**Geschäftsnummer:**
32 AktE 2/06 KfH

30.Januar 2009

# Landgericht Stuttgart

## 32. Kammer für Handelssachen

# Beschluss

In dem Rechtsstreit

**gegen**

**wegen** Antrag gem. §§ 327 f ff. AktG

hat die 32. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart unter Mitwirkung von

Vors. Richter am Landgericht

Handelsrichter

Handelsrichter

**beschlossen:**

1. Die Anträge der Antragsteller 1 bis 36 und des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre werden

zurückgewiesen.

2. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten. Im Übrigen tragen die Antragsteller 1 bis 36 und die Antragsgegnerin ihre außergerichtlichen Kosten selbst. Die Antragsgegnerin trägt die Auslagen und die Vergütung des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre.

3. Der Geschäftswert wird auf 200.000,-- Euro festgesetzt.

## Gründe:

I.

Die Antragsteller verlangen im Spruchverfahren die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung wegen ihres Ausschlusses als Minderheitsaktionäre der Walter AG, Tübingen, durch Übernahme ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin, als Mehrheitsaktionärin (§ 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die Walter AG ist im Handelsregister Tübingen (HRB L 94) eingetragen. In den Konzernabschluss der Walter AG als oberstes Mutterunternehmen sind 25 Tochterunternehmen einbezogen (hiervon 14 Unternehmen in Europa, zwei in Nordamerika, eines in Südamerika, sechs in Asien und zwei in Australien/Neuseeland). Der Konzern der Walter AG ist auf dem Markt für Hartmetallwerkzeuge tätig, wobei zwischen den Geschäftsbereichen Hartmetallwerkzeuge („Werkzeuge") und Werkzeugverwaltung Software („Software") unterschieden wird. Der frühere Geschäftsbereich Maschinenbau wurde zum 31.08.2004 an die Körber Schleifring GmbH, Hamburg, veräußert.

Das Grundkapital der Walter AG beträgt 12.782.297,03 Euro und ist in 5 Mio. Inhaberaktien eingeteilt. Hiervon hält die Antragsgegnerin als Mehrheitsaktionärin 4.571.828 Aktien und die Walter AG als eigene Anteile 259.423 Aktien. 168.749 Aktien gehören freien Aktionären. Die Aktien wurden im amtlichen Handel an den Börsen in Frankfurt und Stuttgart, im Freiverkehr an den Börsen in Berlin/Bremen, Düsseldorf/München sowie auf XETRA gehandelt.

Durch Beschluss der ordentlichen Hauptverhandlung der Walter AG vom 15.06.2005 wurden die Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin, die Antragsgegnerin, übertragen gegen eine Abfindung in Höhe von 75,50 Euro je Aktie der Walter AG. Grundlage der Barabfindung war eine von der

im Auftrag der Antragsgegnerin durchgeführte Unternehmensbewertung vom 18.04.2005, die Eingang in den Bericht für die Hauptversammlung fand. Die

erstellte am 26.04.2005 aufgrund eines Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 02.02.2005 den Prüfungsbericht.

Der Übertragungsbeschluss wurde am 22.12.2005 ins Handelsregister eingetragen und am 26.01.2006 im Bundesanzeiger bekannt gemacht.

Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs in den drei Monaten vor der Hauptversammlung (15.06.2006) betrug 70,22 Euro und in den drei Monaten vor der Ad-hoc-Mitteilung (23.12.2004) 45,02 Euro.

Die Antragsteller tragen vor, der Ausgleich in Höhe von 75,50 Euro je Aktie sei unangemessen niedrig. Sowohl der Bewertungsgutachter als auch der Prüfgutachter hätten eine zu konservative Unternehmensplanung ihrer Bewertung zugrunde gelegt, ohne hinreichende Berücksichtigung der Unternehmenschancen in der exportstarken Werkzeugmaschinenbaubranche. Unklar sei bei dem Bewertungsgutachten die Berücksichtigung der Marke und der Patente sowie, welche Vergangenheitsbereinigungen durchgeführt wurden. Ebenso fehle eine nachvollziehbare Vergangenheitsanalyse. Auch sei unverständlich, dass bei den geplanten stark ansteigenden Umsatzerlösen (Phase 1 in den Jahren 2005 bis 2008) der prozentuale Anteil des EBIT abfalle. Auch der Anstieg der Materialkostenquote passe nicht zur allgemeinen Entwicklung der Walter AG für immer höherwertige Werkzeuge. Ebenso sei die Vertriebs- und Verwaltungskostenquote in der

Planung zu hoch angesetzt. Nicht nachvollziehbar seien die geplanten Investitionen und die Abschreibungen sowie die Finanzausstattung. Zudem seien die zugrunde gelegten Bewertungsmethoden nicht korrekt, insbesondere hätte nicht auf die Ermittlung des Liquidationswertes der AG verzichtet werden dürfen. Ebenso wenig sei der Grundsatz der Vollausschüttung berücksichtigt worden. Die Unternehmensrisiken seien zudem zu Lasten der Minderheitsaktionäre doppelt, sowohl im Risikozuschlag (ewige Rente) als auch im Detail - Planungszeitraum berücksichtigt worden. Der Zeitabschnitt der Jahre 2002 bis 2004 für die Vergangenheitsanalyse sei willkürlich, unrepräsentativ und zu kurz, denn Schwankungszyklen im Geschäftsbereich der Walter AG erstreckten sich typischerweise über Zeiträume von zehn Jahren. Das Körperschaftssteuerguthaben hätte nicht als Barwert bewertet werden dürfen.
Die Ertragslage bei den Tochtergesellschaften sei nicht nachvollziehbar dargestellt worden und es fehle eine eigenständige Bewertung der Töchter. Auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei nicht richtig bewertet worden. Gleiches gelte für das Sondervermögen im Hinblick auf eine nicht betriebsnotwendige Liquidität von 10 Mio. Euro. Im Übrigen rügen die Antragsteller die Anwendung eines zu hohen typisierten Steuersatzes bei Zugrundelegung eines zu hohen Basiszinssatzes mit 5 %, einer zu hohen Marktrisikoprämie mit 5,5 %, eines zu hohen Beta-Faktors mit 0,66 sowie eines zu geringen Wachstumsabschlags von 1 %.

Im Übrigen wird auf den Inhalt sämtlicher Schriftsätze aller Antragsteller verwiesen.

Die Antragsgegnerin ist der Ansicht, dass die Unternehmensbewertung und die Barabwendung zutreffend ermittelt worden seien.

Die Berichtsprüfer, erläuterten am 22.01.2008 vor der Kammer ihren Prüfbericht mündlich sowie ergänzend in einer schriftlichen Stellungnahme vom 10.03.2008 (Seite 481 bis 552 d.A.). Auf das Anhörungsprotokoll und die ergänzende Stellungnahme wird Bezug genommen.

II.

Die Anträge sind zulässig.

Die Antragsteller haben ihre Anträge innerhalb der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 Spruchverfahrensgesetz eingereicht, mit konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation hinreichend begründet (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 Spruchverfahrensgesetz) und ihre Antragsberechtigung nachgewiesen (§ 3 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Spruchverfahrensgesetz).

Die Anträge sind in der Sache jedoch nicht begründet.

Die Höhe der Barabfindung, wie sie im Übertragungsbeschluss der Walter AG vom 15.06.2005 mit 75,50 Euro je Aktie der Walter AG festgelegt worden ist, entspricht nach Überzeugung der Kammer den Verhältnissen dieser Gesellschaft, insbesondere dem vollen Wert des Unternehmens unter Berücksichtigung seiner künftigen Ertragsaussichten bei Beachtung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) vom 15.06.2003 (§ 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG). Angemessen ist danach eine Barabfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung verschafft im Hinblick auf den Wert seiner Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen. Zu ermitteln ist der sogenannte Grenzpreis, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

Insbesondere aufgrund der im Termin vom 22.01.2008 vor der Kammer erfolgten überzeugenden mündlichen ergänzenden Erläuterungen der sachverständigen Prüfer

i.V.m.

ihren schriftlichen ergänzenden Darlegungen vom 10.03.2008 (Bl. 482 bis 500 und 52 d.A.) steht für das Gericht fest, dass die Unternehmensbewertung der

vom 18.04.2005, die Grundlage für die im Übertragungsbeschluss festgesetzte Höhe der Barabfindung war, unter Anwendung richtiger Bewertungsmethoden den Wert der Walter AG und damit den Beteiligungswert der ausgeschiedenen Antragsteller als Aktionäre auch unter Beachtung des Börsenkurses der Aktien der Walter AG korrekt ermittelt hatte.

Sowohl vom Bewertungsgutachter als auch von den sachverständigen Prüfern wurde der Ermittlung des Unternehmenswerts die Ertragswertmethode zugrunde gelegt. Dies entspricht der Praxis der Gerichte, wonach sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens richtet, ergänzt durch eine besondere Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit

dem Liquidationswert anzusetzen ist. Der Ertragswert eines Unternehmens ist danach der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolg abgeleitet werden, gewonnen wird. Bei der Bewertung des Unternehmens ist jedoch zu beachten, dass kein mathematisch exakter oder „wahrer" Wert zum Stichtag festgestellt werden kann. Vielmehr handelt es sich bei den in die Zukunft gerichteten Planrechnungen des Unternehmens um Zukunftsprognosen, die zwangsläufig unsicher sind. Deshalb sind bei der Erstellung von Planungsrechnungen regelmäßig zum Teil erhebliche Spielräume gegeben, die zu Bandbreiten möglicher Planungsansätze führen. Aussagen über unternehmerische Planungsrechnungen können daher nicht in die Kategorien von „richtig" oder „falsch" eingeordnet werden, sondern nur in die Kategorien „plausibel" oder „nicht plausibel". „Plausibel" ist eine Planungsrechnung jedoch dann, wenn sie ein in sich schlüssiges, widerspruchsfreies Rechenwerk darstellt und die zugrunde gelegten Planungsprämissen innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegen. Das Gericht hat sodann unter Beachtung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (OLG Stuttgart ZIP 2004, 712 ff.).

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswerts der Walter AG im Rahmen der vom Gericht vorzunehmenden Tatsachenfeststellung muss grundsätzlich die von dem Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose ihrer Zukunftserträge sein, die jedoch nur eingeschränkt überprüfbar ist. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist nämlich in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen müssen auf zutreffenden Informationen beruhen und sind auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung auf einer solchen Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden.

Die mündliche Anhörung der sachverständigen Prüfer durch die Kammer und deren ergänzende Ausführungen vom 10.03.2008 ergaben, dass das Bewertungsgutachten den Unternehmenswert zum 15.06.2005 (Stichtag) in Höhe von 357.379.000,-- Euro korrekt anhand betriebswirtschaftlich anerkannter Methoden ermittelt hat, wobei Grundlage die Planungsrechnungen des Unternehmens waren, die ihrerseits auf Prämissen

beruhten, die innerhalb angemessener Bandbreiten lagen. Eine Tendenz zu unangemessen niedrigen Planansätzen zu Lasten der Antragsteller war nicht zu erkennen. Deshalb bedurfte die Unternehmensbewertung der Walter AG vorliegend keiner ergänzenden Begutachtung durch einen gerichtlichen Sachverständigen.

Dies ergibt sich im Einzelnen aus folgenden Erwägungen:

a) Der Bewertungsgutachter hat zu Recht der Unternehmensbewertung das in Literatur und Rechtsprechung herrschende Ertragswertverfahren zugrunde gelegt (BVerfGE 100, 289 ff.). Ein Methodenfehler durch Verzicht auf die Ermittlung des sogenannten Liquidationswertes der Walter AG liegt nicht vor. Der Sachverständige hat überzeugend bei seiner mündlichen Anhörung darauf hingewiesen, dass nach allgemeinen Unternehmensbewertungsgrundsätzen, so wie sie insbesondere im IDW S 1 2005 unter Ziff. 7.4. (Ermittlung von Liquidationswerten) niedergelegt worden sind, der Liquidationswert eines Unternehmens dann zu ermitteln ist, wenn der Barwert der Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei der Annahme der Unternehmensfortführung überschreitet. Anhaltspunkte hierfür lagen jedoch nicht vor. So bestand zum einen seitens der Unternehmensführung keine Absicht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren. Dazuhin war der Ertragswert mit einer Marge von ca. 14 % sehr positiv. Von einer schlechten Ergebnislage, die Indiz und Anlass für eine Unternehmensbewertung auch nach den Grundsätzen der Liquidation hätte geben können, kann daher vorliegend keine Rede sein.

   Ein Bewertungsfehler ist auch nicht darin erkennbar, dass bei der Unternehmensbewertung der Grundsatz der Vollausschüttung nicht beachtet worden sei. Vorliegend wurden der Unternehmensbewertung zu Recht die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 vom 18.10.2005 zugrunde gelegt, die eine Abkehr von der sogenannten Vollausschüttungsannahme vorsehen. Grundsätzlich sind die Regeln des IDW S 1 n.F. auch auf Bewertungsstichtage vor ihrer Einführung anzuwenden, wobei dies nach Überzeugung der Kammer im besonderen Maße dann gilt, wenn, wie hier der Fall, eine zeitliche Nähe des Stichtags zum Einführungszeitpunkt des IDW S 1 n.F. gegeben ist (Stichtag hier: 15.06.2005, Einführungszeitpunkt des IDW S 1 n.F.: 18.10.2005). Dazuhin ist eine gesonderte Berücksichtigung von Eigenkapitalpositionen als Sonderwert nicht sachgerecht, da diese keinen eigenständig verwertbaren Vermögensgegensand darstellen. Dazuhin

wurde vorliegend als nicht betriebsnotwendiges Vermögen bzw. als Sonderwert eine freie Liquidität in Höhe von 10 Mio. Euro, die aus der Veräußerung des ehemaligen Geschäftsbereichs „Maschinenbau" am 31.08.2004 erlöst wurden, einkommensteuerfrei dem Unternehmenswert zugeschlagen.

Ein Verstoß gegen das Stichtagsprinzip ist vorliegend ebenfalls nicht gegeben. Bewertungsstichtag war der 15.06.2005. Der Ertragswert zum sogenannten technischen Stichtag 01.01.2005 wurde aufgezinst. Dies entspricht anerkannten Bewertungsmethoden. Zudem legten die Vertragsprüfer überzeugend dar, dass sie für die Zeit zwischen Abgabe ihres Prüfungsberichts, dem 26.04.2005, und dem Tag der Hauptversammlung (15.06.2005) eine Nachschau durchgeführt hatten zur Feststellung, ob Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft vorlagen, die eine Anpassung der gewährten Barabfindung gefordert hätten. Zu diesem Zweck haben sich die Vertragsprüfer durch den Vorstand und leitende Angestellte der Gesellschaft die weitere wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens zeitnah darlegen lassen. Danach ergaben sich jedoch keinerlei Anhaltspunkte, die eine Änderung der Bewertung erforderlich gemacht hätten.

b) Vergangenheitsbereinigung

Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wird die erwiesene Ertragskraft eines Unternehmens gewürdigt. Dabei werden die bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens analysiert. Dies schafft die Voraussetzungen für die Schätzung zukünftiger Entwicklungen und die Vornahme von Plausibilitätsbeurteilungen. Zielsetzung der Bereinigungen der Vergangenheit in der Erfolgsrechnung ist die Ermittlung von vergleichbaren, dem normalen Geschäftsverlauf entsprechender Ergebnisse als Ausgangsbasis für die Ermittlung der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft. Dabei werden in der Vergangenheit gegebene, aber in der Zukunft nicht mehr oder nur verändert wirkende Einflüsse angepasst.
Im Hinblick auf die Entwicklung des Anlagevermögens in den Jahren 2002 bis 2004 bestanden jedoch, so die überzeugenden Darlegungen der sachverständigen Zeugen, keine Notwendigkeit zur Bereinigung in der Vergangenheitsanalyse, denn die Investitionstätigkeit in der Vergangenheit stellt einen Teil der operativen Geschäftstätigkeit dar. Die in den Zukunftserwartungen bis 2008 (Detailplanungszeitraum)

stark steigenden Umsatzerlöse machten es vielmehr erforderlich, auch die entsprechenden Produktionskapazitäten zu erhalten und zu erweitern. Dies schlägt sich gerade in den gestiegenen Investitionen - insbesondere im Jahr 2005 mit den höchsten Investitionen des Planungszeitraums in Höhe von 27.806.000,-- Euro - nieder. Gleiches gilt im Hinblick auf die geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden, denn in der Vergangenheitsanalyse wurde die geänderte Vorratsbewertung bereinigt und nach den Darlegungen der Vertragsprüfer bestanden keine weiteren Vorgaben der Hauptaktionärin noch wurden ihnen Umstände bekannt, dass der Einzelabschluss oder der Konzernabschluss der Walter AG von den Vorschriften des HGB abweicht.

Auch hinsichtlich angestiegener Rückstellungen im Zusammenhang mit einem neuen Logistikzentrum erklärten die sachverständigen Prüfer überzeugend, dass diese Rückstellung für ein verändertes Logistikzentrum für das Europäische Absatzgebiet im Jahresabschluss 2004 insbesondere Kosten für Personalfreisetzung abdeckte. Diese sind damit Folge des geänderten Logistikkonzepts der AG. Die Rückstellungen wurden im Jahresabschluss uneingeschränkt testiert. Dieses Europäische Logistikzentrum soll zur Serviceverbesserung beitragen und ist damit in der Unternehmensplanung wegen der Schaffung weiterer Umsätze mit enthalten. Entsprechend sind auch die Personlaufwendungen ab 2005 vermindert worden. Deshalb ist es nachvollziehbar und plausibel, dass die Verwaltungs- und Vertriebskosten in der Planung gegenüber der Vergangenheit im Verhältnis zum Umsatz rückläufig sind (in 2002 von 38,9 % bis 2008 ff. auf 33,2 %).

Soweit ein Antragsteller monierte, dass hinsichtlich Pensionsrückstellungen dem Bewertungsbericht nicht zu entnehmen sei, dass hier eine Anpassung an die tatsächlichen Verhältnisse stattgefunden habe, führten die sachverständigen Prüfer bei ihrer ergänzenden schriftlichen Stellungnahme überzeugend aus, dass sich diese Aussage des Bewertungssachverständigen nicht auf Pensionsrückstellungen sondern auf eine Anpassung bei der Ermittlung der Altersteilzeitverpflichtungen im Konzernabschluss 2003 beziehe. Zuführungen im Segment „Werkzeugbau" seien jedoch in der Vergangenheit bereinigt worden und im neutralen Ergebnis ausgewiesen. Deshalb liegt eine hinreichende Vergangenheitsbereinigung für die Plausibilisierung der Planung des Unternehmens vor.

Auch der Verkauf der Maschinensparte der Walter AG im Sommer 2004 bewirkt nach den überzeugenden Darlegungen des sachverständigen Prüfers nur eine geringfügige Rolle infolge einer Kostenersparnis im Rahmen der Planungsphase, denn es sei damit zu rechnen, dass die Fixkosten nicht im gleichen Maße wie die weggefallenen Erlöse aus dem Maschinenbaubereich abgebaut werden können, was insgesamt zu einer relativen Zunahme der Verwaltungskosten zum Gesamtumsatz führe. Im übrigen ist, wie oben schon dargelegt, ein Teilveräußerungserlös in Höhe von 10 Mio. Euro als Sonderwert dem Ertragswert hinzugerechnet worden. Anhaltspunkte für Planungsfehler in diesem Zusammenhang bestehen für das Gericht deshalb nicht.

Im Übrigen legen die sachverständigen Prüfer glaubhaft dar, dass nach den ihnen erteilten Auskünften der Unternehmensleitung keine weiteren Projekte unter Einschaltung externer Unternehmensberatungsgesellschaften zur Verbesserung der Kostenstruktur existieren. Ebenso liegt eine hinreichende Planungstreue vor, denn eine Analyse der Plan-/Istabweichungen für die Jahre 2003 und 2004 ergibt im Bereich Umsatzplanung des Konzerns (Segment „Werkzeuge“) in 2004 eine Planüberschreitung von knapp 6 % und in 2003 eine Unterdeckung von ca. 1,3 %. Das Konzern EBIT (Segment“ Werkzeuge“) ergibt im Jahr 2004 eine Planunterschreitung von rund 2 % und im Jahr 2003 eine Planunterschreitung von rund 7,8 %.

Weiterhin legen die sachverständigen Prüfer nachvollziehbar dar, dass im Rahmen der Finanzbedarfsrechnung Rationalisierungs- und Erweiterungsinvestitionen hinreichend berücksichtigt worden sind. Insbesondere wird dargelegt, dass die im Planungszeitraum bis 2008 (Detailplanungszeitraum) stark steigenden Umsatzerlöse es erforderlich machten, auch die entsprechenden Produktionskapazitäten zu erhalten und zu erweitern. Dies schlug sich in gestiegenen Investitionen, vor allem, wie oben dargelegt, im Jahr 2005 nieder. Ein Zusammenhang zwischen Investitionen einerseits und Umsatzwachstum/Output-Ausweitung andererseits ist danach gegeben. Ebenso legten die sachverständigen Prüfer für die Kammer überzeugend dar, dass in der Planungsphase Wahlrechte stetig entsprechend der bisherigen Bilanzierungspolitik ausgeübt worden sind und diese den geprüften Konzernabschlüssen der Walter AG (Geschäftsberichte) zu entnehmen sind. Weiterhin legen die sachverständigen Zeugen dar, dass die periodenspezifischen Verschuldungsgrade aus den Verhältnis „Marktwert Fremdkapital“ zu „Summe aus Marktwert des Eigenkapitals und

des Marktwerts Fremdkapital" dargestellt wurden. Eigene Nachrechnungen der sachverständigen Prüfer ergaben insoweit die rechnerische Richtigkeit.

c) Planung der künftigen Überschüsse

Der sachverständige Prüfer legte bei seiner mündlichen Anhörung am 22.01.2008 überzeugend dar, dass insbesondere das bilanzielle Vorsichtsprinzip bei der Abarbeitung der finanziellen Überschüsse bei der Unternehmensplanung und Unternehmensbewertung keine Rolle gespielt habe. Die Planung basiert danach insgesamt auf abgestimmten Annahmen und Prämissen unter Berücksichtigung der Entwicklung gesamtwirtschaftlicher und branchenspezifischer Rahmendaten. Insbesondere belegten die sachverständigen Zeugen überzeugend, dass die Unternehmenschancen in angemessener Weise Eingang in die Unternehmensplanung der Walter AG gefunden hatten. So werden in der Detailplanungsphase 2005 bis 2008 durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von rund 9,4 % p.a. angesetzt. Diese Wachstumsraten überschreiten deutlich die von verschiedenen Branchenstudien erwarteten Wachstumsraten für Schneidewerkzeuge bis 2009. Die Prüfer wiesen hier auf eine Markt- und Branchenstudie Frost and Sullivan vom 02.01.2004 hin, die bereits als Prüfungsunterlage sowohl im Prüfbericht der

vom 26.04.2005 (Seite 3) wie auch in der gutachterlichen Stellungnahme der

vom 18.04.2005 (Seite 14) genannt wurde. Diese Studie steht deshalb in einem engen zeitlichen Zusammenhang zum Bewertungsstichtag und kann deshalb nach Überzeugung des Gerichts durchaus als Vergleichsbasis der Wachstumsraten der Geschäftsfelder, in der auch die Walter AG tätig ist, herangezogen werden. Insgesamt, so die sachverständigen Prüfer überzeugend , war die Planung des Unternehmens im Hinblick auf die Steigerung der Erträge ambitioniert. Dies geht insbesondere auch aus einer Verdoppelung des sogenannte EBIT in Höhe von 20.704.000,-- Euro in 2002 bis auf 42.585.000,-- Euro in 2008 hervor, wobei dieses Jahr auch die Basis für den Zeitraum der ewigen Rente bildet. Insbesondere wird diese Einschätzung der Prüfer auch dadurch gestützt, dass die Planung von einem Wachstum im Werkzeugbereich im asiatischen Raum in der Detailplanungsphase von rund 18,6 % p.a. ausging und ein Umsatzwachstum für den Werkzeugbereich in Osteuropa von rund 9,8 % p.a. zugrunde legte. An dieser Einschätzung ändert auch der Umstand nichts, dass bei stark ansteigenden Umsatzerlösen im Detailplanungszeitraum der prozentuale Anteil des sogenannten EBIT am Umsatz leicht abfällt (von

15 % in 2005 auf 14 % in 2008). Die sachverständigen Prüfer wiesen hier klar darauf hin, dass diese Entwicklung Folge der Wachstumsstrategie des Unternehmens ist. Ein Rückgang der EBIT-Marge bei einem Umsatzwachstum (hier im Detail-Planungszeitraum von jährlich ca. 9,4 % p.a.) ist deshalb plausibel, da davon ausgegangen werden muss, dass diese unterstellten Marktgewinne mit sinkenden Margen „erkauft" werden müssen (sogenannter Verdrängungswettbewerb). Im asiatischen Raum war noch ein stärkeres Wachstum geplant (2005 bis 2008 in Höhe von rund 18,6 % p.a.). In diesen aufstrebenden Märkten, die durch einen noch stärkeren Wettbewerb und ein geringeres Preisniveau gekennzeichnet sind, lassen sich deshalb aller Voraussicht nach nicht die gleichen Margen wie in den etablierten Märkten erzielen, so dass das in dieser Region geplante überproportionale Wachstum zu einer weiteren Verminderung der konzerndurchschnittlichen EBIT-Margen im Zeitablauf beitrage. Darüber hinaus ist, so die sachverständigen Prüfer überzeugend, zu berücksichtigen, dass auf der Grundlage der Vergangenheitserfahrungen zu Recht mit weiter steigenden Rohstoffkosten und Energiepreisen geplant worden ist, die nicht vollständig am Markt weitergegeben werden können.

Die Planung der Walter AG leidet auch nicht unter einer unzureichenden Vergangenheitsanalyse aufgrund eines zu kurzen Zeitraums (hier die drei Jahre 2002 bis 2004). Die sachverständigen Prüfer legten dar, dass die Heranziehung von nur drei Jahren für die Vergangenheitsanalyse berufsüblich und im vorliegenden Fall auch durchaus ausreichend war. Ein Zeitraum von z.B. zehn Jahren ist danach zur Abbildung von konjunkturellen Schwankungen zu weit gegriffen. Auch ist hierbei zu beachten, dass weiter zurückliegende Jahre die Organisationsstruktur und die leistungswirtschaftlichen Strukturen des Unternehmens zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags weniger genau wiedergeben als jüngere Vergangenheitsjahre. Die Walter AG ist zudem in der Werkzeugbranche eng korreliert an die Marktentwicklung des Maschinenbaus. Dieser Markt bewegt sich jedoch zyklisch mit Schwankungen, die sich regelmäßig in einer Zeitspanne von drei bis vier Jahren wiederholen. Auch dies, so die Kammer, spricht gerade für die Heranziehung eines Zeitraums von drei Jahren für die sogenannte Vergangenheitsanalyse.

Soweit der Übertragungsbericht sich nicht zur eventuellen Synergien zwischen der Walter AG und ihrer Hauptaktionärin verhält, ist auch dies kein Anhaltspunkt für eine fehlerhafte Planung des Unternehmens. Solche sogenannte „echte Synergieeffekte",

die erst als Folge des Unternehmensvertrags sich ergeben, sind bei der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen. Die sachverständigen Prüfer legten weiter überzeugend dar, dass bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigende sogenannte „unechte Synergien" hinreichend Eingang in die Planung gefunden haben. Dies gilt insbesondere im Zusammenhang mit dem günstigeren Bezug von Rohstoffen, nachdem die Walter AG in den vergangenen Jahren von dem Zulieferer Alldyne weitestgehend auf und umgestellt hat, wobei diese Umstellung der Belieferung verbesserte Konditionen ergeben hat.

Anhaltspunkte für eine zu Lasten der Antragsteller zu pessimistische Zukunftsplanung hat die Kammer auch nicht im Zusammenhang mit dem Brandereignis im Jahr 2006 in Tübingen. Soweit ein Antragsteller hieraus den Rückschluss zog, dass die danach erfolgte schnelle Fertigstellung einer neuen Fertigungshalle nur den Rückschluss zulasse, dass bereits vor dem Brandereignis und deshalb auch bereits im Zeitpunkt des Hautversammlungsbeschlusses vom 15.06.2005 eine diesbezügliche Planung der Unternehmensleitung vorgelegen haben müsse, die wiederum einen Rückschluss auf eine noch ambitioniertere Steigerung der Umsatzerlöse ergebe, kann dies die Kammer nicht nachvollziehen. So führte bei der mündlichen Anhörung am 22.01.2008 der Mitarbeiter der Walter AG aus, dass nach dem Brand im Jahr 2006 50 % der Produktion abgebrannt und zerstört gewesen sei. Das Unternehmen war deshalb gezwungen gewesen, schnellstmöglich die Fertigung wieder aufzubauen. Zu diesem Zweck habe man eine Halle in der Nähe von Tübingen angemietet. Im April 2006 sei es auch gelungen, dazuhin ein Grundstück in Münsingen zu kaufen direkt neben einem schon bestehenden Produktionswerk der Walter AG. Im April 2006 startete dann die Konstruktion der dortigen Fertigungshalle, die im Jahr 2007 fertiggestellt wurde. Diese zeitlichen Abfolgen liegen durchaus in einem möglichen und üblichen Zeitraum der Herstellung von Fertigungshallen. Die oben dargestellte ambitionierte Planung der Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum bis 2008 steht deshalb nach Überzeugung des Gerichts durchaus in einem verständlichen Zusammenhang mit der Vergrößerung der Produktionskapazitäten, mögen diese nun durch den Brand konkret veranlasst gewesen sein oder nicht.

Gleiches gilt für ein sogenanntes DIF-Programm (sogenanntes Double in five = Verdoppelung des Umsatzes in fünf Jahren). Auf Vorhalt erklärte der sachverständige Prüfer am 22.01.2008, dass ihm dieses Programm zur Zeit der Vertrags-

prüfung durchaus bekannt gewesen sei. Der Plan stamme aus dem Jahr 2002 und stellte ein sogenanntes strategisches Programm dar, mithin kein ins Einzelne mit Umsätzen und Erträgen nach Gesellschaften aufgeteilte Unternehmensplanung. Vielmehr, so der sachverständige Prüfer in seiner Anhörung, habe er im ganzen Unternehmen Poster in den Kantinen und auf den Gängen im Zusammenhang mit den Plan DIF vorgefunden. Auf diesen Postern seien Grafiken mit einer ansteigenden Kurve zu sehen gewesen. Aus diesem Grunde kamen die Prüfer und zu dem Ergebnis, dass dieses Programm keine belastbare, ernstzunehmende Unternehmungsplanung darstellte, die einer Unternehmensbewertung hätte zugrunde gelegt werden können. Dem ist nach Überzeugung der Kammer nichts hinzuzufügen.

Im Übrigen legten die sachverständigen Prüfer dar, dass der immaterielle Wert der Marke „Walter" Eingang in die Ertragswertberechnung im Rahmen der geplanten finanziellen Überschüsse gefunden habe. Die Marke, ebenso wie die übrigen immateriellen Werte, seien notwendig, um entsprechende Umsätze aus der betrieblichen Tätigkeit zu erzeugen. Eine gesonderte Berücksichtigung käme jedoch nur dann in Betracht, wenn solche immateriellen Werte veräußert werden könnten, ohne dass die eigentliche Unternehmenstätigkeit berührt werden würde. Hiervon kann, so auch nach Überzeugung des Gerichts, keine Rede sein mit der Folge, dass die Marke Walter keinem Sonderwert zugänglich ist. Gleiches gilt für Patente der Walter AG.

Auch der Anstieg der Materialkostenquote von 23,26 % in 2005 auf 24,26 % in 2008 ist, so die sachverständigen Prüfer, durchaus auch mit dem Umstand der Entwicklung höherwertiger, damit effizienterer Werkzeuge des Unternehmens in Einklang zu bringen, denn entsprechend dem oben dargestellten Rückgang der sogenannten EBIT-Marge beim Umsatzwachstum muss auch hier davon ausgegangen werden, dass Marktanteilsgewinne mit sinkenden Margen „erkauft" werden müssen („Verdrängungswettbewerb") und dass die leicht ansteigenden Herstellerkosten daher nicht vollständig am Absatzmarkt weitergegeben werden können. Weiterhin ist hier aufgrund der Vergangenheitserfahrung auch mit steigenden Rohstoffkosten und Energiepreisen zu rechnen.

Der Anstieg der Vertriebs- und Verwaltungskostenquote von 32,9 % in 2005 auf 33,2 % in 2008 ist für die Kammer nachvollziehbar, denn insoweit legten die sach-

verständigen Prüfer dar, dass sich Verwaltungs- und Vertriebskosten im Rahmen von rund 33 % der Umsatzerlöse bewegten und im Hinblick auf den Verkauf der Maschinensparte in 2004 bisherige Weiterbelastungen von Verwaltungsaufwendungen aus diesem Bereich zukünftig entfallen. Andererseits ist damit zu rechnen, dass Fixkosten (Personal, Buchhaltung, EDV, Geschäftsleitung) nicht im gleichen Maße wie die wegfallenden Erlöse aus Weiterverrechnungen an den Maschinenbaubereich abgebaut werden können, was für eine relative Zunahme der Verwaltungskosten im Verhältnis zum Gesamtumsatz spricht.

Anhaltspunkte für eine fehlerhafte Planung ergeben sich auch nicht aus den Rückstellungen für Pensionen. Insoweit wurde dargelegt, dass die Höhe einer Pensionsrückstellung nicht nur vom berechtigten Personalbestand sondern von einer Vielzahl von Faktoren abhängt wie z.B. die Art der Zusage (Kapital- oder Rentenzusage), biometrische Daten, Mix aus „aktiven Mitarbeitern" und „ausgeschiedenen Anwärtern" sowie der Bestand an unverfallbaren Anwartschaften. Die Anzahl der aktiven Anwärter des Unternehmens hat sich von 2004 zu 2003 um 124 Mitarbeiter vermindert. Der Gesamtbestand an berücksichtigten Mitarbeitern reduzierte sich um 121 Personen. Gemäß dem geprüften Lagebericht hat sich der Personalbestand des Unternehmens durch den Verkauf der Maschinensparte um 134 Mitarbeiter verringert. Die übrigen abgebauten 189 Mitarbeitern des Maschinenbaus entfallen auf ausländische Gesellschaften, für die keine Pensionsverpflichtungen bestehen. Außerdem, so die sachverständigen Prüfer, sei zu berücksichtigen, dass Pensionsrückstellungen für Anwärter allein aufgrund des Zinseffektes sowie aufgrund der geleisteten Dienstzeit bis zum Eintritt der Ruhephase versicherungsmathematisch jährlich aufgestockt werden müssen. Das bedeutet, dass bei unverändertem Bestand an Anwärtern sich die Pensionsrückstellungen für diesen Personenkreis bis zur Ruhephase jährlich erhöhen. Aufgrund dieser Umstände bestehen für die Kammer keinerlei Anhaltspunkte für eine fehlerhafte Planung im Bereich der Pensionsrückstellungen.

d) Beteiligungsergebnis

Die Bewertung der Tochtergesellschaften ist ebenfalls nicht zu beanstanden. Hierbei kommen, so die sachverständigen Prüfer, für die Bewertung eines Konzerns grundsätzlich unterschiedliche Methoden in Betracht. Zum einen kann jedes Konzernunternehmen einzeln und isoliert bewertet werden und der Wert des Konzerns ermittelt

sich dann durch die Addition der Einzelwerte. Alternativ kann der Konzernwert auch direkt als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse ermittelt werden. Als dritte Möglichkeit besteht das sogenannte Dividendenstrommodell, bei dem Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen über Dividendenströme auf der Ebene des Mutterunternehmens erfasst werden. Eine gesetzlich vorgeschriebene Methode zur Bewertung von Konzernen besteht aber nicht. Vorliegend wählte der Gerichtssachverständige die Bewertung auf der Grundlage einer konsolidierten Planungsrechnung. Dies entspricht der in der Praxis am häufigsten anzutreffenden Methode mit der Folge, dass das Fehlen einer eigenständigen Bewertung der jeweiligen Tochtergesellschaften nicht zu beanstanden ist.

e) Finanzausstattung der Walter AG

Auch hier ergeben sich nach Anhörung der sachverständigen Prüfer keine Anhaltspunkte für eine Unternehmensbewertung zum Nachteil der Antragsteller: Die sachverständigen Prüfer weisen darauf hin, dass Ausgangspunkt der Finanzplanung und der Bestimmung des Zinsergebnisses die zinstragenden Finanzschulden und -forderungen zum 01.01.2005 unter Berücksichtigung der Position „flüssige Mittel" in Höhe von 55.627.000,-- Euro waren. Von diesem Bestand wurde die Auskehrung des Sonderwerts „freie Liquidität" in Höhe von 10 Mio. Euro abgebucht mit der Folge eines auf 45.627.000,-- Euro verminderten Stands an liquiden Mittel. Demgegenüber bestanden am 01.01.2005 Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 35.553.000,-- Euro. Das Finanzergebnis ab 01.01.2005 wurde auf Grundlage der Bilanzplanung der Gesellschaft und einer daraus abgeleiteten integrierten Finanzbedarfsberechnung ermittelt. Die Finanzbedarfsrechnung wurde unter Berücksichtigung der hälftigen Ausschüttung des Jahresergebnisses (nach Minderheitenanteilen), der Investitionen und Abschreibungen, der Veränderungen des Nettoumlaufvermögens, der kontrahierten Darlehensverpflichtungen und der Rückstellungen abgeleitet. Unter Berücksichtigung dieser integrierten Finanzplanung und der Sonderausschüttung der freien Liquidität von 10 Mio. Euro verbleibt im Jahr des Beginns der ewigen Rente (2009) ein Bestand an flüssigen Mitteln von rund 15 Mio. Euro (rund 5,8 % der Bilanzsumme) zur Aufrechterhaltung des operativen Geschäftsbetriebs. Dies entspricht in etwa dem Bestand der Vergangenheit (in 2003 rund 18 Mio. Euro). Es verbleiben im Jahr der ewigen Rente rund 7 Mio. Euro Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten.

Damit ergibt sich für die Kammer ebenfalls kein Anhaltspunkt für eine unplausible Finanzausstattung der Walter AG unter Berücksichtigung der Ertragslage.

Weiter legten die sachverständigen Zeugen dar, dass die im geprüften Abschluss 2004 ausgewiesenen Steuerrückstellungen zutreffend waren, wobei im Konzernanhang eine Steuerüberleitungsrechnung dargestellt war, die plausibel eine Steuerquote von 37,6 % erklärte. Darüber hinaus hat sich das EBIT von 2003 auf 2004 um rund 11,5 Mio. erhöht. Das führte zu einer Erhöhung des Steueraufwands und damit auch der Steuerrückstellungen.

Weiterhin führten die sachverständigen Prüfer zur Frage der Zinssätze aus: Für die thesaurierten Beträge wurde ein Anlagezins in Höhe der jeweiligen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze vor Unternehmens-/Einkommenssteuer angesetzt. Für Zinsaufwendungen aus bestehenden Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten wurde ein Zinssatz von 4,25 % bis 5 % angesetzt. Die Verbindlichkeiten aus den USA-Anleihen (in 2006 bzw. 2008 vollständig getilgt) wurden mit 5,0 bis 6,0 % verzinst.

Zur Frage der unterstellten Ausschüttungsquote von 50 % der prognostizierten künftigen Unternehmenserträge erklärten die sachverständigen Prüfer weiter erläuternd: Wertneutral sind Ausschüttungsquoten dann, wenn die für das Verwertungsobjekt verwendete Ausschüttungsquote der in der Alternativanlage implizit vorhandenen Ausschüttungsquote entspricht. Zur Ermittlung der Ausschüttungsquote für das zu bewertende Unternehmen wird nach den Vorgaben des IDW S1 in der Fassung 2005 typisierend angenommen, dass die Ausschüttungspolitik des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten des Aktienportfolios ist. Die Ausschüttungen der finanziellen Überschüsse sowie die Verwendung thesaurierter Beträge für die erste Phase (Detailplanungsphase) wurde auf Basis des Unternehmenskonzepts bestimmt; es wurde eine an der bisherigen Ausschüttungspolitik orientierte Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt. Im Rahmen der ewigen Rente wurde ein Ausschüttungsverhalten äquivalent zur Alternativanlage unter Rückgriff auf empirisch ermittelte Dividendenrenditen einer Peergroup von Wettbewerbern ebenfalls in Höhe von 50 % zugrunde gelegt. Die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese sei darüber hinaus Ausfluss des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens und hat seinen Niederschlag in dem IDWS 1 2005 gefunden. Die Kammer hat

auch hier keinerlei Anhaltspunkte für Fehler im Rahmen der Unternehmensbewertung.

f) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen:

Hier steht aufgrund der Angaben der sachverständigen Prüfer für die Kammer fest, dass keine Anhaltspunkte für eine fehlerhafte, d.h. zum Nachteil der Antragsteller zu niedrigere Bewertung des Grundstücks in Brasilien vorliegen. Aufgrund der relativen Zeitnähe des Bewertungsstichtags vom 15.06.2005 zum Zeitpunkt des Ankaufs des Grundstücks vier Jahre zuvor konnte und durfte der Bewertung der Kaufpreis/die Anschaffungskosten (110.000,-- Euro) der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden. Anhaltspunkte dafür, dass weitere zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen der Walter AG gehörende Grundstücke vorhanden sind, ergeben sich für die Kammer auch nicht aus dem Umstand, dass einer der Antragsteller in der Nähe von Como/Italien aufgrund eines Flaggenmastes Hinweise für die Vermietung eines dort befindlichen Grundstücks durch die Walter AG vermutete. Die sachverständigen Prüfer führten darüber hinaus zur Überzeugung der Kammer aus, dass die als Finanzanlage gehaltene Beteiligung an der FCI la Balmette in Claix/Frankreich im Hinblick auf die funktionalre Betrachtungsweise als betriebsnotwendige Gesellschaft einzuordnen ist und diese Bewertung auf Auskünften des Management beruhte.

Weiterhin führten die sachverständigen Prüfer überzeugend aus, dass das Körperschaftssteuerguthaben von 2.685.000,-- Euro zum 15.06.2007 zutreffend bei der Ableitung des Unternehmenswert berücksichtigt worden ist. Vorliegend ist darauf verzichtet worden, das Körperschaftssteuerguthaben gesondert als nicht betriebsnotwendiges Vermögen in einem Anhängeverfahren mit dem Barwert zu bewerten. Vielmehr wurde das Körperschaftssteuerguthaben werterhöhend in Höhe der Körperschaftssteuerminderungen für künftige, nach dem 31.12.2005 beschlossene und ausgezahlte Gewinnausschüttungen berücksichtigt. In Form eines geringeren Körperschaftssteueraufwands erhöht sich hierdurch der ausschüttbare Jahresüberschuss. Deshalb sind konsequenter Weise die bei den Anteilseigner anfallenden persönlichen Einkommenssteuern auf diese temporären Mehrausschüttungen mit einem typisierten Steuersatz von 17,5 % in Abzug gebracht worden. Beide Methoden sind jedoch annähernd gleichwertig.

g) Kapitalisierungszinssatz:

g 1) Basiszins

Vorliegend hat der Bewertungsgutachter entsprechend dem IDW S1 n.F. einen Basiszinssatz von 5 % vor Steuern angesetzt. Auch wenn auf Basis der veröffentlichten aktuellen Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Dreimonatszeitraum von März 2005 bis Ende Mai 2005 sich unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,5 % und bei Berücksichtigung einer entsprechenden Wachstumsthesaurierung von 1,5 % bezogen auf das Eigenkapital zum Schluss des Detailplanungszeitraums sich ein Basiszins von gerundet 4,5 % ergibt, sieht die Kammer keinen Anlass, den vorliegenden Ansatz von 5 %, als nicht mehr in der Bandbreite liegend und deshalb als unangemessen hoch zu bewerten. Diese Höhe bewegt sich, unabhängig von der streitigen Frage, welche Zeiträume für die Zinserträge risikoarmer vergleichbarer öffentlicher Anlagen heranzuziehen sind, grundsätzlich innerhalb angenommener Werte der Rechtsprechung.

g 2) Risikozuschlag

Vorliegend wurde im Bewertungsgutachten der Risikozuschlag unter Beachtung von Kapitalmarktdaten nach den Grundsätzen des CAPM bemessen (mithin mit seinen Unterkomponenten Marktrisikoprämie und Beta-Faktor). Hierbei wurde eine Marktrisikoprämie von 5,5 % vor Steuer und ein im Betafaktor ausgedrücktes unternehmen- bzw. branchenspezifisches Risiko von 0,66 (unverschuldet) zugrunde gelegt (Risikozuschlag mithin nach Multiplikation 3,63 % vor persönlichen Steuern).

Die Anwendung des CAPM-Modells ist hier nach Überzeugung der Kammer nicht zu beanstanden, denn dessen Vorteil liegt durch die Zerlegung des Risikozuschlags in seine Komponenten „Marktrisikoprämie“ und „Betafaktor“ in einer erhöhten Nachprüfbarkeit und Objektivierbarkeit mit der Folge, dass in den letzten Jahren das CAPM-Modell sich als herrschendes Modell zur Ermittlung des Risikozuschlags durchgesetzt hat.

Die Marktrisikoprämie mit einem Nachsteuersatz von 5,5 % ist nach Überzeugung der Kammer jedoch nicht zu beanstanden. Das Oberlandesgericht Stuttgart hat in bisherigen Entscheidungen, bei denen noch als Alternativanlage eine voll zu versteuernde risikolose Anlage herangezogen wurde, einen Vorsteuersatz von 4,5 % allgemein für angemessen bewertet und festgesetzt. Inzwischen scheint sich nach Überzeugung der Kammer jedoch im Zusammenhang mit dem IDW S1 2005 die Ansicht durchgesetzt zu haben, dass bei der als Vergleich heranzuziehenden Alternativanlage wiederum von einem risikobehafteten Aktienportfolio auszugehen ist. Hierdurch erhöht sich die Marktrisikoprämie, da die Aktienrendite sich aus den durchschnittlichen Ausschüttungsvarianten aller Aktien und dem Wertzuwachs zusammensetzt. Da jedoch nur die Dividendenerträge (als Durchschnittswert 40% bis 50 % zugrunde gelegt) zu versteuern sind, nach bisherigem Steuerrecht der Wertzuwachs (entsprechend 60% bis 50 %) jedoch steuerfrei bleibt, ist auch dies bei der anzunehmenden durchschnittlichen Aktienrendite zu berücksichtigen. Aus diesen Erwägungen lässt sich jedoch eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % plausibilisieren: Die Aktienrendite war zumindest zu 50 % steuerfrei und von den anderen 50 % sind 17,5 % typisierte Einkommensteuer abzusetzen, so dass sich eine Nachsteueraktienrendite von ca. 8,7 % ergibt. Hiervon ist sodann der um die typisierte Steuer mit 35 % ermäßigte Basiszins abzusetzen. Dies ergibt überschlägig einen bei ca. 5,5 % liegenden Nachsteuerwert für die Marktrisikoprämie.

Auch der Betafaktor von 0,66 % (unverschuldet) begegnet keinen Bedenken. Ein Betafaktor von 1 bedeutet, dass das individuelle Risiko des Unternehmens genau dem des betrachteten Marktportofolios entspricht im Hinblick auf die Volatilität der Rendite des Wertpapiers. Betawerte von kleiner 1 drücken in einem Vergleich zum Marktportfolio ein geringeres Risiko aus.
Vorliegend konnte wegen der geringen Fungibilität der Walter-Aktie (Streubesitz rund 3,4 % mit sehr geringem Handelsvolumen) und der damit unzureichenden statistischen Signifikanz das unternehmenseigene Beta der Walter AG nicht zugrunde gelegt werden, sondern es wurde zu Recht zur Ableitung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens auf den durchschnittlichen Betafaktor einer Gruppe von Wettbewerbern zurückgegriffen. Diese sogenannte Peergroup-Unternehmen stellen, da sie der gleichen Branche wie

der Walter AG angehören, auch nach Überzeugung der Kammer einen geeigneten Vergleichsmaßstab dar, um das systematische Risiko des zu bewertenden Unternehmens zu ermitteln. Hierbei handelt es sich um die Unternehmen mit einem Beta von 0,63, eine Firma Seco Tools AG mit einem Beta von 0,55 und einer Firma Kennametal Inc. mit einem Beta von 0,80. Im Hinblick auf die stabile Marktsituation des zu bewertenden Unternehmens (vgl. oben die überdurchschnittlich hohen Wachstumsplanzahlen) ist ein Ansatz des Betafaktors von deutlich unter 1 für die Kammer plausibel und nachvollziehbar, denn ein Investment in die Walter AG stellt nach alledem ein deutlich geringeres Risiko dar als ein breites Investment in den gesamten deutschen Aktienmarkt.

g 3) Wachstumsabschlag:

Der Bewertungsgutachter hat einen Wachstumsabschlag von 1,0 % angenommen. Im Hinblick auf Untersuchungen, wonach die durchschnittlichen Gewinnsteigerungen deutscher Unternehmen in der Vergangenheit stets unter der Inflationsrate lagen und zwar relativ konstant bei ca. 45 % der Inflationsrate ist dieser Wachstumsabschlag nicht zu beanstanden.

h) Persönliche Steuern:

Bewertungssystematisch ist die persönliche Einkommensteuerbilanz der Anteilseigner bei der Ermittlung des Unternehmenswerts - in Abhängigkeit von der Betrachtung der Alternativrendite und der dort eingerechneten Steuerbelastung - mit zu berücksichtigen. Die persönliche Einkommenssteuer mindert den beim Anteilseigener verbleibenden finanziellen Überschuss und ist damit bewertungsrelevant. Da die steuerlichen Verhältnisse der außenstehenden Aktionäre nicht oder zumindest nicht vollständig bekannt sind, ist eine Typisierung der Steuerbelastung notwendig. Ein hier angenommener typisierter Steuersatz ist danach nach Überzeugung der Kammer ebenfalls nicht zu beanstanden.

i) Börsenkurs:

Der Börsenkurs der Walter AG betrug durchschnittlich gewichtet im Dreimonatszeitraum vor dem Hauptversammlungsbeschluss (mithin 15.03.2005 bis 15.06.2005) unstreitig 70,22 Euro. Im Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (mithin 23.09.2004 bis 23.12.2004) durchschnittlich gewichtet unstreitig 45,02 Euro. Unabhängig von der Frage, welcher Referenzzeitraum anzusetzen ist, zeigt der durchschnittlich gewichtete Börsenkurs, dass die angebotene Barabfindung in jedem Fall darüber liegt. Eine Korrektur der Höhe der Barabfindung aufgrund des Börsenkurses ist daher nicht angezeigt.

Nach alledem ist den Anträgen der Erfolg zu versagen.

Die Kostenentscheidung folgt aus §§ 6 Abs. 2 S.1, 15 Abs. 2 S. 1, Abs 4 Spruchverfahrensgesetz, denn eine Auferlegung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller auf die Antragsgegnerin entsprach nicht der Billigkeit.
Da in erster Instanz die Anträge erfolglos blieben, wurde der Geschäftswert mit 200.000,-- Euro gem. § 15 Abs. 1 Satz 3 Spruchverfahrensgesetz angesetzt.