



## Landgericht Düsseldorf

### Beschluss

In dem Spruchverfahren

zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung für die durch Squeeze-Out auf die  
übertragenen Aktien der Min-  
derheitsaktionäre der Stinnes AG,

an dem beteiligt sind:

hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht sowie die Handelsrichter und auf die mündliche Verhandlung vom 12.10.2011

am 30. Januar 2012

**b e s c h l o s s e n :**

Der angemessene Abfindungsbetrag auf Grund des in der Hauptversammlung am 17. Februar 2003 beschlossenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung wird auf 57,77 EUR Stückaktie der Stinnes AG festgesetzt.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie die notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller trägt die Antragsgegnerin.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf insgesamt 1.272.152,29 EUR festgesetzt.

### **Gründe:**

#### **I.**

Das Grundkapital der Stinnes AG war Anfang 2003 auf 76.069.810 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals von 2,50 EUR eingeteilt. Die Aktien der Stinnes AG waren im Börsenhandel im amtlichen Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Düsseldorf zugelassen und bis zum 3. Oktober 2002 in den MDAX einbezogen. Nach Abschluss eines Übernahmeangebotes der  
war diese mit 75.849.333 Inhaber-Stückaktien (rd. 99,71 % des Grundkapitals) an der Stinnes-Aktie beteiligt; die verbleibenden 220.477 Inhaber-Stückaktien befanden sich im Streubesitz.

In der außerordentlichen Hauptversammlung der Stinnes AG vom 17. Februar 2003 in Düsseldorf wurde mit der erforderlichen Mehrheit der Beschluss gefasst:

„Sämtliche Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Stinnes AG werden nach §§ 327a ff AktG gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 39,85 je Aktie auf die

(Hauptaktionär) übertragen. Sofern der Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre vor dem Beschluss der ordentlichen Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns für das am 31.12.2002 beendete Geschäftsjahr im Han-

delsregister eingetragen wird, erhöht sich die Barabfindung um € 0,53 auf € 40,38 je Aktie.

Im Rahmen von Vergleichsverhandlungen im Zusammenhang mit einer Anfechtungsklage hat sich die Gesellschaft sodann bereit erklärt, die Barabfindung auf 52,-- EUR anzuheben. Daraufhin wurde der Squeeze-Out am 9. Mai 2003 in das Handelsregister der Stinnes AG eingetragen.

Die Antragsteller sind, soweit sie die Anträge begründet haben, ebenso wie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre der Auffassung,

der Abfindungsbetrag sei auch in Höhe des im Vergleich festgesetzten Betrages von 52,-- EUR nicht angemessen und höher anzusetzen. Insbesondere seien die Wachstumserwartungen in der Detailplanung mit lediglich 3 Planjahren und in der ewigen Rente nicht ausreichend berücksichtigt worden. Es sei auch nicht nachvollziehbar, dass nach dem Übertragungsbericht sowie des vom Landgericht Düsseldorf bestellten sachverständigen Prüfers sich das Konzernergebnis der 2. Phase vermindere. Auch sei der Basiszinssatz mit 5,5 % zu hoch angesetzt. Dies gelte in gleicher Weise für den Risikozuschlag. Demgegenüber sei der Wachstumsabschlag insbesondere wegen der Geldentwertung und des weiteren Unternehmenswachstums zu gering angesetzt worden. Weiterhin sei auch die Bewertung bzw. die Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens nicht nachvollziehbar.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre beantragen,

eine angemessene Abfindung festzusetzen.

Die Antragsgegner beantragen,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegner sind den Bewertungsprüfern entgegengetreten. Die festgesetzten Werte sowohl in dem Übertragungsbericht von \_\_\_\_\_ als auch in dem Bericht des sachverständigen Prüfers seien zutreffend und nicht zu beanstanden. Insbesondere sei der Ertragswert der Stinnes AG unter Berücksichtigung der Fortentwicklung des betriebswirtschaftlichen Standards für die Unternehmensbewertung (IDW S 1) nunmehr nicht mehr auf der Basis des Standards 2000 sondern auf der Basis unter Berücksichtigung der Regelungen des Standards 2005 vorzunehmen.

Wegen des weiteren Sach- und Streitstandes insbesondere im Hinblick auf die umfangreichen Stellungnahmen der Parteien zu einzelnen Bewertungsparametern wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

Das Gericht hat Beweis erhoben durch die Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens des Sachverständigen \_\_\_\_\_

Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten vom 14. April 2008 und die mündliche Anhörung des Sachverständigen in der öffentlichen Sitzung des Landgerichts Düsseldorf vom 12. Oktober 2011 (Bl. 783 ff d.A.) verwiesen.

## II.

Die Anträge auf Erhöhung der angemessenen Abfindung (§ 327 a Abs. 1 AktG) sind mit dem sich aus dem Tenor ergebenden Inhalt begründet.

1.

Zur Bemessung der Barabfindung sind die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen (§ 327 b Abs. 1 AktG). Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle

Entschädigung für den Wert seiner Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (vgl. BVerfGE 100, 289, 304, BGH NJW 2003, 3272). Dabei darf die sogenannte „volle“ Entschädigung nicht unter den Verkehrswert liegen, der bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festzusetzen ist. Da der volle Wert höher sein kann als der Verkehrswert in Ansehung des Börsenkurses, ist sowohl eine Anteilsbewertung über den Börsenkurs als auch über Abstimmung des sogenannten inneren Unternehmenswertes vorzunehmen. Der Börsenkurs stellt nicht die Obergrenze der Bewertung dar. Ergibt die Bewertung nach der Ertragswertmethode einen höheren Wert als er im Börsenkurs zum Ausdruck gekommen ist, ist der höhere Wert maßgeblich (vgl. BGHZ 147, 108, OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, Großfeld Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Seite 191).

Nach der Stollwerk-Entscheidung des Bundesgerichtshofes (Beschluss - II ZB 18/09 – vom 19. Juli 2010) ist für die Ermittlung des Börsenwertes der Aktie der gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln. Aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen ist aber der danach maßgebliche Durchschnittskurs geringer als die den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären zugestandene Abfindung in Höhe von 52,-- EUR.

2.

Entscheidend ist danach, ob aufgrund des nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswertes eine höhere Abfindung zuzusprechen ist.

a)

Die Ertragswertmethode ist allgemein anerkannt, um die „volle“ Entschädigung für das Anteilseigentum zu berechnen (vgl. dazu OLG Düsseldorf- I-26 W 7/07 AktE-Beschluss vom 28.01.2009, Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung, 4. Auflage Seite 39 und 152 ff jeweils mit w.m.N.). In einem Spruchverfahren ist es jedoch nicht möglich, mit einer naturwissenschaftlich-mathematischen Genauigkeit eine objektiv verifizierbare Berechnung vorzunehmen. Vielmehr muss es genügen, wenn das Gericht mit der Unterstützung eines Sachverständigen zu der Überzeugung gelangt, dass eine bestimmte konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutref-

fende Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führen (vgl. dazu Landgericht Frankfurt- 3 – 5 0 73/04 – Beschluss vom 04.08.2010 Rdnr. 37 (zit. nach JURIS)). Der Unternehmenswert und die angemessene Abfindung sind letztlich zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Das von der Kammer eingeholte Gutachten des Sachverständigen und seine ergänzende Stellungnahme in der mündlichen Verhandlung vom 12.10.2011 sind nach Maßgabe der nachstehenden Erwägungen hinreichend und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu entscheiden und die für die Schätzung erforderlichen Parameter festzustellen.

Danach ist von einem Unternehmenswert von 394.480,-- EUR auszugehen. Die Kammer hat die Ausführungen und die Berechnungen des Sachverständigen nachvollzogen und sie mit Ausnahme der Anwendung des IDW S1 (2005), des erweiterten Planungszeitraumes und der Bewertung der Bereiche Brenntag (Chemie) und „Interfair Stahl“ übernommen.

b)

Die Kammer hält, worauf sie bereits in der mündlichen Verhandlung ausdrücklich hingewiesen hat, die Anwendung des IDW S1 (2000) welche am Stichtag galt, für sachgerecht.

Der in der Rechtsprechung und der Literatur verbreiteten Ansicht, insbesondere in Ansehung des Halbeinkünfteverfahrens sei die Anwendung des IDW S 1 in der Fassung 2005 geboten, wird von der Kammer in nunmehr ständiger Rechtsprechung nicht geteilt.

Die Kammer folgt insoweit der Auffassung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main, welches in seiner Entscheidung vom 15. Februar 2010 – 5 W 52/05 – ausgeführt hat:

„Zu der Frage, welcher Bewertungsstandard heran zu ziehen ist, hat das Oberlandesgericht Stuttgart zutreffend ausgeführt, dass das Gericht in einem laufenden Spruchverfahren zwar nicht grundsätzlich gehindert ist, eine frühere Unternehmens-

bewertung im Licht neuerer Erkenntnisse zu überprüfen, es jedoch derartigen unveränderten Auffassungen nicht folgen muss (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 116 f. Dort wird für einen Bewertungsstichtag am 15. August 2002 die Heranziehung langfristiger Anleihezinsen zusammen mit der Zinsstrukturkurve zur Ermittlung des Basiszinssatzes befürwortet, die (isolierte) Verwendung des Tax – CAPM hingegen abgelehnt). Dabei geht es vorwiegend um eine Abwägung zwischen zusätzlicher Erkenntnis und hiermit verbundener Verfahrensverzögerung (vgl. hierzu bereits Senat, Beschluss vom 26. August 2009 – 5 W 35/09 -, unveröffentlicht).

Die Besonderheit des hiesigen Falls liegt darin, dass aufgrund der bereits vorliegenden partiellen Neubegutachtung eine Verfahrensverzögerung unter Berücksichtigung des neuen Standard IDW S 1 2005 und damit insbesondere mit der Anwendung des Tax-CAPM nicht verbunden wäre. Andererseits lässt sich umgekehrt aber auch entgegen der Auffassung des Landgerichts nicht abschließend behaupten, die Anwendung des neuen Standards und des Tax-CAPM führe im konkreten Fall zu einer tatsächlich besseren Erkenntnis. So ist bereits vom theoretischen Ansatz her nicht gesichert, dass das Tax-CAPM stets zu besseren Erkenntnissen bei der Abbildung des Halbeinkünfteverfahrens führt (vgl. OLG München, BB 2007, 2395; Großfeld/Stöver/Tönnies BB - Spezial 7/2005, 2, 10 ff; Hommel/Dehmel/Pauliy, BB – Spezial 7/2005, 13 ff.; Reuter, AG 2007, 1, 5)...

Da der Senat sich zugleich in der Lage sieht unter Einholung eines weiteren Gutachtens den Unternehmenswert unter Zugrundelegung des alten Standards und damit verbunden des CAPM zu berechnen, führt vorliegend die (einheitliche) Berücksichtigung dieses Standards ebenfalls zu keinen Verfahrensverzögerungen.

(2) Jedenfalls in einer solchen Situation ist der alte Standard und mit ihm das CAPM anzuwenden sowie die Annahme der Vollausschüttung zu unterstellen. Dies geht einher mit einer Auffassung in der Literatur, wonach für Bewertungsstichtage, die vor der Änderung der Rahmenbedingungen, die den neuen Standard bedingen, liegen, weiterhin die alte Methode gelten muss (Bungert, WPg 2008, 811, 815). Zugleich entspricht die hier vertretene Auffassung der überwiegend übergerichtlichen Rechtsprechung, wenngleich dem gegenüber die Anwendung neuester Erkenntnis und Standards von der Literatur weitgehend befürwortet wird (vgl. bei BayObLG, NZG 2006, 156, 157; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. September 2006 – 26 W 8/06 – Juris Rdn. 36 f; ähnlich OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 116; OLG München, Be-

schluss vom 30.11.2006 – 31 Wx 59/06 -, Juris Rdn. 23 ff; aA im Wesentlichen OLG Celle, Beschluss vom 19.04.2007 – 9 W 53/06 – Juris Rdn 28; Hüttemann, WPg 2008, 822; Dörschell/Franken, DB 2005, 2257; Wasmann/Gayk BB 2005, 55; (unterschiedlich) differenzierend Bungert WPg 2008, 811; Lenz, WPg 2006, 1160).

Dabei ist die Anwendung des alten Standards keine Frage des Vertrauensschutzes. Ein Unternehmen kann ebenso wenig wie der ausgeschiedene Aktionär darauf vertrauen, dass die gesetzlich abgestimmte angemessene Abfindung nur auf einer bestimmten Art und Weise berechnet wird. Insoweit – worauf insbesondere Hüttemann zu Recht hinweist – besteht kein Recht darauf, dass man sich seitens des Gerichts später gewonnenen besseren Erkenntnis verschließt (Hüttemann, WPg 2008, 822, 824). Das gilt in gleicher Weise bei neueren Erkenntnissen zu Kausalitätsfragen im Schadensrecht oder zu neuen Beweismöglichkeiten im Strafrecht.

Auch die Heranziehung des Rechtsgedankens aus Artikel 170 EGBGB ist fraglich, weil es sich bei dem IDW – Standards nicht um Rechtsnormen handelt, die die Gerichte binden könnten, sondern nur um Expertenauffassung aus dem Kreis der Wirtschaftsprüfer (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 310, OLG München, Beschluss vom 30.11.2006 – 31 Wx 59/06 -, Juris Rdn. 23).

Maßgeblich ist vielmehr zunächst der Aspekt der Rechtssicherheit. Es besteht eine nicht unerhebliche Unklarheit bei allen Verfahrensbeteiligten, wenn sie bei der Einleitung eines Spruchverfahrens oder - zeitlich davor gelagert - bei dem Beschluss über eine unternehmerische Maßnahme noch nicht abschätzen können, auf welcher Grundlage das Gericht seine Entscheidung über die Angemessenheit der zu gewährenden Abfindung treffen wird.

Hinzu kommt Folgendes: Die Durchführung eines Spruchverfahrens und die Überprüfung der Angemessenheit einer Abfindung haben stets zwei Funktionen zu erfüllen. Zum Einen gilt es, Einzelfallgerechtigkeit zu schaffen, indem für die betroffenen Aktionäre die zutreffende Höhe der Entschädigung festgesetzt wird. Zum Anderen gilt es zusätzlich, durch die Korrektur im konkreten Einzelfall Anreize für Unternehmen zu setzen, zur Vermeidung künftiger gerichtlicher Verfahren keine hinter dem zu treffenden Wert zurückbleibenden Abfindung zu zahlen. Mit Blick auf die zweite Steue-

rungsfunktion eines Spruchverfahrens ist es kontraproduktiv, nachträglich einen Standard anzuwenden, der bei der Ermittlung der Abfindung durch das Unternehmen noch nicht bekannt war. Nur bei der Vorhersehbarkeit gerichtlicher Entscheidung für die betroffenen Unternehmen besteht regelmäßig die Chance, dass sie sich an das gesetzlich verankerte Gebot der Zahlung einer angemessenen Abfindung halten werden. Eine solche Vorhersehbarkeit ist nicht gegeben, wenn in einem Spruchverfahren Bewertungsstandards zur Anwendung kommen, die zum Bewertungsstichtag nicht bekannt waren.

Schließlich folgt der Vorrang des alten, zum Bewertungsstichtag gültigen Standards insbesondere aus der Überlegung, dass die Abfindung sich nach dem Grenzpreis zu richten hat, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (BGHZ 138, 136, 140). Der Grenzpreis, der letztlich als Verkehrswert des Anteils zu verstehen ist (vgl. etwa Pilz ZGR 2001, 185, 193 f; Stills ZGR 2001, 874, 881), kann sich aber nur auf der Grundlage der damals zugänglichen Erkenntnisse bilden. Stellt sich beispielsweise erst später heraus, dass ein Rohstoff besonders wertvoll ist, liegt diese Erkenntnis jedoch zum maßgeblichen Bewertungsstichtag noch nicht vor, so darf sie bei der Ermittlung des Wertes des Rohstoffes zum damaligen Zeitpunkt keine Berücksichtigung finden, weil es niemanden gegeben hätte, der die damit verbundenen (Grenz) Preis zu zahlen bereit gewesen wäre. Grundlage der Grenzpreisbestimmung wie auch seines Marktäquivalents, des Börsenkurses, ist daher der jeweils gültige Bewertungsstandard und nicht – zum damaligen Zeitpunkt unbekannt – zukünftige Standards. Vorliegende Argumente bedingen, dass in der Regel der zum Wert vom Stichtag gültige Standard heran zu ziehen ist.“

Dieser Ansicht folgt auch das Landgericht Frankfurt (LG Frankfurt-3-5 O 73/04-Beschluss vom 04. August 2010) in einem Verfahren, in dem der Bewertungsstichtag am 08. Juni 2004 lag).

Soweit das Oberlandesgericht Stuttgart (– 20 W 2/07 – Beschluss vom 19. Januar 2011 Randnr. 275 ff -) für Bewertungen mit Stichtagen nach dem 01.01.2001 den Empfehlungen des IDW S 1 (2005) folgen will, vermag sich die Kammer dem, in Ansehung der Erwägungen des Oberlandesgerichts Frankfurt nicht anzuschließen. Zwar gilt das Stichtagsprinzip nicht für die angewandte Bewertungsmethode. Ent-

scheidend ist dabei jedoch, und dies ist nach der Auffassung der Kammer der maßgebliche Gesichtspunkt, dass die Beteiligten bei der Einleitung des erfahrungsgemäß langdauernden Spruchverfahrens in der Lage sein müssen abzuschätzen, auf welcher Grundlage das Gericht seine Entscheidung treffen wird. Die Erfahrung zeigt, dass die konsequente Anwendung des IDW S 1 (2005) gegenüber dem IDW S 1 (2000) zu einer Reduzierung des Unternehmenswertes von rund 25 Prozent folgt. Eine Verzögerung eines Spruchverfahrens kann bei einer am Beginn möglicherweise erfolgreichen Beanstandung anhand der von dem sachverständigen Prüfer ermittelten relevanten Werte nach dem lange dauernden Verfahrens mit zwischenzeitlich Rechtsänderungen, Änderungen der Bewertungssystematik, neuer wissenschaftlicher Erkenntnisse dazu führen, dass durch einen im gerichtlichen Verfahren eingesetzten Sachverständigen, der diese neuen Erkenntnisse in Ansatz bringt, ein Unternehmenswert ermittelt wird, der deutlich niedriger ist, als der Wert, den der sachverständige Prüfer festgestellt hat. Daraus ergibt sich, dass eine Verzögerung des Verfahrens, wodurch sie auch immer verursacht worden ist, häufig zu nicht vorhersehbaren Ergebnissen führen kann. Es ist zwar zutreffend, dass der Unternehmenswert nicht exakt mathematisch berechnet werden kann und insoweit ein umfassender und relativ breiter Ermessensspielraum besteht. Es scheint jedoch nicht sachgerecht, die bereits insoweit bestehenden Unwägbarkeiten noch dadurch zu erhöhen, dass je nach Zeitablauf – auch noch andere Empfehlungen des IDW Anwendung finden. Soweit teilweise versucht wird, diese Problematik durch eine Differenzierung in „Methodenanpassungen“ einerseits und „Methodenverbesserungen“ andererseits dogmatisch in den Griff zu bekommen (vgl. dazu Paulsen in Münchener Kommentar zum Aktiengesetz § 305 Randnr. 94 ff) scheint dieses auch keine geeignete Methode, da es dann der Entscheidung bedarf, ob es sich bei der Anwendung des IDW S 1 (2005) im Vergleich zum IDW S 1 (2000) um eine Methodenanpassung oder um eine Methodenverbesserung handelt. Bekanntlich beruhen nicht alle Änderungen des IDW S 1 (2005) gegenüber dem IDW S 1 (2000) auf den notwendigen Anpassungen an das Halbeinkünfteverfahren. Vielmehr lag ein Schwerpunkt der Änderungen auch auf eine Berücksichtigung der Gesichtspunkte Thesaurierungen beim Bewertungsobjekt und die Anlage in Unternehmensanteilen als Alternativinvestition. Darüber hinaus ist zu beachten, dass dem in der Literatur und der Rechtsprechung ständig wiederholten Argument, dass in dem Standard IDW S 1 (2000) die Gesetzesänderung bezüglich des Halbeinkünfteverfahrens noch nicht berücksichtigt

wurde, entgegen zu treten ist. Aus dem Anhang des IDW S 1 (2000) folgt, dass in dieser Fassung des IDW S 1 dem Steuersenkungsgesetz, dem der Bundesrat am 14. Juli 2000 zugestimmt und mit dem das Halbeinkünfteverfahren ab dem 1. Januar 2001 eingeführt wurde, bereits Rechnung getragen wurde. Dies bedeutet wiederum, mit der Einführung des IDW S 1 (2005) ist nicht dem Halbeinkünfteverfahren Rechnung getragen worden sondern der Erkenntnis, dass die Unternehmenswerte zu hoch sein sollen und mit rund 25% niedriger angesetzt werden sollten. Diese Ansicht mag zutreffen oder nicht, führt aber dazu, dass sich die nachträgliche Anwendung des IDW S 1 (2005) auf Fälle deren Stichtag, vor der Bekanntgabe des IDW S 1 (2005) liegen, so dass auch der Vertragsprüfer diesen Standard nicht anwenden konnte, verbietet.

Vorliegend lag zum Bewertungsstichtag, der IDW S 1 in der Fassung vor, die vom Hauptfachausschuss des IDW am 28. Juni 2001 (IDW S 1 2000) verabschiedet worden war. Am 18. Oktober 2005 wurde der IDW S 1 2005 verabschiedet. Danach hat es bei dem Bewertungsstichtag gültigen Standard zu verbleiben.

c)

Die vom Sachverständigen vorgenommene Erweiterung des Planungszeitraumes und das Hinausschieben der Phase der sogenannten „ewigen Rente“ hält die Kammer aus Rechtsgründen nicht für zulässig.

Im Rahmen der Tatsachenfeststellungen zur Unternehmensbewertung in einem Spruchverfahren sind nach der ständigen Rechtsprechung die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen der Erträge durch ein Gericht nur eingeschränkt zu prüfen.

Planungen und Prognosen sind ureigenste unternehmerische Entscheidungen der Geschäftsführung und auf zutreffende Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Weiterhin dürfen sie nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls

nur vertretbare – Annahmen des Gerichts ersetzt werden (vgl. Landgericht Frankfurt a.a.O. Rdnr. 34; OLG Stuttgart – 20 W 9/8- Beschluss vom 13.03.2010; OLG Frankfurt/Main – 5 W 51/09 – Beschluss vom 22.12.2010).

d)

Zu korrigieren ist jedoch die von                    angesetzte Dividende nach persönlichen Steuern für den Zeitraum der ewigen Rente.

Wie der Sachverständige                    sowohl in seinem schriftlichen Gutachten als auch im Rahmen seiner Anhörung ausgeführt hat, ist es nicht nachvollziehbar, dass nach einer stetigen Erhöhung der Dividende bis zum 3. Planjahr nunmehr für den Zeitraum der ewigen Rente eine deutliche Reduzierung des erwarteten Ertrages vorgenommen wird. Es ist eine seit einigen Jahren zu beobachtende Besonderheit, dass in zahlreichen der Kammer bekannten Prüfergutachten für die Zeit der ewigen Rente stets mit mehr oder weniger ausführlichen Begründungen ein Rückgang der zu erwartenden Dividende angenommen wird. Dies gilt nicht nur in den der Kammer vorliegenden Verfahren, dies ergibt sich auch aus der Sammlung der im Internet veröffentlichten Gutachten anlässlich der Hauptversammlungen, die über die entsprechende Strukturmaßnahme zu entscheiden hat, die der Kammer in großer Zahl vorliegen. Auf welcher betriebswirtschaftlichen begründeten Erkenntnis diese ständige Praxis beruht, ist der Kammer nicht bekannt. Die hier in dem Gutachten von                    und                    für diesen Rückgang relativ kurz dargelegten Gründe sind nicht nachvollziehbar, worauf auch der Sachverständige deutlich hingewiesen hat. Daher ist nach einer Schätzung der Kammer, der Sachverständige nimmt noch einen deutlich höheren Wert an, zumindest der Wert des letzten Planjahres zu berücksichtigen.

e)

Wie der Sachverständige zutreffend ausgeführt hat, ergeben die zu kapitalisierenden Ergebnisse der gutachterlichen Stellungnahme von                    – mit der vorstehenden Maßgabe - unter Berücksichtigung der Sachverständigen festgestellten Kapitalisierungszinssatzes, dessen Herleitung er in seinem Gutachten ausführlich dargestellt hat und der von der Kammer übernommenen wird, den vorgenannten Unternehmenswert.

Die vom Sachverständigen verwendeten Kapitalisierungszinssätze sind im Ergebnis nicht zu beanstanden. Sie ermitteln sich aus dem Basiszinssatz und dem Risikozuschlag, dabei ergibt sich der Risikozuschlag wiederum aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und Betafaktor. Entsprechende Nettozinsen sind dann wiederum entsprechend den Grundsätzen des IDW S 1 2000 um die persönlichen Steuern (pauschaliert 35 %) zu reduzieren.

aa)

Der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern ist auf 5,245 % festzusetzen. Die Kammer hält es, wie sie auch bereits in der mündlichen Verhandlung zum Ausdruck gebracht hat, für sachgerecht, den Basiszinssatz entsprechend der ständigen Rechtsprechung nach der Zinsstrukturkurve zu ermitteln. Die Kammer vermag den von dem Vertragsprüfer ermittelten Basiszinssatz von 5,5 %, der auf der Grundlage des IDW S1 in der Fassung des Jahres 2000 ermittelt wurde, nicht als sachgerecht anzusehen. Es widerspricht auch nicht den vorstehenden Darlegungen zur Anwendung eines Standards, ergänzend neuere Erkenntnisse zu berücksichtigen, wenn längerfristig angelegte Entwicklungen plausibilisierend berücksichtigt werden. So kann, wie nunmehr in IDW S1 (2005) ausdrücklich ausgeführt wird, für die Festlegung des Basiszinssatzes zur Orientierung die aktuelle Zinsstrukturkurve herangezogen werden. Diese gibt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Soweit folgt die Kammer den diesbezüglichen Ausführungen des Sachverständigen in seinem schriftlichen Gutachten. Sie entspricht auch der ständigen Rechtsprechung der mit Spruchverfahren befassten Gerichte in den letzten Jahren.

Abzüglich der persönlichen Steuern errechnet sich ein Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 3,409 %.

bb)

Beim Risikozuschlag legt die Kammer, wie auch der Sachverständige, einen Wert zwischen 1,946 % und 2,383 % zugrunde.

Die vom Sachverständigen verwendete Marktrisikoprämie vor Steuern von 4 % ist von ihm ausführlich begründet und überzeugend abgeleitet worden. Es wird klargestellt, dass die notwendige Ermittlung des Referenzzeitraumes natürlich zu nicht ganz unerheblichen Schwankungen führt. Berücksichtigt man nunmehr noch den Betafaktor, den der Sachverständige ebenfalls ausführlich abgeleitet hat, mit 0,75 bis 0,92, ergibt sich ein Risikozuschlag vor persönlichen Steuern von 2,994 bis 3,666 % und nach den persönlichen Steuern von 1,946 bis 2,383 %. Ein derartiger Risikozuschlag ist auch in dieser Höhe für das gesamte Risiko im Zusammenhang mit dem von der Stinnes AG betriebenen Geschäft nicht zu hoch. Auch die Gerichte, die teilweise eine pauschale Zuschlagmethode verwenden, berücksichtigen einen Risikozuschlag in dieser Größenordnung (vgl. OLG München AG 2008, 231). Daher kommt es vorliegend auch nicht entscheidungserheblich darauf an, ob die vielzitierten Studien von Stehle eine Marktrisikoprämie nun richtig ableiten, ob das arithmetische oder das geometrische Mittel anzuwenden ist oder anhand der Kritik in den wissenschaftlichen Studien, die auch zum Inhalt der Akte gemacht wurden oder auf den Fachkongressen (IACVA am 1. Juni 2011 in Frankfurt) diskutiert wurden, neue Ansätze zur Bestimmung der Marktrisikoprämie gefunden werden müssen. Es kann im Übrigen nicht die Aufgabe der Rechtsprechung sein, diesen auf hohem Niveau geführten betriebswirtschaftlichen Meinungsstreit zu entscheiden. Die Rechtsprechung kann nur überprüfen, ob ein Parameter – im Ergebnis – nachvollziehbar ist und in der Größenordnung den üblichen Ansätzen entspricht, wenn es – wie vorliegend – keinen Grund gibt, von den gängigen Größen deutlich abzuweichen.

Die von dem Sachverständigen dargestellte Grenze des Risikozuschlages beruht jedoch auf der von ihm vorgenommenen Verlängerung des Planungszeitraumes. Verkürzt man diesen – wie erfolgt – ist auch für die Zeit der ewigen Rente die Annahme eines Risikozuschlages nach persönlichen Steuern von 2% sachgerecht.

cc)

Auf der Grundlage der Ausführungen des Sachverständigen hält das Gericht einen Wachstumsabschlag von mindestens 1,2 % für die Bemessung der ewigen Rente für geboten. Es ist zu berücksichtigen, dass nach empirischen Studien, die auch seitens

der Antragsgegnerinnen zitiert worden sind, Unternehmensgewinne im Zeitraum vom 1971 bis 1994 lediglich um 1,7 % gestiegen sind. Andererseits ist aber auch davon auszugehen, dass jedes Unternehmen in einem gewissen Umfang die Inflationsrate ausgleichen kann. Diese betrug im März 2003 in der Bundesrepublik Deutschland zwar nur rund 1,03 %. Es ist weiterhin zu berücksichtigen, dass der Sachverständige aus den von ihm dargelegten Gründen von einem ganz erheblichen Wachstum der Stinnes AG in den zukünftigen Jahren ausging, so dass mit dem von ihm angenommenen Wachstumsabschlag von 1 %, der üblicherweise als Standard angesetzt wird, den Besonderheiten der Gesellschaft nicht Rechnung getragen wurde. Es muss auch berücksichtigt werden, dass der Wachstumsabschlag umso höher ist, je mehr das Unternehmen in der Lage ist, einer Geldentwertung entgegenzuwirken. Wenn man die Potenziale berücksichtigt, die das Unternehmen hat, insbesondere das deutliche Wachstumspotential der Logistikbranche, muss man davon ausgehen, dass die Stinnes AG nicht nur in der Lage war, die Geldentwertung aufzufangen sondern ihr vielmehr sogar ganz erheblich aufgrund des Wachstumspotenzials entgegen zu wirken (vgl. dazu OLG Düsseldorf – 26 W 6/06 AktE- Beschluss vom 28.01.2008).

f)

Somit ergibt sich danach folgende Berechnung:

	2003e	2004e	2005e	2006e ff
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT) nach Minderheiten				
Gewerbsteuer				
Körperschaftsteuer				
Ausländische Unternehmensteuer				
<b>Ergebnis nach Unternehmensteuern</b>				
Veränderungen des handelsrechtlichen Verlustvortrags				
Thesaurierung / Auflösung Gewinnrücklagen				
<b>Brutto-Ausschüttung</b>				
- Einkommensteuer				
+ Wertbeitrag aus Thesaurierung				
- Thesaurierung zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums				
<b>Zu kapitalisierendes Ergebnis</b>	190.000	204.900	222.900	222.900
Wachstumsabschlag <span style="float: right;">1,20%</span>				
Kapitalisierungszinssatz	5,36%	5,39%	5,41%	4,21%
Tage <span style="float: right;">499</span>	499			
Barwertfaktor	0,931	0,884	0,838	19,895
Barwerte	176.920	181.033	186.824	4.434.703
<b>Ertragswert zum 17. Februar 2003</b>	<b>4.979.480</b>			

Zu diesem nach der Ertragsfirmenwertmethode ermittelte Unternehmenswert ist das sogenannte nicht betriebsnotwendige Vermögen hinzuzurechnen.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen ist im Rahmen einer Unternehmensbewertung anders zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden können, ohne das davon der eigentliche Unternehmenswert berührt wird.

Für die Zuordnung eines Vermögensgegenstandes zum sogenannten nicht betriebsnotwendigen Vermögen ist es unerheblich, ob tatsächlich die Veräußerung geplant ist. Jedoch muss es möglich sein, diese Positionen zu veräußern. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen wird dabei grundsätzlich mit dem Liquidationswert, also den zu erwartenden Verkaufserlösen bewertet. Liquidationskosten sind demgegenüber abzusetzen. Der Sachverständige hat das nicht betriebsnotwendige Ver-

mögen der Stinnes AG bezüglich ihrer Immobilien untersucht und bewertet. Die Kammer sieht keine Veranlassung, von dieser Beurteilung abzuweichen. Daraus ergibt sich ein dem Ertragswert hinzuzurechnendes betriebsnotwendiges Vermögen in Höhe von 115 Mio. EUR.

Jedoch ergibt sich aus der Anhörung des Sachverständigen, dass bereits in der Aufsichtsratssitzung vom 13.12.2002 die Bereiche Brenntak und Interfer-Stahl zur Disposition gestellt worden sind. Aus den im Schriftsatz der Antragsgegnerinnen vom 02.12.2011 nebst den dazugehörigen Anlagen ergibt sich, dass bereits in einem Vorstandbeschluss der [redacted] vom 25.06.2002 die Absicht bekundet wurde, im Rahmen der Fokussierung auf das Kerngeschäft sich zu einem geeigneten Zeitpunkt von den Geschäftsbereichen Chemie und Werkstoffe zu trennen. Aus diesem Grunde wurde auch der Präambel der am 03.07.2002 zwischen der E.ON AG, der Stinnes AG und der [redacted] über den Erwerb des Stinnes-Paketes geschlossenen Vereinbarung der Hinweis aufgenommen, dass der Käufer beabsichtigt, sich zu einem geeigneten Zeitpunkt von den Aktivitäten Chemie und Werkstoffe zu trennen. Die Absicht des Vorstandes der [redacted] wurde auch so gegenüber dem Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen kommuniziert, nämlich dass die Erlöse aus der Veräußerung der Geschäftsbereiche Chemie und Werkstoffe von der [redacted] zur Schuldentilgung eingesetzt werden sollen. In den Angebotsunterlagen der Antragsgegnerin zu 1) an die Aktionäre der Stinnes AG heißt insoweit: „Die Geschäftsbereiche Chemie und Werkstoffe von Stinnes zählen nicht zu den Kernaktivitäten der [redacted]“. Nach dem gegenwärtigen Konzept der [redacted] sollte sich Stinnes daher zu einem geeigneten Zeitpunkt von diesen Aktivitäten trennen. Das wurde dann auch mit dem Vorstand der Stinnes AG in einer Stellungnahme vom 20.08.2002 kommuniziert. Nach den nunmehr vorgelegten Unterlagen begann bereits Anfang Dezember 2002 die Suche nach entsprechenden Käufern.

Aus diesem Grunde ist es gerechtfertigt, diese beiden Teilbereiche - auch wenn die tatsächliche Veräußerung erst nach dem Stichtag wirksam wurde - dem sogenannten nicht betriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet.

Dies bedeutet aber, dass diese beiden Teilbereiche lediglich mit dem Verkaufspreis von 1,4 Mrd. EUR in Ansatz gebracht werden dürfen. In dem vom Sachverständigen ermittelten Ertragswert sind sie nach den Ausführungen des Sachverständigen noch mit rund 2,1 Mrd. EUR enthalten. Der vom Sachverständigen ermittelte Wert unterscheidet sich von dem seitens der Kammer berechnete Wert um weniger als 3%, so dass es gerechtfertigt ist, im Rahmen einer Schätzung und der Erkenntnis, dass es den mathematisch exakten Unternehmenswert nicht gibt, insoweit, trotz der geringfügigen Korrekturen durch das Gericht, von den Feststellungen des Sachverständigen auszugehen. Dies bedeutet, es ist eine Reduzierung von 700.000.000,-- EUR durchzuführen.

g)

Daraus ergibt sich nunmehr tatsächlich folgende Berechnung:

<b>Überleitung zum Wert pro Aktie</b>		<b>abzügl. 700 Mio €</b>
Ertragswert	4.979.480 TEUR	4.279.480 TEUR
NBV	115.000 TEUR	115.000 TEUR
Synergien	0 TEUR	0 TEUR
Unternehmenswert	TEUR	4.394.480 TEUR
Anzahl Aktien		76.069.810
Wert pro Aktie		<b>57,77</b>

Der Dividendenanspruch für das Jahr 2002 ist nicht hinzuzufügen, da ein entsprechender Zuschuss durch den Beschluss der Hauptversammlung nur für den Fall gewährt wurde, dass die Eintragung bis zum 31. Dezember 2002 erfolgt. Weiterhin geht die

Beschlussfassung davon aus, dass die Barabfindung lediglich 39,85 EUR je Aktie beträgt. Aus der vorstehenden Berechnung ergibt sich aber, dass aufgrund der gerichtlichen Einschätzung die Barabfindung je Aktie deutlich anzuheben ist.

3.

Zinsen sind nicht zuzusprechen (vgl. dazu OLG Düsseldorf – I-26 W 6/07 (AktE) – Beschluss vom 25.11.2009).

4.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 18 a Abs. FGG in der bis zum 31. August 2003 geltenden Fassung. Das Spruchgesetz ist vorliegend nicht anzuwenden, da der erste Antrag für das Verfahren vor dem 31. August 2003 bei dem Landgericht Düsseldorf eingegangen ist. Es entspricht bis zur Einführung des Spruchgesetzes der Billigkeit, Antragsgegnern auch die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und die Berechnung der Kosten für den Vertreter der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus der Anzahl der außenstehenden Aktien (220.477) multipliziert mit dem Erhöhungsbetrag (5,77 EUR).