

Hanseatisches Oberlandesgericht

Az. 13 W 44/14

417 HKO 205/12

LG Hamburg



Beschluss

In der Sache

beschließt das Hanseatische Oberlandesgericht - 13. Zivilsenat - durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht die Richterin am Oberlandesgericht und die Richterin am Oberlandesgericht
18. September 2015:

- 1.) Auf die Beschwerde der Antragsgegnerin wird der Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 21.03.2014 in Ziffer 1 und 2 des Tenors abgeändert: Die Anträge der Antragsteller auf Festsetzung einer höheren Barabfindung werden zurückgewiesen.
- 2.) Die Beschwerden der Antragsteller zu 30, 31, 32 und 33 werden zurückgewiesen.
- 3.) Hinsichtlich Kosten und Gegenstandswerten der ersten Instanz bleibt es beim Ausspruch gem. Ziffern 3, 5 und 6 des Tenors des Beschlusses des Landgerichts Hamburg vom 21.03.2014.
- 4.) Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens und die Kosten des gemeinsamen Vertreters nach einem Gegenstandswert von € 869.291,28; eine Erstattung im Beschwerdeverfahren entstandener außergerichtlicher Kosten findet nicht statt.

Gründe:

I.

Wegen des Sach- und Streitstandes 1. Instanz wird auf die Darstellung des angefochtenen Beschlusses Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist weiterhin der Auffassung, dass die den Minderheitsaktionären gebotene Entschädigung von € 21,73 je Aktie zu einer vollständigen Abgeltung des erlittenen Rechtsverlustes genüge.

Sie wendet sich mit ihrer Beschwerde gegen den vom Landgericht gewählten Ansatz einer - gegenüber den Berechnungen des Unternehmens - von 5,0 auf 4,5% abgesenkten Marktrisikoprämie.

Der FAUB empfehle - unstreitig - seit 2009 eine MRP in Höhe von 4 - 5%. Soweit die Kammer

den Mittelwert dieser Spanne angesetzt habe, habe sie die zum Stichtag 31.08.2012 herrschende Unsicherheit über die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ignoriert. In seiner Mitteilung vom 10.01.2012 habe der FAUB auf die im Verlauf der Finanzkrise gestiegenen Risikoaversion hingewiesen und daher schon am 19.09.2012, also nur wenige Tage nach dem Stichtag, seine Empfehlung auf 5 - 6% heraufgesetzt.

Diese Entwicklung sei auch plausibel - das historisch einzigartige Absacken des risikolosen Basiszinssatzes zeige die Bereitschaft vieler Anleger für eine sichere Geldanlage minimale, wenn nicht gar negative, Renditen hinzunehmen. Hieraus lasse sich zugleich folgern, dass eine gleichwohl erfolgende Investition in Aktien nur bei höheren Renditenrenditeerwartungen erfolgen werde.

Im Übrigen sei die Kammer in Ermangelung einer plausiblen Begründung für den Ansatz eines Wertes von 4,5% nicht befugt gewesen, die vom Unternehmen gewählte Berechnung durch eine eigene Schätzung zu ersetzen.

Die weiteren Einwände der Antragsteller seien nicht überzeugend - die Berechnung der MRP unter Ansatz des arithmetischen Mittels sei sachgerecht, die Stehle-Studie keinesfalls widerlegt; schließlich beziehe sich die Empfehlung des FAUB auch keineswegs nur auf diese Studie.

Zu Recht habe das Landgericht den Ansatz eines Länderrisikozuschlages akzeptiert, in gleicher Weise sei jedoch auch ein Länderinflationzuschlag hinzunehmen gewesen.

Beide Zuschläge seien sachgerecht. Nur so könne dem Umstand Rechnung getragen werden, dass es sich bei dem Bewertungsobjekt um ein rein chinesisches Unternehmen handle - denn damit könne es nicht nach exakt denselben Maßstäben bewertet werden, wie eine aus Deutschland heraus arbeitende Firma. Eine verlässliche Ermittlung der für die Anwendung des CAPM erforderlichen chinesischen Kapitalmarktdaten nicht möglich sei.

Der Inflationzuschlag sei erforderlich, da nur auf diese Weise der höheren Inflation in China Rechnung getragen werde, die zwangsläufig zu einer Abwertung des Yuan gegenüber dem Euro führen müsse, womit ohne diese Vorgehensweise - in € ausgedrückt - die in China in Yuan erzielten Erträge überschätzt würden.

Die Argumentation der Kammer zum Wachstumsabschlag gehe insoweit fehl - der Wachstumsabschlag erhöhe den Unternehmenswert, der auch für die Planjahre vorzunehmende Inflationzuschlag erhöhe den Kapitalisierungszins und verringere damit den Unternehmenswert. Die Bewertungsgutachter hätten den Inflationzuschlag sachgerecht mit 1,6% p.a. ermittelt.

Dass daneben auch spezifische Länderrisiken anzusetzen seien, werde auch von Kritikern des Modells von Damodaran nicht in Frage gestellt.

Schließlich sei dem Landgericht ein Rechenfehler unterlaufen, indem es den Aufzinsungsfaktor für die Zeit vom 31.12.2011 bis zum 31.08.2012 inkonsequent nicht gleichfalls nach dem für die Abzinsung angenommenen Zinssatz von 8,03% bemessen habe; bei - nach dem Modell des Landgerichts - zutreffender Aufzinsung ergebe sich eine etwas geringere Abfindung von € 29,21 je Aktie.

Schließlich zeige ein Blick auf die tatsächlichen Aktienkurse, dass die vom Landgericht vorgenommene Erhöhung der Abfindung um ca. 36% komplett unangemessen sei - die letzten Taxkurse vor dem Squeeze-out hätten bei € 10/Aktie gelegen.

Die Antragsteller zu 30 und 31 erstreben mit ihrer Beschwerde eine weitere Erhöhung der Abfindung.

Die vom Landgericht angewandte Marktrisikoprämie von 4,5% sei weit überzogen, die Stehle-Studie einseitig und unbrauchbar.

Falsch sei auch der Ansatz eines Länderrisikozuschlages, da die gerade auf die Tätigkeit des Unternehmens in China bezogenen Risiken bereits im beta-Faktor abgebildet seien.

Die Antragsteller zu 32 und 33 stützen ihre Beschwerde gleichfalls auf den Ansatz eines nach ihrer Ansicht überhöhten Kapitalisierungszinssatzes und sind der Auffassung, dass die MRP unter Anwendung realistischer und nachvollziehbarer Haltedauern der Anlagen ermittelt werden müsse, wobei sich die Bildung eines Mittelwertes zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel anbiete. Alle länderspezifischen Risiken seien zudem im beta erfasst.

Die Antragsteller zu 16 und 17 begehren die Zurückweisung der Beschwerde der Antragsgegnerin, sie verteidigen die Reduzierung des Kapitalisierungszinses durch das Landgericht.

Die Antragsteller zu 35 und 36 verteidigen gleichfalls die Reduzierung der MRP durch die Kam-

mer, die Empfehlung des FAUB, die nunmehr sogar auf 5 - 6% angehoben worden sei, sei aus der Luft gegriffen und mathematisch nicht herleitbar. Soweit die Kammer den länderspezifischen Risikozuschlag akzeptiert habe, sei dies nicht nachvollziehbar, insbesondere die Möglichkeit staatlicher Eingriffe würde sich aus Sicht der in China tätigen Shigo AG doch eher als positiv darstellen.

Auch die Antragstellerin zu 15 ist der Auffassung, dass die Beschwerde der Antragsgegnerin unbegründet sei: die Empfehlungen des FAUB zur MRP seien weit übersetzt, insbesondere könne deren Anhebung nicht mit dem Absinken des Basiszinssatzes begründet werden; auch empirisch ließen sich die Empfehlungen des FAUB nicht begründen, die Absenkung von 5 auf 4,5% durch die Kammer sei damit keinesfalls zu beanstanden. Demgegenüber stelle sich die Annahme eines Länderrisikozuschlages als kaum vertretbar dar, sie sei im Rahmen des CAPM systemfremd.

Der gemeinsame Vertreter verteidigt gleichfalls die landgerichtliche Entscheidung, insbesondere sei die Kammer nicht an den Ansatz einer MRP durch das Unternehmen gebunden. Auch die Eliminierung des länderspezifischen Inflationszuschlages sei in Ordnung, die Kammer habe richtig ausgeführt, dass die Inflation in China im Wachstumsabschlag berücksichtigt worden sei.

Zur MRP argumentiert auch die Antragstellerin zu 39 entsprechend und führt hierzu aus, dass die „Stehle-Studie“ tendenziös und unzutreffend sei, da sie von der WP-Kanzlei in Auftrag gegeben worden sei, einen falschen Beobachtungszeitraum und mit dem REXP einen falschen Vergleichsmaßstab gewählt habe. Zutreffend gehe vielmehr Prof. Dr. Großfeld von einer MRP von um die 3% vor Steuern aus; demgegenüber hätten die Empfehlungen des FAUB keine hinreichende Tatsachenbasis.

Die weiteren Antragsteller, die sich zum Beschwerdeverfahren geäußert haben, haben lediglich ohne weitergehende Begründungen - die Zurückweisung der Beschwerde der Antragsgegnerin gefordert.

II.

A) Die Beschwerde der Antragsgegnerin hat Erfolg, die Beschwerden der Antragssteller greifen hingegen nicht durch.

Hinsichtlich der weiteren, im Beschwerdeverfahren von keinem der Beteiligten aufgegriffenen Fragen zu der der Ertragswertermittlung zugrundeliegenden Planung folgt der Senat umfassend der Kammer und nimmt insoweit auf die angefochtene Entscheidung Bezug.

Hinsichtlich der auf das so gefundene Ergebnis anzuwendenden Zinssätze kann der Senat dem Landgericht hingegen nicht umfassend folgen.

1.) Allerdings verbleibt es bei der - von keinem der Beschwerdeführer substantiiert angegriffenen - Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes mit 2,25%.

2.) Die Marktrisikoprämie ist vorliegend hingegen mit 5,0% anzusetzen.

Die Kammer hat überzeugend und zutreffend dargestellt, welche vielfältigen Ansätze zur empirisch gestützten Ermittlung der Marktrisikoprämie (im Folgenden: MRP) vertreten werden (S. 21, 22 des angefochtenen Beschlusses). Weiter ist dem Senat aus zahlreichen Spruchverfahren bekannt, dass sich mit wissenschaftlichen Studien für die Marktrisikoprämie praktisch jeder beliebige Wert von negativen bis hin zu zweistellig positiven Ansätzen begründen lässt (vgl. z.B. die Auflistung bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 119).

Dem Streit um die Neutralität oder Voreingenommenheit des Herrn Prof. Dr. Stehle wird der Senat damit ebensowenig nachgehen, wie der Kontroverse um den Ansatz eines arithmetischen oder geometrischen Mittels bei der Ermittlung der MRP oder die insoweit zugrundezulegenden Haltedauern. Der Senat kann insoweit nur der Kammer beipflichten, dass es „eine eindeutige Lösung dieses Problems nicht gibt“.

Dies ändert nichts daran, dass - jedenfalls sofern am CAPM festgehalten wird, wie es in der Bewertungspraxis in Ermangelung besserer Ansätze weiterhin die Regel ist (vgl. WP-Handbuch,

Band II, 14. Aufl. 2014, A 327; IdW S 1, Rn. 92) - eine MRP angesetzt werden muss.

Dass dieser Faktor im Rahmen dieses Bewertungskonzeptes unverzichtbar ist, ist ohne Weiteres überzeugend, da nur bei Ansatz einer Überrendite bezogen auf mögliche risikolose Alternativen rational erklärbar ist, weshalb Anleger (die nicht selbst unternehmerisch tätig werden und daher etwa über den Erwerb von Aktienpaketen echten Einfluss auf ein Unternehmen gewinnen wollen) überhaupt in Aktien investieren.

Ebenso folgt der Senat der Kammer darin, dass damit Ausgangspunkt für die Bemessung der MRP die Empfehlungen des FAUB des IdW sein können - der Senat hält an seiner ständigen Rechtsprechung fest, wonach den fachlichen Empfehlungen des IdW, sei es in Form von Prüfungsstandards, sei es in der Form von Empfehlungen des HFA oder der Fachausschüsse, hier des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft, im Rahmen der Ertragswertermittlung eine zentrale Bedeutung zukommt.

Sofern nicht auf die relativ einfach zu ermittelnde Marktkapitalisierung abgestellt wird, kann der Wert eines Unternehmens nur durch Sachverständige ermittelt werden - ein „objektiver“ Ertragswert eines Unternehmens im Sinne eines zweifelsfrei und gewissermaßen mit „naturwissenschaftlicher“ Präzision festzustellenden Betrages existiert daher nicht, er kann nur in einem Bewertungsprozess ermittelt werden, in den notwendiger Weise zahlreiche letztlich subjektive, nämlich vom Sachverständigen auf Grund seiner Ausbildung und Erfahrung vorzunehmende Wertungen und Einschätzungen einfließen müssen.

Da in Deutschland auf diesem Gebiet nahezu ausschließlich Wirtschaftsprüfer tätig werden, die jedoch gehalten sind, im Rahmen ihrer Tätigkeit den Empfehlungen des IdW zu folgen (vgl. nur WP-Handbuch Band I, 14. Aufl. 2012, A 20 - 26), die regelmäßig die jeweilige best practice des Berufsstandes dokumentieren, liefern bezogen auf die MRP die Empfehlungen des FAUB den am besten geeigneten Ansatz.

Bezogen auf den hier relevanten Stichtag empfahl der FAUB eine MRP von 4 - 5%.

Das Unternehmen hat sich - insoweit fußend auf der gutachterlichen Stellungnahme der
(Im Folgenden: Bericht vom 16.07.2012) für den oberen Wert der eröffneten Spanne entschieden (S. 39 der Stellungnahme vom 16.07.2012), die im Auftrage des Landgerichts Hamburg tätigen Wirtschaftsprüfer der
(Im Folgenden: Bericht vom 17.07.2012) haben diese Einschätzung als vertretbar angesehen (S. 48 des Berichts vom 17.07.2012).

Der Kammer ist allerdings auch darin zuzustimmen, dass die Begründungen für den Ansatz des oberen Wertes von 5,0% nicht sehr ausführlich - wenn auch vielleicht nicht lapidar - sind.

Allerdings haben die tätig gewordenen Wirtschaftsprüfer durchaus ein nachvollziehbares Argument angeführt - nämlich den Umstand, dass der Kapitalmarkt derzeit (also zum Stichtag) durch eine gestiegene Risikoaversion geprägt sei und der FAUB im Hinblick hierauf sowie den historisch niedrigen risikolosen Zins mit Verlautbarung vom 10.01.2012 bereits empfohlen hatte, den Ansatz einer MRP am oberen Ende der empfohlenen Bandbreite zu prüfen, wobei die vom Landgericht bestellten Prüfer zusätzlich darauf hinwiesen, dass sogar Werte von bis zu 7% diskutiert würden. Diese Einschätzung wird zudem dadurch bestätigt, dass der FAUB wenige Tage nach dem vorliegend relevanten Bewertungsstichtag seine Empfehlung für die MRP auf eine Bandbreite von 5 - 6% an hob.

Bei dieser Sachlage kann der Senat der Einschätzung der Kammer, dass die MRP hier auf 4,5% zu senken sei, nicht folgen.

Es besteht insoweit keine hinreichende Tatsachengrundlage für eine eigene, von den sachverständigen Feststellungen abweichende Schätzung der MRP gem. § 287 ZPO - dass es auch früher schon Unwägbarkeiten am Kapitalmarkt gegeben habe, trifft zweifellos zu, eine irgendwie tragfähige Grundlage für eine eigene Schätzung können diese Erwägungen jedoch ebensowenig liefern, wie die Bezugnahme auf in anderen Verfahren (auch schon seitens des Senats, allerdings bezogen auf einen um Jahre früher liegenden Bewertungsstichtag - Verfahren 13 W 20/09), angesetzte MRP.

3.) Auch aus Sicht des Senates ist die vom Landgericht akzeptierte Erhöhung der MRP um einen länderspezifischen Risikozuschlag in Höhe von 1,05%, wobei 0,35% hiervon risikogewichtet - d.h. als Produkt des beta - und 0,7% als schlichter Zuschlag angesetzt wurden, sachgerecht.

Nach der Bewertungspraxis können - wie es hier geschehen ist - bei Unternehmen, die in Ländern mit weniger entwickelten Kapitalmärkten tätig sind und in denen belastbare Analysen zur MRP fehlen, zunächst MRP entwickelter Kapitalmärkte als Ausgangspunkt im Rahmen der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes dienen (WP-Handbuch 2014, Band II, A 361), wobei sodann das Risiko einer Investition in dem fraglichen Land entweder bei der Ermittlung der künftigen Überschüsse (d.h. im Zähler des Bewertungsmodells) oder aber - aus Gründen der Praktikabilität - auch im Nenner des Bewertungskalküls als zusätzlicher Risikozuschlag erfasst werden

soll (WP-Handbuch aaO.).

Tatsächlich haben hier Unternehmen und WP bei der Bestimmung der MRP auf die Empfehlungen des FAUB und damit auf eine inländische Datengrundlage abgestellt, dass für China eine ähnliche Vielzahl qualitativ hochwertiger empirischer Untersuchungen zur MRP vorläge, wie für Deutschland (s.o.), wird von keinem der Beteiligten vorgetragen und ist auch sonst nicht ersichtlich.

Damit ist vorliegend grundsätzlich eine Anpassung vorzunehmen.

Dem Senat ist bewusst, dass die Berücksichtigung eines Länderrisikozuschlages ausgesprochen kontrovers beurteilt wird (vgl. Dörschel/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 359), insbesondere da bei unterstellter (und damit allerdings unter realen Bedingungen kaum anzunehmender) idealer Funktion des CAPM sämtliche Risiken bereits durch die regelmäßig eingestellten Parameter - insbesondere „reguläre“ MRP und beta-Faktor - zutreffend abgebildet sein müssen.

Hier ist jedoch nicht zu verkennen, dass - obwohl der cash flow des Unternehmens vollständig in China generiert werden wird - schon der Basiszinssatz ausgehend von der Zinsstrukturkurve der deutschen Bundesbank ermittelt wurde und daher aufgrund der Ableitung aus wohl immer noch als praktisch risikolos angesehenen Anleihen des deutschen Fiskus noch kein spezifisches Länderrisiko reflektieren kann.

Auch die MRP wurde ausschließlich fußend auf der Empfehlung des FAUB festgesetzt, die gleichfalls „inlandsbezogen“ ist.

Damit aber ist die Einschätzung der WP (S. 42; S&H S. 58), wonach es sachgerecht sei, die für ein in China ansässiges Unternehmen im Vergleich zu Deutschland höheren rechtlichen und politischen Risiken sowie stärkere Schwankungen der volkswirtschaftlichen Rahmendaten durch einen Zuschlag zum Kapitalisierungszins zu berücksichtigen, einleuchtend.

Es kann auch nicht der Einschätzung einiger Antragsteller gefolgt werden, dass diese länderspezifischen Risiken bereits vollständig durch die Unternehmensplanung berücksichtigt oder aber über das beta abgebildet seien.

Dass in der hier zugrundegelegten Unternehmensplanung bezüglich künftiger Erträge etwa bestimmte Abschläge im Hinblick auf mögliche Eingriffe von hoher Hand oder denkbare volkswirtschaftliche Konvulsionen vorgenommen worden seien, ist nicht vorgetragen worden und auch

sonst nicht ersichtlich.

Das beta schließlich, dass i.U. auch nach Auffassung des Senats zutreffend bestimmt wurde, wurde allerdings aus einer auch aus Sicht des Senats sehr wohl geeigneten peer group vier chinesischer (sowie eines türkischen), also an dortigen Börsen notierter Unternehmen ermittelt, womit ein länderspezifisch erhöhtes Risiko jedenfalls insoweit bereits abgebildet sein müsste, als es sich in einer (im Vergleich zu Deutschland) größeren Volatilität der Aktienkurse niederschlägt (so Dörschell/Franken/Schulte aaO., S. 363).

Gleichwohl ist nicht ersichtlich, dass der aus der peer group abgeleitete beta-Faktor sämtliche systematischen und gerade bezogen auf den Sitz des Unternehmens anzunehmenden Risiken einer Anlage in Aktien des zu bewertenden Unternehmens (im Sinne der Erfassung residualer Restrisiken - vgl. <http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/systematisches-risiko/systematisches-risiko.htm>) abgebildet hätte - denn es ist nicht erkennbar, dass solche auch nach Auffassung des Senats - wie gerade die aktuelle Entwicklung der chinesischen Wirtschaft deutlich aufzeigt - durchaus gegebenen Risiken (etwa von staatlichen Lenkungseingriffen oder krisenhafter Auswirkungen des in China verfolgten Wirtschaftsmodells) in die beta-Faktoren der Unternehmen der peer group eingeflossen wären. Dies erscheint auch nur sehr schwer vorstellbar, da es eben um zwar systematische, aber gleichwohl ungewöhnliche und praktisch nicht vorherzusehende Risiken (eben residuale Restrisiken) geht, die auch in der Entwicklung der Börsenwerte der Unternehmen der peer group daher kaum abgebildet sein können.

Damit stellt sich sodann das Problem der Bemessung des Länderrisikozuschlages - sofern man insoweit nicht schlicht auf eine intuitive Schätzung zurückgreifen will, dürfte der Ansatz von dem auch die WP vorliegend gefolgt sind, der weitverbreiteste und wohl auch einzig empirisch unterlegte sein, da jedenfalls die von diesem Wissenschaftler verwandten sog. default spreads mathematisch ableitbar sind und auch die höhere Volatilität von emerging markets gegenüber etablierten Märkten wie Deutschland (anhand dessen aber die hier zugrundegelegte MRP ermittelt wurde) offenbar nachweisbar ist (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, aaO., S. 358; Damodaran, Equity Risk Premiums: Determinants, Estimations and Implications, 2013, S. 44 ff., Nachweise der ratingbasierten Ableitung des spreads und des Volatilitätszuschlages bei Damodran http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, sowohl aktuelle, als auch archivierte Daten).

Damit ist auch die von den WP vorgenommene (S. 42) bzw. akzeptierte (S&H, S. 56) Aufteilung des Risikozuschlages in eine Erhöhung der MRP um 0,35% (die folglich noch der Gewicht-

lung mit dem beta unterliegt) und eine schlichte Erhöhung des Kapitalisierungszinssatzes um 0,7% (den Betrag des nach Damodaran angesetzten default spreads) nachvollziehbar und nicht zu beanstanden. Dies umso mehr, als der sachverständige Prüfer im Rahmen der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht (landgerichtliches Sitzungsprotokoll vom 10.02.2014, S. 6) schlüssig dargelegt hat, dass solche Zuschläge (gemeint Inflationszuschlag - dazu sogleich - und Länderrisikozuschlag) bei der Bewertung solcher - gemeint offenbar: chinesischer - Unternehmen immer gemacht würden und zwar auch in dieser Größenordnung, um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass in China durchweg höhere Kapitalisierungszinssätze angenommen würden und es insoweit um die Berücksichtigung der in China gegebenen Risiken gehe.

Jedenfalls beruhen die Ansätze der WP damit auf einem wenn auch umstrittenen, so doch in der Wissenschaft vertretenen und nach den Ausführungen des WP in der mündlichen Verhandlung auch in der Praxis anerkannten Bewertungsmodell und sind somit hinzunehmen, wiederum fehlt für eine abweichende Schätzung durch ein Gericht jede Tatsachengrundlage im Sinne des § 287 ZPO. Ansätze für weitere Ermittlungen jenseits der bereits erfolgten Begutachtung durch mehrere Wirtschaftsprüfer zeigen sich weder hier, noch hinsichtlich der schon behandelten und noch folgenden Bestandteile des Kapitalisierungszinssatzes.

4.) Entgegen der Auffassung der Kammer ist auch ein Inflationszuschlag von 1,6% anzusetzen, wie ihn die tätig gewordenen WP für sachgerecht gehalten haben (S. 42, S&H S. 58).

Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass die künftigen Erträge in Yuan geplant wurden (siehe etwa Aufstellung S. 46).

Insoweit trifft die Stellungnahme der Antragsgegnerin im Beschwerdeverfahren zu, dass ohne Ansatz eines solchen Faktors der bei der Ermittlung des Ertragswertes und der in € an die außenstehenden Aktionäre zu leistenden Abfindungen ein auf „ewig“ (nämlich für die gesamte Planungsphase und auch für die Phase der ewigen Rente) gleichbleibender Wechselkurs von € und Yuan unterstellt würde, was ganz offensichtlich nicht der wirtschaftlichen Realität entsprechen kann.

Dass eine Berücksichtigung des Wechselkursrisikos grundsätzlich angebracht ist, ergibt bereits ein Blick auf die Bilanzierung von Fremdwährungsforderungen: Sowohl im Rahmen der Bewertung nach § 253 HGB (vgl. WP-Handbuch, Band 1, 14. Aufl. 2012, E Rn. 537), als auch nach IFRS 7 (vgl. IFRS-Handbuch-Hartenberger, 4. Aufl. 2013, § 3, Rn. 328) sind Währungsrisiken zu erfassen und zwar auch und gerade Risiken, die sich aus einer längeren Laufzeit einer Fremdwäh-

rungsforderung ergeben. Dies zeigt, dass nach dem gesetzlichen Konzept der zu erwartende cash flow im Rahmen der Erstellung einer Bilanz aus einer Fremdwährungsforderung möglichst realistisch und risikobewusst abzubilden ist. Nichts anderes kann daher bei der letztlich den gleichen Wertungen folgenden Ermittlung eines Unternehmenswertes gelten, der sich bei unterstelltem „ewigen“ Bestehen des Unternehmens im Wesentlichen als Summe von künftig - und zwar teilweise weit in der Zukunft - in Fremdwährung erwirtschafteten cash flows darstellt.

Dem somit zweifelsfrei bestehenden Risiko von Wechselkursveränderungen wurde entgegen der Auffassung der Kammer nicht über die Planung der Ergebnisse Rechnung getragen, da diese ausschließlich in Yuan erfolgte und daher nicht ersichtlich ist, wie und wo hier Währungsrisiken im Verhältnis zum € eine Rolle gespielt haben könnten.

Auch der Länderrisikozuschlag erfasst dieses Risiko nicht: Dies ergibt sich daraus, dass der insoweit angewandte default spread (s.o.) nach dem Konzept von (s. obigen Nachweis) einerseits aus der Betrachtung von Länderratings, andererseits aus credit default spreads abgeleitet wird, also aus Faktoren, die in keiner (direkten) Beziehung zu irgendwelchen Währungsrisiken stehen.

Zur Bemessung eines solchen Zuschlages bietet sich dann - wie hier von den WP vertreten - in der Tat die Differenz der erwarteten Inflationsraten zwischen Yuan und € an: Bei funktionierenden Märkten müsste in der Tat die höhere Inflationsrate des Yuan über die Zeit zu einem entsprechenden Wertverlust gegenüber dem € führen.

Dass die tatsächliche Kursentwicklung der vergangenen Jahre diese Erwartung nicht wirklich widerspiegelt (vergl. etwa Charts bei http://www.finanzen.net/devisen/euro-renminbi_yuan-kurs), ändert nicht an der Vertretbarkeit der auf den Stichtag bezogenen Prognose von Unternehmen und WP.

Für eine von den sachverständigen Einschätzungen der WP abweichende eigene Schätzung durch das Gericht fehlt es wiederum an einer hinreichenden Tatsachenbasis im Sinne des § 287 ZPO.

5.) Hinsichtlich des Wachstumsabschlages folgt der Senat der zutreffenden Argumentation der Kammer, es bleibt bei einem Abschlag von 1,6%.

Damit bleibt es im Ergebnis bei der Berechnung des Unternehmenswertes, wie von den beteiligten WP ermittelt bzw. überprüft und akzeptiert (S. 59, S&H S. 63).

Einer mündlichen Verhandlung bedurfte es nicht, die Argumente zur zutreffenden Bemessung der Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes sind schriftsätzlich und in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht hinreichend und erschöpfend ausgetauscht worden.

Da sich somit die mit € 21,73 festgesetzte Barabfindung als zutreffend erweist, hat die Beschwerde der Antragsgegnerin Erfolg, während die Beschwerden der Antragsteller zurückzuweisen sind.

B) Die für das Verfahren erster Instanz von der Kammer getroffenen Nebentscheidungen können Bestand haben; dies gilt auch soweit das Landgericht die Erstattung der außergerichtlichen Auslagen der Antragsteller angeordnet hat - auch wenn die Anträge der Antragsteller nunmehr im Ergebnis keinen Erfolg haben, so waren sie doch im Hinblick auf die oben dargestellten zahlreichen Unwägbarkeiten insbesondere bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes doch keineswegs von vornherein aussichtslos, womit die Erstattung durch die Antragsgegnerin weiterhin im Sinne des § 15 Abs. 4 SpruchG der Billigkeit entspricht.

Hinsichtlich der in zweiter Instanz entstandenen Gerichtskosten und Kosten des gemeinsamen Vertreters folgt die Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin aus §§ 15 Abs. 2 S. 1, 6 Abs. 2 S. 1 SpruchG, hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten entspricht es der Billigkeit, dass die Beteiligten ihre Kosten jeweils selbst tragen.

Die Festsetzung des Gegenstandswertes beruht auf §§ 15 Abs. 1, 6 Abs. 2 S. 3 SpruchG.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Der Beschluss ist mit Rechtsmitteln nicht anfechtbar.

Die Festsetzung des Gegenstandswertes beruht auf §§ 15 Abs. 1, 6 Abs. 2 S. 3 SpruchG.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Der Beschluss ist mit Rechtsmitteln nicht anfechtbar.