nicht offengelegt worden ist. Die Notwendigkeit einer Sonderthesaurierung konnte damit überhaupt nicht entstehen, da der Ansatz eines unendlichen Wachstums der Gewinne, der bilanziell zu kompensieren ist, erst in der tatsächlichen Rentenphase erfolgt, die im Bewertungsmodell der Schering AG mit dem Jahr 2016 beginnt.
- I) Vor diesem Hintergrund hielt die Kammer im Rahmen des § 287 ZPO, gerade auch unter Berücksichtigung der zitierten Entscheidung des OLG Frankfurt, lediglich eine unterhalb des Wachstumsabschlags liegende Thesaurierungsquote von 1,5 % für plausibel.

16. Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern

Keine Bedenken bestehen gegen die sowohl im Bewertungsgutachten als auch vom gerichtlichen Sachverständigen vorgenommene Kürzung der erwarteten Erträge sowie des Basiszinssatzes um die persönlichen Ertragsteuern. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigenden Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln.

- a) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektivierter und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).
- b) Entsprechend sind für die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern zu berechnen, für die der in der Bewertungspraxis gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz von 35 % in Ansatz gebracht worden ist. Dieser Wert beruht, wie der gerichtlich bestellte auf S. 285 seines Hauptgutachtens ausgeführt hat, auf einer Empfehlung des IDW im Zusammenhang mit der Einführung des Bewertungsstandards S 1 2005, die auf Daten aus dem Jahr 1989 beruht. Eigene Betrachtungen des Sachverständigen wegen des Alters dieser Datengrundlage haben ergeben, dass sich der Pauschalsatz von 35 % noch bis zum Jahr 1998 mit den veröffentlichten Durchschnittssteuersätzen unterlegen lässt. Im Anschluss habe sich die tarifliche Steuerbelastung aber, insbesondere hinsichtlich der Grenzsteuerbelastung im Bereich des Spitzensteuersatzes, deutlich reduziert. Vor diesem Hintergrund könne es grundsätzlich gerechtfertigt sein, zu einem geringeren typisierten Steuersatz überzugehen, wobei aber fraglich sei, in welcher Höhe dieser festzulegen sei.
- c) Aufgrund dieser Überlegungen sieht es die Kammer für Stichtage, zu denen das Halbeinkünfteprinzip gegolten hat, weiterhin für vertretbar an, einen Steuersatz von 35 % zugrunde zu legen, der auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung der keinen grundlegenden

methodischen Einwänden begegnet ist (vgl. etwa OLG Düsseldorf, BeckRS 2006, 07149; OLG München, NJOZ 2006, 3010, 3015). Diese Konvention wirkt sich auch nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschlage würde, wie der gerichtliche Sachverständige zu Recht anmerkt.

d) Soweit einige Antragsteller dagegen die Berücksichtigung eines höheren Steuersatzes als 35 % für zutreffend halten, bestehen für diese Forderung keine hinreichenden tatsächlichen Anhaltspunkte. Zwar mag es sein, dass der Grenzsteuersatz höher liegt. Wird aber ein Unternehmen als Ganzes bewertet, kann nur der Durchschnittssteuersatz herangezogen werden, da die zu berücksichtigende Steuerbelastung die gesamte Steuerlast des Erwerbers zu umfassen hat (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, a.a.O., S. 155).

17. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögend hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG). Dieses ist regelmäßig mit seinem Liquidationswert in Ansatz zu bringen (vgl. BayObLG, NZG 1998, 946). Hierbei handelt es sich um den Erlös, der sich erzielen lässt, wenn sämtliche Gegenstände des Unternehmens veräußert werden (Summe der Einzelveräußerungspreise nach Abzug von Schulden, Liquidationskosten und eventuellen Steuern).

- a) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.
- b) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der Schering AG bestand gemäß den Ausführungen der Bewertungsgutachterin aus nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen und Immobilien im Wert von insgesamt 67 Mio. €, freier Liquidität in Höhe von 200 Mio. € sowie einem Negativposten von 1 Mio. € in Form von Verwässerungseffekten aus Aktienoptionen.
- c) Wesentliche Einwendungen der Antragsteller lagen vor allem gegen die Beurteilung der Frage, in welcher Höhe die zum Bewertungsstichtag vorhandenen liquiden Mittel der Gesellschaft als

Vermögen anzusehen waren, welches frei entnommen werden konnte. In diesem Zusammenhang war davon ausgegangen, dass die Schering AG unter Berücksichtigung der vorhandenen Zahlungsverpflichtungen und der geplanten Zahlungszuflüsse über eine Mindestliquiditätsreserve von 250 Mio. € verfügen musste.

- aa) Es stellte sich damit die Frage, ob ein solcher Bestand an liquiden Mitteln über einen Höchstbestand betriebsnotwendiger Liquidität hinausgeht, die erforderlich war, um den Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten. Wäre dies der Fall, könnte gegebenenfalls ein Teil dieser Mittel bewertungstechnisch an die Anteilseigner ausgekehrt werden, ohne dass sich negative Folgen für das Unternehmen ergeben würden.
- bb) Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat hierzu allgemein die Feststellung getroffen, dass in der Literatur Richtgrößen von 0,5 % bis 2,0 % der Umsatzerlöse als notwendige Liquidität genannt würden, wobei branchenspezifische Besonderheiten aber nicht berücksichtigt würden. Im konkreten Fall lasse sich durch die Beobachtung der betrieblichen Liquidität über einen längeren Zeitraum hinweg einschätzen, welcher Anteil als betriebsnotwendig beziehungsweise nicht betriebsnotwendig eingestuft werden könne. Diese Betrachtung zeigte für die Schering AG, dass in den Jahren 2002 bis 2005 zum Bilanzstichtag ein Bestand liquider Mittel im Verhältnis zu den Umsatzerlösen von rund 8 % bis 16 % vorhanden war. Diese Kennzahlen schwankten erheblich und lagen durchgehend deutlich über der Obergrenze der genannten Richtgrößen (bis 2 % der Umsatzerlöse).
- cc) Vor diesem Hintergrund lag die von vorgesehene Mindestliquidität von 250 Mio. € trotz steigender Umsätze erheblich unter der in der Vergangenheit tatsächlich vorhandenen Liquidität. Ein solcher Betrag sichert nach den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen unter der Prämisse eines vollständigen Ausbleibens von Zahlungseingängen die Zahlungsfähigkeit der Schering AG über einen Zeitraum von drei Wochen (Hauptgutachten S. 274).
- dd) Auch die für die Peer Group herangezogenen Unternehmen wiesen gegenüber dem Richtwert deutlich erhöhte Liquiditätsreserven auf, so dass die für die Bewertungszwecke getroffenen Annahmen sich offensichtlich im Rahmen branchenüblicher Kennziffern bewegen.
- ee) Vor diesem Hintergrund mag die Prämisse ausbleibender Zahlungen über einen mehrwöchigen Zeitraum zwar nicht unbedingt plausibel sein. Auf der anderen Seite ist es aus betriebswirtschaftlicher Sicht aber nicht unvernünftig, in der Liquiditätsreserve einen höheren Betrag als unbedingt vorzuhalten erforderlich, da die Alternative bei unvorhergesehenen Ereignissen sonst in der teuren Aufnahme von Fremdkapital bestünde. Die Kammer schließt sich

damit im Ergebnis dem Schluss des Sachverständigen an, dass die Berechnung der frei ausschüttbaren Liquidität im ursprünglichen Bewertungsgutachten keiner Korrektur bedarf.

d) Darüber hinaus gehende Vermögenswerte der Gesellschaft, die einer Veräußerung zugänglich wären, waren weder ersichtlich noch ist das Vorhandensein solchen Vermögens von den Antragstellern substantiiert behauptet worden.

Ertragswert

Nach alldem ergibt sich nach Maßgabe der durch die Kammer gegenüber dem Gutachten des gerichtlichen Sachverständigen vorgenommenen Modifikationen das folgende Ergebnis:

	Detailplanungsphase				Ewige Rente
	2006	2007	2008		2016 ff.
	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €		in Mio. €
EBIT	835	1.096	1.252		1.736
Finanzergebnis	-6	-4	-6		-9
Ertragsteuern	295	387	439		610
Minderheitenanteile	4	4	3		3
Konzernergebnis	530	702	804		1.114
Wachstumsthesaurierung	0	0	0		-51
unmittelbare Zurechnung	334	442	506		673
Ausschüttungsquote in %	37	. 37	37		35
Ausschüttung	196	260	297		390
typisierte Ertragsteuer (17,5 %)	34	45	52		68
Ausschüttung nach Ertragsteuer	162	214	245		322
zu kapitalisierendes Ergebnis	496	657	752		995
Kapitalisierungszinssatz (in %)	. 5,32	5,31	5,31		3,56
Barwertfaktor	0,9494	0,9016	0,8561		16,7226
Barwert zum 1. Januar 2006	471	593	643		16.638
Summe der Barwerte	22.679				
zum 1. Januar 2006					
Aufzinsungsfaktor	1,0369				
Ertragswert zum	23.516				
13. September 2006					

Die Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens führt dann zu dem nachfolgenden Gesamtwert:

Schering AG Unternehmenswert zum 13. September 2006	in Mio. €		
Ertragswert zum 13. September 2006	23.516		
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen (aufgezinst)	276		
Unternehmenswert zum 13. September 2006	23.792		

Pro Stückaktie ergibt sich hieraus eine Barabfindung in Höhe von 124,65 €.

18. Börsenkurs

Die Berücksichtigung des Börsenkurses der Schering AG konnte nicht zur Festsetzung einer – noch – höheren Barabfindung führen. Für die Bestimmung der Höhe des Ausgleichs war der Börsenkurs ohnehin von vornherein unbeachtlich, da es nach dem Wortlaut des § 304 Abs. 2 AktG auf den voraussichtlich als durchschnittlichen Gewinnanteil auf die einzelne Aktie entfallenden Anteil (ausschließlich) unter Berücksichtigung der künftigen Ertragsaussichten der beherrschten Gesellschaft ankommt.

Der gewichtete Durchschnittskurs der Aktien der Schering AG lag bei Rückgriff auf Daten des Dienstleisters Bloomberg nach den Feststellungen des Bewertungsgutachters in dem Dreimonatszeitraum, der mit dem 26. Juli 2006 endete, bei 86,61 € und damit unterhalb des sich nach der Ertragswertmethode ergebenden Abfindungsbetrages pro Stückaktie.

- a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre im Rahmen des § 305 Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.
- b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können, Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet

das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts "Aktie" deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs.

- c) Die Zivilgerichte sind dabei gehalten, durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses Manipulationen des Börsenkurses zu begegnen.
- aa) Der Bundesgerichtshof hat in seiner Entscheidung vom 12. März 2001 (NJW 2001, 2080) hierzu ausgeführt, dass aus Gründen der Rechtssicherheit auf den auf den Stichtag der Hauptversammlung bezogenen Durchschnittskurs der vorangegangenen drei Monate abzustellen ist. Auf diesen Beschluss nehmen diejenigen Antragsteller Bezug, die eine unzutreffende Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses durch die Antragsgegnerin rügen.
- bb) Diese Entscheidung ist allerdings zum einen nicht unumstritten geblieben und wurde in der Literatur überwiegend abgelehnt. Aber auch das Kammergericht hat bereits im Jahr 2007 entschieden, dass bei grundsätzlicher Beachtung der genannten Rechtsprechung des BGH auf einen Referenzzeitraum abzustellen ist, der drei Monate vor der (ersten) Veröffentlichung der Abfindungskonditionen liegt (vgl. Kammergericht, NZG 2007, 71, 72). Zuvor hatte bereits das Oberlandesgericht Stuttgart einen identischen Zeitraum für maßgeblich gehalten (Beschluss vom 16. Februar 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 03081).
- cc) Zum anderen hat der BGH seine Entscheidung aus dem Jahr 2001 nunmehr revidiert und vertritt jetzt die Auffassung, dass der Börsenwert nach dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung, die nicht notwendig eine Bekanntmachung im Sinne des § 15 WpHG sein muss, zu bestimmen ist. Der entsprechende Zeitraum endet damit im vorliegenden Fall am 26. Juli 2006, da an diesem Tag die

Antragsgegnerin im Rahmen einer Presse-Mitteilung sowie die Schering AG im Rahmen einer Adhoc-Mitteilung Details zu dem beabsichtigten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages einschließlich der Höhe des angebotenen Abfindungsbetrages bekanntgegeben haben.

dd) In Übereinstimmung mit den kritischen Stimmen in Literatur und Rechtsprechung vertritt der BGH jetzt die Auffassung, dieser Zeitraum sei besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu ermitteln, als ein mit dem Tag der Hauptversammlung endender Referenzzeitraum, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt habe. Der Tag der Hauptversammlung liege zwar besonders nahe an dem nach für die Bewertung maßgebenden Tag, sei aber als Stichtag des Referenzzeitraums nicht geeignet, weil der Börsenkurs in dem Zeitraum davor regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und weil mit einer Bemessung nach dieser Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an, also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel innerhalb des Dreimonatszeitraums liegt, nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert. Dabei werde er in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder - als Lästigkeitswert - im Anfechtungsprozess häufig leicht überschritten (vgl. hierzu KG, NZG 2007, 71; OLG Stuttgart, NZG 2007, 302). Der angebotene Preis für die Aktie werde sicher erreicht, ungewiss sei lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder schon im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchzusetzen sei. Schon vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots ändere sich mit der Bekanntgabe der Maßnahme die Börsenbewertung von der Erwartung an den künftigen Unternehmenswert hin zur Erwartung an die künftige Abfindung oder den künftigen Umtauschkurs, was nicht selten zu heftigen Kursausschlägen führe. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegele der ermittelte Börsenkurs nicht mehr - wie geboten - den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne (vgl. BGH, NZG 2010, 939, 941 f. – STOLLWERCK).

ee) Die Kammer hält diese Entscheidung aus den vom BGH näher erläuterten Gründen für zutreffend. Damit ist dem Argument der Antragsteller, ein mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme endender Referenzzeitraum, wie ihn herangezogen habe, widerspreche der obergerichtlichen Rechtsprechung, die Grundlage entzogen.

- ff) Gegen die Ermittlung des maßgeblichen Durchschnittskurses durch auf Basis der Bloomberg-Daten haben sich die Antragsteller nicht im Einzelnen gewandt, wobei insoweit für die Kammer auch keine Fehler zu erkennen waren. Auf der anderen Seite war der Abstand zwischen dem maßgeblichen Börsenkurs und dem von der Kammer auf der Basis des Ertragswerts für angemessenen gehaltenen Abfindungsbetrag auch so erheblich, dass sich Detailkorrekturen bei der Kursermittlung nicht auf das Verfahrensergebnis auswirken konnten. Vor diesem Hintergrund waren nähere Untersuchungen zu dieser Fragestellung nicht erforderlich.
- gg) Eine Anpassung des auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemittelten Börsenkurses im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung des BGH war vorliegend nicht geboten. Es fehlte bereits an einem "längeren Zeitraum" zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 26. Juli 2006 und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung am 13. September 2006. Der entsprechende Zeitraum beträgt vorliegend gerade einmal zwei Monate. Hierbei handelt es sich um einen für die Vorbereitung und Durchführung eines Unternehmensvertrages unterdurchschnittlichen Zeitraum, dessen Verkürzung sich unter Berücksichtigung des Fristenregimes des Aktienrechts nicht erreichen lassen dürfte (vgl. auch Goette, DStR 2010, 2579, 2587). Zudem war auch schon nicht ersichtlich, dass die Minderheitsaktionäre der Schering AG zwischen dem Ende der Referenzperiode und dem Termin der Hauptversammlung von einer besonders positiven allgemeinen Börsenkursentwicklung ausgeschlossen worden wären.
- d) Soweit die Antragsgegnerin geltend macht, die Höhe des Börsenkurses zeige, dass die Annahme eines deutlich darüber hinausgehenden Ertragswerts nicht plausibel zu begründen sei, vermochte dies die Kammer nicht zu überzeugen.
- aa) Wie den obigen Ausführungen zu entnehmen ist, handelt es sich beim Börsenwert unter verfassungsrechtlichen Gesichtspunkten lediglich um die Untergrenze der zu gewährenden Abfindung, nicht aber um eine Begrenzung auch nach oben. Zwar mögen erhebliche Abweichungen zwischen Börsenkurs und den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert pro Aktie Anlass zu einer näheren Betrachtung der Gründe bieten. Aufgrund des Umstandes, dass es sich beim Börsenkurs um eine Marktbewertung aus der Außenperspektive handelt, beim Ertragswert aber die Innenperspektive der maßgebliche Gesichtspunkt ist, kann ein gegenüber dem Börsenwert höherer Ertragswert grundsätzlich nicht überraschen. Bei der Bewertung aus der Innensicht des Unternehmens stehen regelmäßig mehr Informationen zur Verfügung als bei der Einschätzung des Wertes eines Unternehmens aus der Sicht von Analysten und Investoren.

- bb) Vor diesem Hintergrund verbietet sich nach Auffassung der Kammer die Annahme, dass die Ermittlung des Börsenkurses für die Bestimmung der Abfindung nach § 305 AktG ausreichend sei und der so ermittelte Betrag zugleich die angemessene Abfindung darstellt, welchen den Minderheitsaktionären zuzubilligen ist. Wenn die Antragsgegnerin nun meint, dass eine Erhöhung der Barabfindung aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht in Betracht komme, da der Börsenkurs der Schering AG maßgeblich sein könne, vermochte die Kammer dem nicht zu folgen.
- cc) Soweit sich die Antragsgegnerin für ihre Auffassung auf einen Beschluss des OLG Frankfurt vom 3. September 2010 (NZG 2010, 1141 ff.) und das nachfolgende Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht bezieht (Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011, NZG 2011, 869 ff.), geben diese Entscheidungen nichts für die These her, dass der Börsenkurs der abhängigen Gesellschaft nicht nur die Unter- sondern auch die Obergrenze der Abfindung bilden soll. Das Bundesverfassungsgericht hat lediglich ausgeführt, dass es im Fall der Bestimmung des Umtauschverhältnisses im Zuge einer Verschmelzung durch Aufnahme aus verfassungsrechtlicher Sicht nicht zu beanstanden ist, wenn sich ein Fachgericht im Spruchverfahren mit sorgfältiger und ausführlicher, den Streit zur "richtigen" Bewertungsmethode reflektierender Begründung für eine Bewertung beider Rechtsträger anhand des Börsenwerts entscheidet, ohne sich dabei den Blick dafür zu verstellen, dass die Frage nach der vorzuziehenden Methode grundsätzlich von den jeweiligen Umständen des Falls abhängt (vgl. BVerfG, a.a.O., 869, 870).
- dd) Damit ist zum einen keine Aussage zu der Frage getroffen, ob der Börsenkurs auch bei anderen Strukturmaßnahmen als Grundlage für die den Minderheitsaktionären zustehende Kompensation herangezogen werden kann. Dies mag zwar in Betracht kommen, ist aber, wie das Bundesverfassungsgericht betont, von den Umständen des Einzelfalls abhängig. Zum anderen hat das Gericht keineswegs angenommen, dass der Börsenkurs anderen Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes generell überlegen ist, da es sich um einen Marktpreis handelt.
- ee) Aus diesem Grunde war es unerheblich, ob der Kurs der Schering AG nach den in der oben genannten Entscheidung des OLG Frankfurt gebildeten Kriterien für die Aussagekraft eines Börsenkurses als valide eingestuft werden kann. Auf jeden Fall war der Kursverlauf weder bis zur Bekanntgabe der Strukturmaßnahme noch bis zum Bewertungsstichtag als organisch anzusehen. Vielmehr unterlag er ab März 2006 deutlichen Sprüngen, die durch die Übernahmeangebote ausgelöst worden waren. Soweit die Antragsgegnerin letztlich geltend machen will, dass vor dem Hintergrund des bis März 2006 niedrigeren Börsenkurses die im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vorgesehene Abfindung eigentlich zu hoch sei, war diese

Argumentation nur wenig überzeugend. Der "Bieterwettbewerb" um die Schering AG zeigt nämlich, dass die Aktie der Gesellschaft Anfang 2006 offensichtlich in erheblichem Maße unterbewertet war, weil sich die deutlich höheren Gebote durch Merck und die Antragsgegnerin sonst als ökonomisch unsinnig und – gegenüber den eigenen Anteilsinhabern – als pflichtwidrig dargestellt hätten. Vor dem Hintergrund einer solchen Situation kann jedenfalls nicht der Schluss gezogen werden, dass in der Höhe des Kaufangebots der Antragsgegnerin eine marktkonforme Obergrenze für den Wert der Schering AG erreicht gewesen wäre.

19. Liquidationswert

Soweit einige Antragsteller das Fehlen einer Betrachtung des Liquidationswerts der Schering AG bemängeln, war dies unbeachtlich. Eine alternative Bewertung des Unternehmens auf der Grundlage von Liquidationswerten hatte nicht zu erfolgen, so dass der Einwand des Fehlens einer Wertermittlung auf dieser Grundlage nicht durchgreifen konnte.

- a) In Rechtsprechung und Lehre ist zwar anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 47 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann ab-gestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.
- b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: Die Schering AG soll nach der Planung auf längere Sicht profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig nicht unerheblich übersteigen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Ebenso wenig war eine im Branchenvergleich besonders geringe Ertragskraft der Gesellschaft ersichtlich oder dargetan.

20. Substanzwert

Auch der Substanzwert der Schering AG war nicht zu ermitteln. Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung nämlich regelmäßig ungeeignet (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 240). Zudem handelt es sich wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und bewertbaren im Unternehmen vorhandenen immateriellen Werte lediglich um einen Teilrekonstruktionswert. Auch in der Betriebswirtschaftslehre wird dem Substanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung daher kein selbstständiger Aussagewert beigemessen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, a.a.O., Anh § 11 Rz. 52).

21. Ausgleichszahlung

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag für die außen stehenden Aktionäre, die nicht aus der Gesellschaft ausscheiden wollen, einen angemessenen Ausgleich durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Der Ausgleich soll den Verlust des mitgliedschaftlichen Dividendenrechts kompensieren, der infolge eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag dadurch entsteht, dass das Dividendenrecht leerläuft (vgl. MünchKomm/Bilda, AktG, 3. Aufl., Rz. 7 zu § 304 AktG). Wirtschaftlich tritt der Ausgleich an die Stelle der jetzt nicht mehr geschuldeten Dividende.

- a) Als Ausgleichszahlung ist mindestens die jährliche Höhe des Betrages zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte, § 304 Abs. 2 AktG. Die künftigen Erträge finden ihren Niederschlag im Ertragswert des Unternehmens (vgl. auch KölnKomm/Koppensteiner, AktG, 3. Aufl., Rz. 50 zu § 304 AktG), welcher unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls, das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens auf seine Anteilseigner repräsentiert. Entscheidend ist vor allem die zukunftsorientierte Betrachtung, weil die Aktionäre so gestellt werden sollen, als ob der Unternehmensvertrag nicht bestünde (vgl. Hüffer, AktG, 11. Aufl., Rz. 8 zu § 304 AktG).
- b) Ausgangspunkt für die Berechnung der Höhe der zu leistenden Ausgleichszahlung ist der im Rahmen des § 305 AktG für die Barabfindung festgelegte Ertragswert (vgl. BGH, NJW 2003, 3272 –Ytong), auf dessen Grundlage der Ausgleich durch die Verrentung des Unternehmenswerts ermittelt wird. Hierdurch wird dem Umstand Rechnung getragen, dass auch bei der Garantie von

fixen Leistungen durch die Obergesellschaft in fernerer Zukunft erfolgende Zahlungen weniger wert sind als solche, die in der unmittelbaren Zukunft stattfinden.

- c) Die Höhe der Ausgleichszahlung konnte vorliegend ohne weiteres aus dem für die Höhe der Abfindung maßgeblichen Wert abgeleitet werden. Zwar finden sich in diesem Betrag Thesaurierungen wieder, bei denen es sich grundsätzlich um freie Rücklagen handelt. Da diese jedoch fiktiv den Anteilseignern zugerechnet werden, war es nicht erforderlich, für den Zweck der Feststellung der Höhe des Ausgleichs ein gesondertes Vollausschüttungsszenario zu berechnen.
- aa) Aus der Funktion des Ausgleichs als Substitut für die Dividende folgt nach Auffassung der Kammer ohne weiteres, dass im Gegensatz zur Abfindung kein Rückgriff auf den Börsenkurs erfolgen kann. Der Börsenkurs steht für den Wert der Aktie am Stichtag insgesamt. Dieser kann, muss aber nicht dem Durchschnitt der künftigen Gewinnerwartungen entsprechen, der nur über den Ertragswert ermittelt werden kann. Das im Börsenkurs zum Ausdruck kommende Desinvestitionsinteresse kann nicht maßgeblich sein (vgl. auch OLG Hamburg, AG 2003, 583, 585), zumal sich der Minderheitsaktionär, dem ein Ausgleich zusteht, jedenfalls zunächst gerade gegen eine Desinvestition entschieden hat.
- bb) In seiner Grundsatzentscheidung vom 21. Juli 2003 (NZG 2002, 1017 ff –Ytong) führt der Bundesgerichtshof aus, dass den außenstehenden Aktionären als fester Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftssteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. Diesbezüglich wird erläutert, dass als erwirtschafteter Gewinn das Ergebnis vor Körperschaftssteuer anzusehen ist, von der die Körperschaftssteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist.
- d) Bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs ist danach auf den Bruttogewinnanteil je Aktie abzustellen. Bei dem nachfolgenden Abzug der gesetzlich vorgegebenen Körperschaftssteuer muss zudem auch die gesetzlich bestimmte Höhe des Solidaritätszuschlages berücksichtigt werden (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156).
- e) Bei der Verrentung hält die Kammer einen Zinssatz von 3,38 % für angemessen.
- aa) Eine Anwendung des für die Berechnung der Abfindung herangezogenen Kapitalisierungszinssatzes in voller Höhe hält sie entgegen der von mehreren Antragstellern geäußerten gegenteiligen Ansicht nicht für geboten. Die weiterhin ihren Anteil haltenden Minderheitsaktionäre sind während der Dauer des Unternehmensvertrages nicht mit dem Risiko

schwankender Dividenden belastet, sondern erhalten eine ihrer Höhe nach feststehende Ausgleichszahlung. Hielte man diese Zahlungen für sicher, dürfte eine Verrentung ausschließlich mit dem Basiszinssatz erfolgen. Schon diese Kontrollüberlegung zeigt, dass die Verwendung des im Rahmen der Ermittlung der Barabfindung herangezogenen Zinssatzes nicht zutreffend die Risikoposition der im Unternehmen verbleibenden Minderheitsaktionäre widerspiegeln kann.

- bb) Soweit sich einige Antragsteller für ihre gegenteilige Auffassung auf die oben bereits angesprochenen Ytong-Entscheidung des BGH beziehen, lässt sich aus dieser nach Ansicht der Kammer aber gerade nicht der Schluss ziehen, dass bei der Verrentung im Rahmen des § 304 AktG regelmäßig der Kapitalisierungszinssatz in ungeschmälerter Höhe Verwendung finden muss. Zwar ist die Berechnung im vom BGH entschiedenen Fall mit dem vollen risikoadjustierten Zinssatz erfolgt. Zum einen spielte der Risikozuschlag im Verhältnis zum Basiszins keine wesentliche Rolle. Zum anderen hat sich der Senat in seiner Entscheidung nicht näher mit der rechtlich gebotenen Art und Weise der Berechnung des angemessenen Verrentungszinssatzes auseinandergesetzt. Offensichtlich stand diese Frage im konkreten Sachverhalt nicht im Streit.
- cc) Allerdings sind die aus Unternehmensverträgen an die Minderheitsaktionäre zu leistenden Zahlungen tatsächlich nicht sicher, sondern gleichfalls mit Risiken behaftet. So besteht bei einem Gewinnabführungsvertrag grundsätzlich das Risiko der Vertragsbeendigung mit der sich anschließenden Frage, in welcher wirtschaftlichen Verfassung sich das beherrschte Unternehmen befindet. Im Fall einer nachhaltigen Schwächung der Ertragskraft des Unternehmens während der Vertragslaufzeit besteht die Unternehmensbeteiligung an einem im Wert geminderten Unternehmen fort. Darüber hinaus trägt der Minderheitsaktionär das Bonitätsrisiko des Mehrheitsaktionärs als dem Schuldner der Ausgleichszahlung. Diese Risiken können nach Ansicht der Kammer aber nicht den Unwägbarkeiten gleichgesetzt werden, die mit der ungeschmälerten wirtschaftlichen Beteiligung an einem arbeitenden Unternehmen und der entsprechenden Unsicherheit verbunden sind, ob und in welcher Höhe es zu Zuflüssen an die Aktionäre kommt.
- dd) Der Verringerung des Risikos ist durch einen geringeren Risikozuschlag beim Verrentungszins Rechnung zu tragen, wobei davon auszugehen ist, dass es sei bei dem abgeschlossenen Unternehmensvertrag nicht nur um eine vorübergehende Maßnahme handelt. Die Abbildung des reduzierten Risikos erfolgt in der Bewertungspraxis üblicherweise (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 16. Juli 2010 5 W 53/09; OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 5 W 52/09; OLG München, AG 2008, 28, 32) pauschaliert durch die Bildung eines Mittelwertes aus dem risikolosen Basiszins und dem Kapitalisierungszins. Diese sachgerechte Erfassung der geringeren Gefahr gegenüber schwankenden oder gänzlich ausbleibenden Dividendenzahlungen stellt entgegen der Auffassung einiger Antragsteller keine Ungerechtigkeit zulasten der

außenstehenden Aktionäre dar. Im Gegenteil würde die Vernachlässigung dieses gesunkenen Risikos dazu führen, dass die Ausgleichszahlung gegenüber der baren Abfindung zu hoch ausfiele und damit zu einer Benachteiligung der Aktionäre führte, die in dem nunmehr beherrschten Unternehmen nicht verbleiben möchten.

ee) Von der beschriebenen pauschalen Betrachtungsweise, deren Anwendung gleichfalls von einigen Antragstellern gefordert wird, ist nach Überzeugung der Kammer aber dann Abstand zu nehmen, wenn die Risikoposition der Minderheitsaktionäre – wie hier – im konkreten Bewertungsfall näher bestimmt werden kann.

Im Gegensatz zu sonstigen Gestaltungen ist vorliegend das Risiko aus der Vertragsbeendigung - verbunden mit der möglichen Minderung der Ertragskraft des Unternehmens während der Laufzeit des Vertrages - durch das in § 5 Abs. 6 des Unternehmensvertrages geregelte befristete Wiederaufleben des Abfindungsanspruches der Minderheitsaktionäre in der im Vertrag fixierten Höhe begrenzt. Damit sind die Minderheitsaktionäre vor einer "Ausplünderung" der Gesellschaft weitgehend geschützt und letztlich auch gegen das Risiko zukünftiger Ertragsschwankungen der vormals beherrschten Gesellschaft geschützt. Sie können nämlich auf die sichere Abfindung am Ende des Unternehmensvertrages zurückgreifen, statt ab diesem Zeitpunkt wieder auf unsichere Dividenden angewiesen zu sein.

Damit verbleibt als maßgebliches, mit dem Unternehmensvertrag verbundenes Risiko das Insolvenzrisiko des zur Zahlung Verpflichteten. Dies wäre, auf den Stichtag bezogen, die Diese ist allerdings zwischenzeitlich in aufgegangen, die als ehemalige Muttergesellschaft der unter dem 27. Juli 2006 auch eine harte Patronatserklärung für die Erfüllung der sich gegen diese Gesellschaft aus dem Unternehmensvertrag ergebenden Zahlungsansprüche übernommen hat.

ff) Vor diesem Hintergrund bestanden keine durchgreifenden Bedenken gegen die von gewählte Vorgehensweise, das Zahlungsausfallrisiko für die Minderheitsaktionäre aus dem allgemeinen Ausfallrisiko der herzuleiten. Der Antragsgegnerin ist darin zuzustimmen, dass unter Berücksichtigung der Regelung in § 5 Abs. 6 des Unternehmensvertrages der Zahlungsstrom der außenstehenden Aktionäre für den Fall, dass sie die Option aus § 304 AktG wählen, weitgehend inhaltsgleich mit demjenigen einer - allerdings jederzeit durch das Unternehmen kündbaren - Industrieanleihe ist (vgl. zu dem Vergleich mit einer Industrieanleihe etwa Maul, DB 2002, 1423, 1425). Investiert wird der Betrag der Abfindung nach § 305 AktG. Während der Vertragsdauer erhält der außenstehende Aktionär die feste Ausgleichszahlung. Am Ende bekommt er sodann jedenfalls das investierte Kapital in Höhe der Abfindung nach § 305

AktG zurück. Alternativ kann er sich für einen Verbleib im Unternehmen entscheiden und partizipiert in diesem Fall wieder an den Unternehmensgewinnen seiner Gesellschaft wie vor Abschluss des Unternehmensvertrages. Aus diesem Grunde kann das im Rahmen der Berechnung der Ausgleichszahlung zu bewertende Risiko aus den am Markt zu beobachtenden Credit Spreads von Unternehmensanleihen der abgeleitet werden. Als weitere Indikatoren konnten Bonitätseinschätzungen für durch Ratingagenturen sowie gegebenenfalls Credit Default Swaps für Anleihen der herangezogen werden. Ein solches Vorgehen ist zwar nicht frei von Unwägbarkeiten, so dass es sich auch nur um eine Schätzung des Risikos handelt. Es ist aber plausibel und vermag das mit der Ausgleichszahlung für den außenstehenden Aktionär verbundene Risiko genauer abzubilden als eine pauschalierte Vorgehensweise (vgl. in einem vergleichbaren Sachverhalt auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278).

- pg) hat den Bonitätsaufschlag anhand einer im Jahr 2006 begebenen auf Euro lautenden Anleihe der mit einer Laufzeit bis 2013 herangezogen und hat im Vergleich zu laufzeitäquivalenten Bundespapieren einen Aufschlag von 0,7340 % ermittelt. Diesen Betrag hat die Bewertungsgutachterin auf 0,75% aufgerundet und um die auf Zinszahlungen aus Anleihen zu zahlende typisierte Einkommenssteuer von 35 % vermindert.
- hh) Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat die von vorgenommene Ableitung rein rechnerisch nachvollziehen können. Er weist aber mit darauf hin, dass eine Unternehmensanleihe hinsichtlich der zeitlichen Struktur im Hinblick auf die unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens, ihrer Besteuerung und hinsichtlich der Unsicherheit der Zinsund Tilgungszahlungen als Fremdkapital nicht mit einer Ausgleichszahlung vergleichbar ist und damit nicht dem Äquivalenzprinzip genügt (vgl. Fester Ausgleich bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, WpG 2008, S. 33). Der Verrentungszinssatz setzt sich bei nämlich aus dem für einer unterstellte unendliche Lebensdauer des Unternehmens ermittelten Basiszinssatz und dem Credit Spread für eine Anleihe mit einer Laufzeit von lediglich sieben Jahren zusammen.
- ii) Der Sachverständige führt in seinem Hauptgutachten aber auch aus, dass keine der von der zum Bewertungsstichtag ausgegebenen Anleihen das Kriterium der Laufzeitäquivalenz erfüllt, da die von herangezogenen Anleihe mit Enddatum 2013 bereits die am längsten laufende, auf Euro lautende Anleihe der war. Bei den weiteren Finanzierungsinstrumenten, die im September 2006 im Umlauf waren, handelte es sich um kürzer laufende Emissionen, Währungsanleihen oder nachrangige Anleihen mit besonderer vertraglicher Ausgestaltung. Der Sachverständige hielt es damit für fraglich, ob die von vorgenommene

leichte Aufrundung des festgestellten Credit Spreads geeignet war, die bestehenden Unsicherheiten hinsichtlich Fristigkeit und Besteuerungsfolgen zu beseitigen.

- jj) Die Kammer hielt diese Fragestellung entgegen der von der Antragsgegnerin vertretenen Auffassung für legitim, gerade weil keine vollständige Vergleichbarkeit der hier in Rede stehenden Risikopositionen gegeben ist. Für Bewertungszwecke kann es nicht ausreichen, diesen Umstand zu ignorieren, weil sich keine geeigneten Unternehmensanleihen des Ausgleichsschuldners am Markt befinden.
- kk) Zwar ist der Antragsgegnerin zuzugeben, dass die vom gerichtlichen Sachverständigen angestellten allgemeinen Betrachtungen zur Risikoeinschätzung von europäischen Industrieanleihen keine unmittelbaren Rückschlüsse auf die Bonität der zulassen. Dennoch lässt sich ihnen die Erkenntnis entnehmen, dass sich der Zinsabstand zwischen deutschen Staatsanleihen und europäischen Industrieanleihen mit zunehmender Restlaufzeit erhöht. Dabei konnte es nicht entscheidend darauf ankommen, dass langlaufende Anleihen nicht in erheblicher Anzahl beobachtet werden können und die genaue Herkunft der bei Bloomberg abrufbaren Daten von diesem Dienstleister nicht offengelegt wird. Entscheidend ist nämlich allein, dass es sich, wie das OLG Frankfurt zutreffend festgestellt hat, auch bei der Risikoeinschätzung mittels Credit Spread lediglich um eine Schätzung handelt. Im Rahmen dieser Schätzung können mithin auch Faktoren berücksichtigt werden, die sich nicht unmittelbar aus den vorhandenen Marktdaten ablesen lassen, deren Einfluss auf das zu bewertende Risiko aber plausibel feststeht.
- II) Vor diesem Hintergrund schließt sich die Kammer der Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen an, dass ein Credit Spread von 0,9 eher geeignet ist, das vorliegend von den Minderheitsaktionären übernommene Risiko abzubilden als der von herangezogene und von der Antragsgegnerin verteidigte Wert von 0,75. Die in der Schering AG verbliebenden Minderheitsaktionäre sind gerade keine Gläubiger einer bestimmten Unternehmensanleihe der so dass der Ansatz eines Wertes im oberen Bereich der vom Sachverständigen ermittelten Bandbreite als angemessen anzusehen war.
- mm) Soweit die Antragsteller zu 1), 77) und 79) bis 87) sich für die von ihnen vertretenen Annahme eines höheren Credit Spreads auf eine konkrete Anleihe der mit einem Anleihezins von 6,47 % beziehen (ISIN XS0225369403) und diese berücksichtigt wissen wollen, hat der Sachverständige ausgeführt, dass es sich um eine kündbare, nachrangige Anleihe handelt, der zudem ein mit BBB- schlechteres Rating der zugrunde lag als es zum Stichtag festzustellen war (BBB+). Dem Sachverständigen war vor diesem Hintergrund darin

zuzustimmen, dass diese Anleihe für die Abbildung der Risikoposition der Minderheitsaktionäre der Schering AG nicht herangezogen werden konnte.

- f) Bei dem für die Höhe der Barabfindung maßgeblichen Betrag handelt es sich um einen Nachsteuerwert, da der Unternehmenswert nach persönlicher Ertragssteuer berechnet wurde. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist die Ausgleichszahlung dagegen als Bruttobetrag festzusetzen, so dass eine entsprechende Überleitung vorgenommen werden muss. Dies ist durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen nach Überzeugung der Kammer in der Sache zutreffend erfolgt.
- aa) Dabei ist zunächst der gesamte Unternehmenswert als Wert nach Steuern mit einem Verrentungszinsatz zu multiplizieren, der gleichfalls einen Wert nach persönlichen Steuern darstellen muss, da sonst die Äquivalenz zwischen Barabfindung und Ausgleichszahlung nicht mehr gewahrt wäre. Bei der oben geschilderten pauschalen Bestimmung des risikoangepassten Verrentungszinssatzes findet methodisch im Übrigen keine abweichende Ableitung des Zinssatzes statt, da es sich bei dem aus der Berechnung der Abfindung übernommenen Kapitalisierungszinssatz gleichfalls um einen Nachsteuerwert handelt. Mithin kommt es entgegen der Rüge einer Vielzahl von Antragstellern nicht zu einer unzulässigen doppelten Berücksichtigung persönlicher Steuern. Dem Umstand, dass der Ausgleichsbetrag als Bruttowert festzusetzen ist, wird dadurch Rechnung getragen, dass bei der Verrentung zwar Nachsteuerwerte - sowohl für den Ertragswert als auch für den Zinssatz - eingesetzt werden. Dem daraus ermittelten jährlichen Ausgleichsbetrag nach Steuern wird aber die auf jede Aktie entfallende Körperschaftsteuerbelastung sowie die typisierte persönliche Ertragsteuer hinzugerechnet, mit der im Ertragswertverfahren gerechnet wurde. Diese Berechnungsweise macht eine zweite Ertragswertermittlung mit einer Vorsteuerbetrachtung entbehrlich. Sie beeinträchtigt die außenstehenden Aktionäre dennoch nicht, weil sich durch das Hinzurechnen der Steuerbelastung trotz Verrentung mit Nachsteuerzinssätzen dieselben Werte ergeben wie bei einer reinen Vorsteuerrechnung (vgl. WpG 2008, 23, 24 f.).
- bb) Die Besonderheit im vorliegenden Fall besteht lediglich darin, dass ein abweichender Faktor für die Risikobeurteilung in die Verrentungsformel einfließt. Dies kann aber nicht dazu führen, dass von diesem Risikozuschlag ein Abschlag für (typisierte) persönliche Einkommenssteuer entweder überhaupt nicht oder in einer abweichenden Höhe vorzunehmen ist, wie etwa vom Antragsteller zu 94) gefordert, der lediglich die Annahme einer hälftigen Steuerbelastung von 17,5 % für zutreffend hält. Der gerichtliche Sachverständige hat in seinem Ergänzungsgutachten nachvollziehbar ausgeführt, dass diese Forderung eine nicht existente Alternativanlage fingieren würde. Darüber hinaus sei auch zu berücksichtigen, dass der Risikozuschlag nicht aus dem CAPM-Modell

abgeleitet worden sei, sondern aus dem Bonitätszuschlag vor Steuern einer laufzeitadäquaten Industrieanleihe. Die Erträge aus einer solchen Anleihe würden nicht durch das Halbeinkünfteverfahren steuerlich privilegiert und unterlägen daher dem vollen persönlichen Steuersatz. Dieser Wertung schließt sich die Kammer an.

g) Der ermittelte Nachsteuerbetrag ist – wie oben bereits erwähnt – zunächst in einen Betrag vor persönlichen Ertragssteuern umzurechnen. Dieser Betrag wird anschließend um die auf ihm lastende Belastung mit persönlichen Ertragssteuern erhöht, welche die Anteilseigner bei Dividendenzufluss zu entrichten hätten. In einem letzten Schritt findet schließlich eine Bereinigung um die Auswirkungen der Körperschaftssteuer statt, so dass sich die konstante jährliche Bruttoausgleichzahlung ergibt.

h) Damit ergibt sich für die Höhe des Ausgleichs die nachfolgend wiedergegebene Berechnung:

Ableitung der Brutto-Ausgleichszahlung (vor Körperschaftsteuer)			
	mit KSt belastet	nicht mit KSt belastet	Gesamt
Unternehmenswert zum 13. September 2006 in Mio. €	17.896,0	5.895,8	23.791,8
multipliziert mit dem Verrentungsfaktor von 3,38 % (nach persönlicher Einkommensteuer) in Mio. €	605,5	199,5	805,0
Anzahl Stückaktien in Mio. Stück	190,86	190,86	190,86
Jährliche Ausgleichszahlung pro Stückaktie (nach persönlicher Einkommensteuer, nach Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) in €	3,17	1,05	4,22
zzgl. persönlicher Einkommensteuer 17,50 %	0,67	0,22	0,89
Jährliche Nettoausgleichszahlung pro Stückaktie (vor persönlicher Einkommensteuer, nach Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) in €	3,85	1,27	5,11
zzgl. Körperschaftsteuer und zzgl. Solidaritätszuschlag 26,375 %	1,38	-	1,38
Jährliche Bruttoausgleichszahlung pro Stückaktie (vor persönlicher Einkommensteuer, vor Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) in €	5,22	1,27	6,49

22. Sonstige Einwendungen

Die weiteren im Zusammenhang mit dem vertraglichen Ausgleich erhobenen Einwände waren allesamt unbeachtlich.

- a) Dies galt insbesondere für die Argumentation, der zwischen der und der Schering AG geschlossene Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag verstoße gegen § 305 AktG, da die Minderheitsaktionäre durch die gewählte Konstellation von einer Kompensation in Form von Aktien des Großaktionärs ausgeschlossen seien. Einwände gegen den Unternehmensvertrag als solchen sind im Spruchverfahren nur relevant, wenn sie sich konkret auf die Höhe der zugesicherten Kompensation auswirken können.
- b) Soweit einige Antragsteller im Übrigen die im Unternehmensvertrag für den Ausgleich getroffene Fälligkeitsregelung angreifen, handelte es sich nach Auffassung der Kammer gleichfalls nicht um einen Punkt, der einer Überprüfung im Spruchverfahren zugänglich ist.

Gegenstand des Spruchverfahren betreffend den Ausgleich nach § 305 AktG ist allein die Bestimmung einer angemessenen Höhe der entsprechenden Zahlung (vgl. Simon, a.a.O., Rz. 11 zu § 1 SpruchG), nicht aber eine umfassende Überprüfung der im Unternehmensvertrag diesbezüglich getroffenen Regelungen.

c) Gleiches galt auch hinsichtlich des weiteren Einwands, die in § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG enthaltene Verzinsungsregelung sei verfassungswidrig. Über die Verzinsung der Kompensation ist im Spruchverfahren keine Entscheidung zu treffen (vgl. Simon, a.a.O., Rz. 6 zu § 11 SpruchG; KölnKomm/Puszkajler, a.a.O., Rz. 15 zu § 11 SpruchG), da diese im Gesetz zwingend vorgeschrieben ist und damit nicht dem Gestaltungsermessen des Gerichts unterliegen kann. Aus diesem Grunde sind diejenigen Antragsteller, welche der Auffassung sind, dass ihnen über die gesetzliche Regelung hinaus Zinsansprüche gegen die Antragsgegnerin zustehen, auf den Weg der Leistungsklage zu verweisen.

23. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren, soweit die Anträge zulässig waren, der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

- b) Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG. Von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003, 30331282).
- c) Es entsprach angesichts der mit diesem Verfahren erzielten deutlichen Verbesserung der von der Antragsgegnerin zu zahlenden Kompensation darüber hinaus der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin auch die notwendigen außergerichtlichen Auslagen der Antragsteller zu tragen hat, § 15 Abs. 4 SpruchG.
- d) Hiervon auszunehmen waren allerdings die Kosten der Antragsteller zu 21) bis 24) sowie 104). Da deren Anträge unzulässig waren, entsprach es nicht der Billigkeit im Sinne des § 15 Abs. 4 SpruchG, die Antragsgegnerin mit ihren Auslagen zu belasten.

24. Weitere Nebenentscheidungen

Weiterer Aussprüche bedurfte es im hiesigen Verfahren nicht. Insbesondere war keine Entscheidung über die Verzinsung der Ansprüche der Minderheitsaktionäre oder über den Zeitpunkt der Fälligkeit des Ausgleichs zu treffen.

Gegenstand des Spruchverfahrens ist grundsätzlich nur die Überprüfung der Angemessenheit von vertraglich vereinbartem Ausgleich und Abfindung. Der im Spruchverfahren ergehende Beschluss ist kein Vollstreckungstitel. Über die Verzinsung als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs hat daher im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilsinhaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann. Die gesetzliche Verzinsung des § 305 Absatz 3 Satz 3 AktG mag klarstellend aufgenommen werden, sie muss es aber nicht (vgl. BGH, NZG 2003, 1017; streitig: für eine Tenorierung: OLG Düsseldorf, NZG 2005, 280; dagegen etwa Hüffer, a.a.O., Rz. 26a zu § 305 AktG).

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diesen Beschluss finden die Rechtsmittel der Beschwerde oder der Sprungrechtsbeschwerde statt.

Rechtsmittel der Beschwerde

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift beim Landgericht Berlin, Littenstraße 12-17, 10179 Berlin einzulegen. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftlichen Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeine Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Rechtsmittel der Sprungrechtsbeschwerde

Gegen diesen Beschluss findet auf Antrag unter Übergehung der Beschwerdeinstanz unmittelbar die Rechtsbeschwerde (Sprungrechtsbeschwerde) statt, wenn die Beteiligten in die Umgehung der Beschwerdeinstanz einwilligen und der Bundesgerichtshof die Sprungrechtsbeschwerde zulässt. Der Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde und die Erklärung der Einwilligung gelten als Verzicht auf das Rechtsmittel der Beschwerde.

Die Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist durch Einreichung eines Schriftsatzes (Zulassungsschrift) beim Bundesgerichtshof (Herrenstraße 45 a. 76133 Karlsruhe) zu beantragen.

Die Frist für die Einlegung des Antrags auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde beträgt einen Monat. Sie beginnt mit der Zustellung des in vollständiger Form abgefassten Beschlusses, spätestens aber mit Ablauf von fünf Monaten nach dem Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

In dem Antrag muss dargelegt werden, dass die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts erfordert. Für den Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist die Vertretung durch einen beim Bundesgerichtshof zugelassenen Rechtsanwalt erforderlich, der die Zulassungsschrift zu unterschreiben hat.

Die schriftliche Erklärung der Einwilligung des Beschwerdegegners ist dem Zulassungsantrag beizufügen oder innerhalb der oben genannten Frist zur Einlegung des Rechtsmittels beim Bundesgerichtshof einzureichen.