

82 O 66/11



LANDGERICHT KÖLN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren gemäß den §§ 304, 305
AktG, § 1 Nr. 1 SpruchG

gegen

Antragsgegnerin,

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
sowie die Handelsrichter und
am 23. Februar 2018 beschlossen:

Der Antrag des Antragstellers zu 25 wird als unzulässig zurückge- 1
wiesen.

Der von der Interseroh SE, Köln, und 2
im Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag vom
28. März 2011 vereinbarte und den Minderheitsaktionären ange-
botene Ausgleich gemäß § 304 AktG wird gerichtlich auf EUR 4,91
brutto bzw. EUR 4,17 netto festgesetzt.

Die weitergehenden Anträge werden zurückgewiesen. 3

4 Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der Auslagen und der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre. Die Antragsgegnerin trägt ferner die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller mit Ausnahme der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 25 und 84; diese tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst. Auch die Antragsgegnerin trägt ihre eigenen außergerichtlichen Kosten.

5 Der Gegenstandswert wird auf EUR 7.500.000,00 festgesetzt.

GRÜNDE

I.

6 und die Interseroh SE, Köln, (nachfolgend „**Interseroh**“ oder „**Gesellschaft**“) schlossen am 28. März 2011 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (nachfolgend „**BGV**“ oder „**Unternehmensvertrag**“). Die Aktionäre der Gesellschaft haben dem BGV in der Hauptversammlung vom 17. Mai 2011 (nachfolgend auch „**Bewertungsstichtag**“) mit 98,33 % der Stimmen zugestimmt. Der BGV wurde am 26. Mai 2011 in das Handelsregister der Gesellschaft eingetragen und damit wirksam.

7 Der BGV sieht eine Abfindung für Minderheitsaktionäre gemäß § 305 AktG i.H.v. EUR 46,38 je Stückaktie vor. Der gewährte Ausgleich gemäß § 304 AktG liegt bei EUR 3,94 brutto je Stückaktie vor Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag. Das entspricht EUR 3,25 netto.

8 Am 28. März 2011 wurden die Abfindung und der Ausgleich des BGVs in dem gemeinsamen Bericht der Geschäftsführung der und des Vorstandes der Interseroh erläutert. In der Anlage des gemeinsamen Berichts war beigelegt die gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Interseroh zum 17. Mai 2011 sowie zur Höhe von Ausgleich und Barabfindung gemäß den §§ 304, 305 AktG der

(nachfolgend „**Erstgutachter**“ oder).

Das Landgericht Köln bestellte

9

(nächfolgend auch „**Vertragsprüfer**“),

mit Beschluss vom 30. Dezember

2010 zum Vertragsprüfer gemäß § 293 c Abs. 1 AktG.

Die Gesellschaft wurde im Jahr 1988 in Düsseldorf gegründet. Im Jahr 1991 erfolgte die Umfirmierung in die Interseroh AG sowie die Verlegung des Hauptsitzes nach Köln. Die Gesellschaft war mit der Verwertung von Sekundärrohstoffen und der Entwicklung von Branchenlösungen zur Rückführung und Verwertung von Transportverpackungen tätig. Ab dem Jahr 1993 wurde das operative Geschäft der Gesellschaft vermehrt ausgegliedert, so dass die Gesellschaft in erster Linie zur Holding wurde. Im Folgejahr wurde das Dienstleistungsportfolio der Interseroh um Stahl- und Metallrecyclingaktivitäten erweitert. In den Folgejahren expandierte die Gesellschaft international. Im Jahr 1998 baute die Interseroh mit der Übernahme der französischen CDI-Gruppe den Rohstoffhandel und damit einen dritten Geschäftsbereich auf. Im Jahr 1998 erfolgte der Börsengang der Gesellschaft.

10

Ab dem Jahr 2005 baute die Mehrheitsaktionärin ihre zum damaligen Zeitpunkt bestehende Beteiligung an der Interseroh i.H.v. ca. 25 % kontinuierlich aus. Im Juli 2007 gehörten der 50 % des Grundkapitals der Interseroh. Mit der Eintragung in das Handelsregister am 24. September 2008 wurde die Interseroh AG in eine Europäische Aktiengesellschaft (SE) unter der Firma Interseroh SE umgewandelt. Im Januar 2009 besaß die 75 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Zu diesem Zeitpunkt wurde ein Kooperationsvertrag zwischen der und der Interseroh geschlossen, um Synergien zwischen beiden Gesellschaften zu realisieren. Am 10. Dezember 2010 teilte der Interseroh mit, dass der Abschluss eines BGV beabsichtigt sei.

11

Die Interseroh war zum Bewertungsstichtag eine Holding für 27 nationale und acht internationale Tochter- und Beteiligungsgesellschaften aus den Geschäftsbereichen Stahl- und Metallrecycling, Rohstoffhandel sowie Dienstleistung. Gesellschaftsrechtlich bündelten vier Tochtergesellschaften der Interseroh das operative Geschäft der drei Geschäftsbereiche. Auf der Grundlage von Mitar-

12

beiteranzahlen sowie anteiligen Umsatzerlösen (71,3 %) stellte der Geschäftsbereich Stahl- und Metallrecycling insgesamt den größeren Geschäftsbereich der Gesellschaft dar. Der Geschäftsbereich Stahl- und Metallrecycling umfasste eine Vielzahl nationaler und internationaler Beteiligungen, welche in der Interseroh Scrap and Metals Holding GmbH, einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft der Interseroh, zusammengefasst waren. Der operative Schwerpunkt dieses Geschäftsbereichs lag auf dem Handel mit Stahl- und Nichteisen-Metallschrotten (FE- und NE- bzw. Metallschrotte). Insgesamt verfügte die Interseroh über 95 Stahl- und Metallrecyclingstandorte mit Handelsstandorten in Deutschland, Polen, Niederlanden und China.

13 Einen weiteren Geschäftsbereich von Interseroh bildete der Rohstoffhandel mit Altpapier, Altholz und Altkunststoff. Die unterschiedlichen Handelsvolumina, auch in Relation zu dem Metallrecycling, ergeben sich aus der Abbildung auf Seite 31 des Bewertungsgutachtens. Darauf wird verwiesen.

14 Der dritte Geschäftsbereich umfasste eine Vielzahl von Serviceangeboten in den Regionen Deutschland, Österreich und Osteuropa (Transportverpackungen, Verkaufsverpackungen u.a.). Die Interseroh war u.a. als Systemdienstleister für das so genannte Duale System mit einem Marktanteil von 21 % vertreten.

15 Das Grundkapital der Interseroh betrug zum Bewertungsstichtag am 28. März 2011 EUR 25.584.000,00 und war eingeteilt in 9.840.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 2,60.

16 Die auf den Inhaber lautenden Interseroh-Aktien wurden zum Stichtag im regulierten Markt an den Wertpapierbörsen (General Standard) in Frankfurt am Main und Düsseldorf sowie im Freiverkehr der Börsen Stuttgart, München, Hamburg und Berlin/Bremen sowie im XETRA Handelssystem gehandelt.

17 Interseroh besaß zum Stichtag einen umfassenden steuerlichen Organkreis. In diesem waren alle wesentlichen deutschen vollkonsolidierten Tochtergesellschaften enthalten. Die Verlustvorträge der einzelnen Gesellschaften beliefen

sich zum 31. Dezember 2010 auf Vorräte i.H.v. EUR 39,0 Mio. (Körperschaftsteuer) bzw. EUR 10,7 Mio. (Gewerbsteuer).

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre (nachfolgend „**gemeinsamer Vertreter**“) halten die im BGV vorgesehenen Abfindungs- und Ausgleichszahlungen für zu gering. Im Wesentlichen beanstanden die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter die Planungsrechnung und die Kapitalkosten. Ferner beanstanden sie die Ermittlung von Sonderwerten und die Berechnung des Börsenkurses. Auch Bewertungsannahmen werden gerügt. 18

Der größte Kritikpunkt ist die Schätzung des Risikozuschlags, bestehend aus Marktisikoprämie und Betafaktor. Vielfach wird bereits grundsätzliche Kritik an der Verwendung des CAPM bzw. TAX-CAPM zur Bestimmung des Risikozuschlags geäußert. Im Übrigen wird der verwendete Basiszinssatz i.H.v. 3,5 % für zu hoch erachtet. Die Verwendung der Svensson-Methode sowie die Durchschnittsbildung über drei Monate hinweg stünden dem Stichtagsprinzip entgegen. Die Marktisikoprämie i.H.v. 4,5 % nach persönlichen Steuern sei ebenfalls überhöht. Die Antragsteller berufen sich insoweit auf diverse Studien, welche zu deutlich niedrigeren Marktisikoprämien führten. Der unverschuldete Betafaktor der Gesellschaft sei mit 1,2 deutlich zu hoch angesetzt, da zur Ableitung des Betafaktors eine nicht angemessene Peer Group verwendet worden sei. Tatsächlich habe der geeignete eigene Betafaktor der Interseroh i.H.v. 0,3 verwendet werden müssen. 19

Zahlreiche Antragsteller rügen die Planungsrechnung. Die Planung des Umsatz- sowie Ergebniswachstums sei unangemessen niedrig angesichts des historisch erzielten Wachstums und des zum Bewertungsstichtag möglichen Wachstums. Die Prognose sei eindeutig zu pessimistisch. Auch das operative Ergebnis (EBIT) sei unterbewertet, insbesondere für die Phase der ewigen Rente. Das gelte auch für das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse i.H.v. 1,1 %. Das sei mit dem Wachstumspotenzial der Gesellschaft, ihrer Marktstellung und der zu erwartenden Inflation nicht zu vereinbaren. 20

- 21 Angegriffen werden ferner die Ausschüttungsannahmen in der Detailplanungsphase und der ewigen Rente. Eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % sei unangemessen. Die unterstellten persönlichen Steuern der Anteilseigner bei Dividenden und Thesaurierungen seien überhöht.
- 22 Die Sonderwerte seien unterbewertet. Zudem seien nicht alle Sonderwerte berücksichtigt worden. Die Aussagen zu den Sonderwerten seien nicht aussagekräftig. Steuerliche Verlustvorträge seien nicht ausreichend beachtet worden.
- 23 Zum Börsenkurs werden von den Antragstellern vor allem eine nicht transparente Ermittlung des Durchschnittskurses sowie die Wahl eines falschen Zeitraums für die maßgebliche Referenzperiode zur Bestimmung des Durchschnittskurses gerügt.
- 24 Zur Garantiedividende kritisieren die Antragsteller, dass die Verrentungszinssätze zu gering ausgefallen seien. Mischzinssätze bzw. Risikoabschläge seien nicht berechtigt.
- 25 Schließlich rügen die Antragsteller das Prüfgutachten als nicht aussagekräftig.
- 26 Einige Antragsteller verlangen schließlich die Vorlage weiterer Unterlagen.
- 27 Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen,
die angemessene Barabfindung gemäß § 305 AktG und den angemessenen Ausgleich gemäß § 304 AktG gerichtlich höher festzusetzen.
- Die Antragsteller zu 1-3, 8-12, 16-19, 21-24 und der gemeinsame Vertreter beantragen darüber hinaus,
die angemessene Barabfindung und den angemessenen Ausgleich gemäß den §§ 304, 305 AktG zu verzinsen.
- 28 Die Antragsgegnerin beantragt,
sämtliche Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin rügt zunächst den Antrag des Antragstellers zu 25 als unzulässig. Der Antrag enthalte keine konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation. 29

In der Sache hält die Antragsgegnerin die Anträge für unbegründet: Die gewährte Barabfindung gemäß § 305 AktG und der gewährte Ausgleich gemäß § 304 AktG seien angemessen. Eine Neubewertung der Interseroh sei nicht erforderlich. 30

Das Gericht habe lediglich eine Plausibilisierung der Unternehmensbewertung vorzunehmen. Dabei seien die Planungsrechnungen als Ergebnis unternehmerischer Entscheidungen zu akzeptieren. Im Übrigen seien die Planungen aber auch richtig. Die Antragsgegnerin geht in diesem Zusammenhang auf die Einwände der Antragsteller zur Beurteilung der Vergangenheitsergebnisse und der Annahmen für die Zukunft ausführlich ein. Darauf wird Bezug genommen. 31

Synergien seien bei der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen, da ein objektivierter Unternehmenswert gemäß IDW S1 zu ermitteln sei. Unechte Synergien seien entgegen der Behauptungen der Antragsteller hingegen berücksichtigt worden 32

Die Rügen hinsichtlich des Kapitalisierungszinssatzes seien ebenfalls ohne Substanz. Der Basiszinssatz sei nach der gerichtlich anerkannten Svensson-Methode anhand von Zinsstrukturkurven ermittelt worden. Dabei sei zu Recht auf einen Durchschnitt von drei Monaten vor dem Stichtag zurückgegriffen worden. Das gleiche gelte für die Bildung eines einheitlichen Basiszinssatzes sowie für die Rundung in 0,25 %-Schritten. Ein Risikozuschlag sei nach herrschender Rechtsprechung grundsätzlich anzusetzen, da die Investition in Unternehmen ein höheres Risiko berge als die Investition in Staatsanleihen. 33

Die Anwendung des CAPM bzw. des TAX-CAPM sei sachgerecht und in der Praxis sowie in der Rechtsprechung anerkannt. Die Marktrisikoprämie entspreche den Empfehlungen des Fachausschusses Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW. Im Übrigen seien sogar höhere Marktrisikoprämien von Gerichten gebilligt 34

worden. Aufgrund von seriösen Studien lasse sich sogar eine über 4,5 % liegende Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern vertreten. Der verwendete unverschuldete Betafaktor i.H.v. 1,3-1,5 sei ebenfalls sachgerecht. Der eigene Betafaktor der Interseroh von 0,3 sei aufgrund statistischer Schwächen nicht verwendbar. Das Unternehmensrisiko der Interseroh werde dadurch nicht realitätsnah abgebildet. Die Peer Group sei zutreffend ermittelt worden. Die herangezogenen Vergleichsunternehmen seien hinsichtlich der maßgeblichen Werttreiber weitgehend deckungsgleich. Der verwendete Wachstumsabschlag i.H.v. 1,1 % sei ausreichend. Ein Wachstumsabschlag in Höhe der Inflationsrate sei nach ständiger Rechtsprechung nicht gefordert. Die Geldentwertung könne nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden. Das sei durch Statistiken belegt.

- 35 Das betriebsnotwendige Vermögen sei in Form von Sonderwerten (nicht einbezogene Beteiligungen und steuerliche Verlustvorträge) vollumfänglich und zutreffend berücksichtigt worden. Die 21 Beteiligungen der Interseroh seien nicht explizit in der Planung der Gesellschaft berücksichtigt worden. Sie seien als Sonderwerte in die Ermittlung des Unternehmenswerts eingegangen.
- 36 Der Börsenkurs sei zutreffend nach der aktuellen BGH-Rechtsprechung ermittelt worden. Für eine Anpassung im Hinblick auf die Preisentwicklung für den Zeitraum bis zum Stichtag der Maßnahme bestehe keine Veranlassung.
- 37 Der Ausgleich gemäß § 304 AktG beruhe auf dem geschätzten Unternehmenswert und dem Mittelwert aus dem Basiszinssatz von 3,75 % und dem Kapitalisierungszinssatz vor Steuern von 10,7 %. In der Rechtsprechung sei anerkannt, dass als Verrentungszinssatz ein Mischzinssatz zu verwenden sei.
- 38 Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf den Inhalt der wechselseitigen Schriftsätze der Verfahrensbeteiligten sowie auf die dazu eingereichten Anlagen Bezug genommen.
- 39 Die erkennende Kammer hat Beweis erhoben. Mit Beweisbeschluss vom 15. Juni 2012 ist (nachfolgend „**Sachverständiger**“ oder „**Gutachter**“), mit der Erstellung eines Sachver-

ständigengutachtens zu der Frage beauftragt worden, ob die den außenstehenden Aktionären der Interseroh von der Antragsgegnerin im BGV vom 28. März 2011 angebotene Barabfindung gemäß § 305 AktG i.H.v. EUR 46,38 je Stückaktie und der angebotene Ausgleich gemäß § 304 AktG i.H.v. EUR 3,94 angemessen sind. Der Sachverständige ist beauftragt worden, den Unternehmenswert der Interseroh eigenständig zu ermitteln unter Berücksichtigung der Ausführungen der Verfahrensbeteiligten. Insbesondere ist der Gutachter beauftragt worden, die Herleitung der Marktrisikoprämie und des Betafaktors kritisch zu würdigen. Ferner ist der Sachverständige gebeten worden, alternative Berechnungen des Kapitalisierungszinssatzes mit unterschiedlich hohen Parametern vorzunehmen, sowie den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Interseroh in den drei Monaten vor der Bekanntgabe des BGVs zu ermitteln.

Der vorgenannte Beweisbeschluss wurde mit Beschluss vom 7. Juli 2014 ergänzt. Der Sachverständige soll danach den Unternehmenswert der Gesellschaft aus der Sicht des Marktes bzw. eines marktüblichen Erwerbers entsprechend den Best-Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V. (nachfolgend auch „DVFA“), Stand 2012, zur Ermittlung von Unternehmenswerten in dominierten Transaktionen (nachfolgend auch „DVFA-Empfehlungen“) plausibilisieren, soweit der Unternehmenswert nach dem Bewertungsstandard IDW S1 ermittelt wird. 40

Der Gutachter hat das beauftragte Gutachten am 26. Januar 2015 vorgelegt (nachfolgend „**Erstgutachten**“). Aufgrund der Einwände der Verfahrensbeteiligten ist er mit weiteren Beschlüssen des Gerichts vom 9. Oktober 2015 und 2. November 2016 zu ergänzenden Stellungnahmen aufgefordert worden. Der Sachverständige hat dazu am 31. Mai 2016 (nachfolgend „**1. Ergänzung**“) und 28. April 2017 (nachfolgend „**2. Ergänzung**“) ergänzende Stellungnahmen zu seinem Hauptgutachten vorgelegt. 41

II.

Die Anträge der Verfahrensbeteiligten auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Abfindung gemäß § 305 AktG und einer höheren Abfindung gemäß § 304 AktG sind zulässig und teilweise begründet. 42

43 Im Ergebnis unbegründet sind die Anträge gemäß § 305 AktG. Die angemessene Abfindung laut Gutachten des Sachverständigen liegt nur geringfügig oberhalb der angebotenen Barabfindung. Sie liegt aber noch innerhalb der Bandbreite akzeptabler Abfindungen und rechtfertigt daher keine höhere Abfindung.

44 Begründet sind die Anträge auf höhere Festsetzung des Ausgleichs gemäß § 304 AktG. Der höhere Ausgleich resultiert im Wesentlichen aus der gutachterlichen Anpassung des Verrentungszinssatzes.

A. Zulässigkeit der Anträge

I. Antragsberechtigung

45 Die Antragsteller sind gemäß § 3 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG antragsberechtigt. Antragsberechtigt ist danach jeder Antragsteller, der zum Zeitpunkt der Antragstellung Aktionär der Gesellschaft war.

46 Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung dargelegt und durch Vorlage von Urkunden (Bankbestätigungen) überwiegend nachgewiesen. Eine abschließende Überprüfung der Nachweise der Antragsberechtigung von Amts wegen ist entbehrlich, da die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung mit Ausnahme der Antragstellerin zu 25 nicht bestritten hat. Die Antragsberechtigung kann außer Streit gestellt und so der Verfahrensstoff auf die erhobenen Bewertungsrügen beschränkt werden (BGH, Beschluss vom 25. Juni 2008 - II ZB 39/07, DStR 2008, 1932 Rz. 19).

II. Antragsfrist

47 Die Antragsfrist ist von allen Antragstellern eingehalten worden.

48 Die Antragsfrist beträgt gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG drei Monate seit dem Tag, an dem die Eintragung des Unternehmensvertrags in das Handelsregister gemäß § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.

49 Die Eintragung des BGVs erfolgte am 26. Mai 2011. Die Bekanntmachung dieser Eintragung gemäß § 10 HGB im gemeinsamen Registerportal der Länder erfolgte am 30. Mai 2011.

Allerdings wurde die Bekanntmachung im Registerportal der Länder vom 30. Mai 2011 am 3. Juni 2011 berichtigt, da die Firma der Antragsgegnerin unzutreffend angegeben war. Die fehlerhafte Bekanntmachung der Eintragung des Unternehmensvertrags im Registerportal konnte den Fristbeginn nicht auslösen. Vielmehr kommt es auf die fehlerfreie Bekanntmachung an. Der Fristlauf begann daher zum 3. Juni 2011. Die Frist von drei Monaten lief folglich am 3. September 2011 ab. Da der 3. September 2011 ein Samstag war, lief die Frist unter Berücksichtigung der §§ 187 ff. BGB erst am Montag, dem 5. September 2011, ab. Bis zum 5. September 2011 sind sämtliche Anträge bei Gericht eingegangen.

III. Antragsbegründung

Die Anträge sind ausreichend begründet worden mit Ausnahme des Antrags des Antragstellers zu 25. 51

Nach § 4 Abs. 2 SpruchG muss der Antragsteller den Antrag innerhalb der Frist gemäß § 4 Abs. 1 SpruchG begründen. Die Antragsbegründung muss konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation nach § 1 SpruchG oder ggf. gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert enthalten, soweit hierzu Angaben in den in § 7 Abs. 3 SpruchG genannten Unterlagen enthalten sind. Die Einwendungen müssen daher hinreichend substantiiert sein. Pauschale Beanstandungen sind unzureichend. 52

Die Antragsbegründung des Antragstellers zu 25 genügt den Anforderungen nicht. Er hat lediglich den Kapitalisierungszinssatz und den Betafaktor pauschal als überhöht bezeichnet und behauptet, vergleichbare Unternehmen seien einem derart hohen Risiko nicht ausgesetzt. Ferner hat er pauschal ausgeführt, dass die Zukunftsaussichten des Unternehmens in der angebotenen Abfindung nicht zum Ausdruck kämen. Die Wachstumsraten seien zu niedrig. Es handelt sich insoweit um Standardeinwände, die keinen Bezug zu den angebotenen Kompensationen bzw. zu der Unternehmensbewertung der Gesellschaft haben. Der Antragsteller zu 25 hat seine Antragsbegründung auch später nicht ergänzt, nachdem die Antragsgegnerin seine Begründung als unzureichend beanstandet 53

hatte. Folglich ist der Antrag des Antragstellers zu 25 zurückzuweisen.

B. Abfindung gemäß § 305 AktG

54 Die angebotene Abfindung ist im Ergebnis angemessen gemäß § 305 AktG.

I. Stellungnahme des Erstgutachters

55 Der gemeinsame Bericht der Geschäftsführungen der und der Interseroh vom 28. März 2011 stützt sich auf die gutachterliche Stellungnahme des Erstgutachters vom 17. Mai 2011. Danach wurde der Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S1 ermittelt. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen wurde nicht identifiziert. Verwendet wurde die Planungsrechnung der Gesellschaft. Der Unternehmenswert betrug zum 17. Mai 2011 EUR 456.349.200,00. Darin gingen die Barwerte der Dividenden, der Wertbeiträge aus Thesaurierungen sowie der Sonderwerte ein.

56 Zur Diskontierung der Zukunftserfolgswerte wurden Kapitalisierungszinssätze i.H.v. 9,3 % (2011), 9,4 % (2012) und 8,8 % (2013) sowie 7,3 % (ewige Rente ab 2014 ff.) verwendet. Verwendet wurde ferner ein Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 3,5 % abzüglich Abgeltungssteuer (26,38 %). Die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern lag bei 4,5 %. Die verschuldeten Betafaktoren lagen zwischen 1,3 und 1,5. Der Wachstumsabschlag betrug 1,1 %. Er wurde von dem Kapitalisierungszinssatz der ewigen Rente in Abzug gebracht. Daraus ergab sich ein Wert je Aktie der Interseroh i.H.v. EUR 46,38. Der Liquidationswert der Interseroh wurde überschlägig ermittelt und lag unterhalb des Fortführungswertes.

57 Zusätzlich wurde eine vergleichende Marktbewertung anhand von Multiplikatoren vorgenommen. Dabei wurden die Erfolgsgrößen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Gesamtwert zu dem Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EV/EBIT), Gesamtwert zu dem Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EV/EBITDA) und Gesamtwert zu Umsatz (EV/Umsatz) verwendet. Zur Marktweranalyse wurden die Vergleichsunternehmen ausgewählt, die auch zur Bemessung des Beta-Faktors herangezogen worden waren (Peer Group). Im Wesentlichen wurde die Marktanalyse auf EBITDA-Multiplikatoren gestützt. Dabei

wurden Schätzungen für die Jahre 2011 bis 2013 der Finanzdienstleister Thomson Financials, USA, und Bloomberg, USA, verwendet. Die EBITDA-Multiplikatoren für die Peer Group lagen im Median zwischen 6,2 und 7,5. Für die Analyse der Wertbandbreiten wurden im Wesentlichen die Jahre 2012 und 2013 herangezogen. Das Jahr 2011 wurde in Hinblick auf Aufholeffekte aus der Finanzkrise nicht schwerpunktmäßig berücksichtigt. Auf der Basis der EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group lagen die Schätzungen der Jahre 2012-2013 in einer Bandbreite des Eigenkapitals der Interseroh zwischen EUR 222,7 Mio. und EUR 574,0 Mio. Der ermittelte Ertragswert lag innerhalb dieser Bandbreite.

Der Börsenkurs der Interseroh-Aktie wurde in Übereinstimmung mit der aktuellen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ermittelt. Er beruht auf einem Drei-Monats-Durchschnittskurs der Aktien der Interseroh bis zum Zeitpunkt vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 10. Dezember 2010. Nach den Mitteilungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) betrug der Durchschnittskurs für diesen Zeitraum EUR 39,08 je Aktie. Damit lag der durchschnittliche Börsenkurs unterhalb des ermittelten Unternehmenswertes je Interseroh-Aktie i.H.v. EUR 46,38.

58

Zur Ermittlung des Ausgleichs gemäß § 304 AktG wurde der ermittelte Unternehmenswert der Interseroh verzinst. Dabei wurden nicht die für die Unternehmenswertberechnung ermittelten Kapitalisierungszinssätze angewendet, sondern ein risikoangepasster geringerer Zinssatz von 7,00 %, um das geringere Risiko von Ausgleichszahlungen gegenüber Dividendenzahlungen abzubilden. Daraus ergab sich ein Ausgleich je Aktie für ein volles Geschäftsjahr i.H.v. EUR 3,23 netto. Der Bruttoausgleich betrug auf der Grundlage des seinerzeit aktuellen Körperschaftsteuersatzes und des Solidaritätszuschlags EUR 3,92 je Stückaktie.

59

II. Bericht des Vertragsprüfers

Der vom Landgericht Köln bestellte Vertragsprüfer hat seinen Prüfungsbericht am 30. März 2011 vorgelegt. Die Prüfung hat zu dem Ergebnis geführt, dass die angebotene Barabfindung i.H.v. EUR 46,38 je Aktie und die angebotene Ausgleichszahlung i.H.v. EUR 3,94 brutto je Aktie angemessen sind.

60

Die von ermittelten Ertragswerte einschließlich Sonderwerte sowie die verwendeten Kapitalisierungszinssätze wurden von dem Prüfer als sachgerecht bestätigt. Auch die Herleitung des Ausgleichs und des Börsenkurses wurde als sachgerecht bezeichnet. Besondere Schwierigkeiten gemäß § 293 e Abs. 1 AktG wurden nicht konstatiert.

III. Zusammenfassung und Ergebnisse des Sachverständigengutachtens

- 61 Der Sachverständige hat auftragsgemäß zu den Beweisbeschlüssen der Kammer ein umfassendes und eigenständiges Bewertungsgutachten vorgelegt. Er hat den Unternehmenswert der Gesellschaft in einer Wertbandbreite zwischen EUR 46,83 und EUR 51,23 je Aktie ermittelt.
- 62 Ferner hat er anhand verschiedener Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren eine verdichtete Gesamtbandbreite des Unternehmenswerts je Aktie auf der Basis von Einzelbandbreiten je Multiplikator zwischen EUR 43,34 und EUR 50,23 ermittelt. Das entspricht einem mittleren Wert je Aktie der Interseroh von EUR 46,79.
- 63 Unter Würdigung der vorstehenden Erkenntnisse hat der Sachverständige einen verdichteten Verkehrswert je Aktie der Interseroh i.H.v. EUR 47,87 geschätzt. Dieser Betrag liegt nur geringfügig über dem gewährten Abfindungsbetrag i.H.v. EUR 46,38.
- 64 Der Börsenkurs der Interseroh-Aktie beträgt für den relevanten Beobachtungszeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des BGVs EUR 39,08 und liegt folglich unterhalb des quotalen Unternehmenswerts i.H.v. EUR 47,87.
- 65 Der Ausgleich gemäß § 304 AktG ist in gleicher Weise wie die Abfindung ermittelt worden. Der Sachverständige hat eine Netto-Ausgleichszahlung i.H.v. EUR 4,31 je Interseroh-Aktie berechnet. Dieser Betrag weicht von der von dem Erstgutachter ermittelten Netto-Ausgleichszahlung i.H.v. EUR 3,25 je Interseroh-Aktie erheblich ab.
- 66 Der Sachverständige ist auch insoweit in einigen Punkten von den Prämissen

des Erstgutachters abgewichen. Bezugsgröße war jeweils die angebotene Abfindung je Aktie. Der Sachverständige hat jedoch einen wesentlich höheren Verrentungszinssatz von 8,99 % anstelle von 7,00 % verwendet. Insbesondere deshalb fällt der vom Gutachter geschätzte Ausgleich erheblich höher aus.

1. Vorgehensweise des Sachverständigen

Der Sachverständige hat zunächst seine Bewertungsgrundsätze erläutert. Danach basiert das Gutachten auf den Verlautbarungen des IDW S1 und den DVFA-Empfehlungen. Beide Konzepte werden ausführlich im Gutachten erläutert. Dabei wird dargestellt, dass sowohl die Ertragswertmethode als auch Discount Cashflow-Methode (nachfolgend „*DCF-Methode*“) in der Bewertungspraxis als gleichwertige Methoden anerkannt sind. Beide Methoden basieren auf der Annahme, dass der Wert eines Unternehmens nach den in Zukunft zu erwartenden finanziellen Überschüssen bemessen wird. Dieser Ansatz ist rechtlich unbedenklich (BVerfG, Beschluss vom 07. November 2006 – 1 BvL 10/02 –, juris Rz. 116 = BVerfGE 117, 1-70; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 – I-26 W 5/07 (AktE) –, juris Rz. 106; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 30. April 2013 – 12 W 5/12 –, juris Rz. 34).

68

Die Unsicherheit bei der Erzielung der finanziellen Überschüsse in der Zukunft wird in beiden Methoden über einen Zuschlag auf die Diskontierungszinssätze, mit denen die Zukunftserfolge auf den Barwert zum Stichtag abgezinst werden, abgebildet. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die erwartete Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die hinsichtlich der Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.

69

Der Sachverständige hat auftragsgemäß zu den Beweisbeschlüssen der Kammer ein umfassendes und eigenständiges Bewertungsgutachten vorgelegt. Er hat den Unternehmenswert der Gesellschaft mit Hilfe der DCF-Methode ermittelt. Diese Bewertungsmethode ist sowohl in der Betriebswirtschaftslehre, der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 30. April 2013 – 12 W 5/12 –, juris Rz. 34; OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2016 – 21 W 36/15 –, juris Rz. 8, 67 ff.). Es wird davon ausgegangen, dass die DCF-Methode unter identischen Prämissen zu

70

vergleichbaren Ergebnissen führt wie die ansonsten übliche Ertragswertmethode.

- 71 Der Sachverständige hat sich ausführlich zur Wahl der Bewertungsmethode geäußert. Insofern kann auf die zutreffenden Ausführungen auf den Seiten 200 ff. des Bewertungsgutachtens verwiesen werden. Diese Ausführungen sind nachvollziehbar und überzeugend. Die DCF-Methode mit einem Equity-Ansatz ist insbesondere auch gewählt worden zwecks transparenter Überführung der Bewertung zur Vorgehensweise des Erstgutachters.
- 72 Ferner hat der Gutachter den Unternehmenswert entsprechend den DVFA-Empfehlungen auf der Basis verschiedener Methoden ermittelt. Er hat anhand verschiedener Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren eine verdichtete Gesamtbandbreite des Unternehmenswerts je Aktie ermittelt. Berücksichtigt wurden dabei Invested Capital-, Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren sowie Kurs-Gewinn-Verhältnisse.
- 73 Der Sachverständige hat auftragsgemäß eine Neubewertung der Interseroh unter Berücksichtigung der Ergebnisse des Erstgutachters, des Vertragsprüfers und der wesentlichen Rügen der Antragsteller vorgenommen. Dabei ist der Gutachter in zahlreichen Punkten von der Bewertung des Erstgutachters abgewichen, so z.B. bei der Berücksichtigung persönlicher Steuern, des Basiszinssatzes, des unverschuldeten Betafaktors, der nachhaltigen Wachstumsrate und der Verwendung von Multiplikatoren. Einzelheiten dazu ergeben sich aus der Auflistung auf Seite 23 des Bewertungsgutachtens.
- 74 Der Barwert künftiger Auszahlungen ist von dem Gutachter nach dem in der Theorie und der Praxis üblichen Capital Asset Pricing Model (nachfolgend „CAPM“) berechnet worden. Das CAPM ist in der ökonomischen Lehre und Bewertungspraxis allgemein anerkannt, auch in der Rechtsprechung wird es üblicherweise angewendet (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 – I-26 W 5/07 (AktE) –, juris Rz. 122). Im Rahmen des CAPM werden zur Schätzung der risikoadäquaten Eigenkapitalkosten Alternativrenditen herangezogen. Dazu werden die in der Vergangenheit beobachteten Kapitalmarktrenditen analysiert.

Diese Renditen werden in einen risikolosen Basiszinssatz und einer unternehmensspezifischen Risikoprämie zerlegt. Letztere wird anhand des allgemeinen Marktrisikos und des systematischen Risikos in Form des Betafaktors ermittelt. Die unternehmensindividuelle Risikoprämie ergibt sich aus der Multiplikation des Betafaktors und der Marktrisikoprämie. Diese Vorgehensweise des Sachverständigen entspricht der üblichen Vorgehensweise in gerichtlichen Spruchverfahren. Zwar ist das CAPM in der Rechtsprechung nicht unstrittig, einige Bedenken sind nachvollziehbar. Dennoch kann das Modell aufgrund der breiten Akzeptanz in der Theorie und der Praxis der Bewertung zugrunde gelegt werden, da sich alternative Berechnungsweisen bislang noch nicht als bessere oder richtigere Verfahren herausgestellt haben.

Ausdrücklich abgelehnt hat der Sachverständige jedoch die Anwendung des ebenfalls üblichen TAX-CAPM. Mit diesem Modell werden Risikoprämien nach persönlichen Steuern ermittelt. Die Problembereiche sind in dem Sachverständigengutachten auf den Seiten 221 ff. dargestellt und ausführlich begründet worden. Darauf kann verwiesen werden. Die Ablehnung des TAX-CAPM wird insbesondere mit fehlenden empirischen Daten zur Auswirkung der Steuern auf Marktrisikoprämien begründet. Die Darstellung im Gutachten ist äußerst ausführlich und in jeder Hinsicht überzeugend.

75

Ausgesprochen ausführlich sind auch die Überlegungen des Sachverständigen zur Ermittlung des Börsenkurses. Auftragsgemäß ist der Börsenkurs auf der Grundlage der Stollwerck-Entscheidung des Bundesgerichtshofs ermittelt worden. Der Sachverständige hat sich dabei eingehend mit der Kritik der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters sowie der Vorgehensweise des Erstgutachters und des Vertragsprüfers auseinandergesetzt. Bei den Einwänden der Verfahrensbeteiligten handelt es sich in erster Linie um rechtliche Erwägungen, insbesondere bei der Frage des Referenzzeitraums, die durch die Rechtsprechung geklärt sind. Danach kommt es nicht auf den Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung an und auch nicht auf den entsprechenden Stichtagswert. Vielmehr ist maßgebend der Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des BGVs. Ggf. sind Marktentwicklungen bis zum Stichtag

76

zu berücksichtigen (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – juris Rz. 10, 29, BGHZ 186, 229-242).

- 77 Der Gutachter hat den Verlauf des Aktienkurses der Interseroh ausführlich anhand eines Diagramms erläutert. Danach ist der Aktienkurs der Interseroh-Aktie mit der Ankündigung des BGVs am 10. Dezember 2010 sprunghaft angestiegen. In dem Referenzzeitraum von drei Monaten vor diesem Zeitpunkt bewegte sich der Aktienkurs auf etwa EUR 40,00. Laut Auskunft der BaFin betrug der Drei-Monats-Durchschnittskurs der Interseroh-Aktie bis zum Zeitpunkt der Bekanntgabe am 10. Dezember 2010 EUR 39,08. Diese Zahlen sind durch eigene Berechnungen des Sachverständigen bestätigt worden.
- 78 Nachfolgend wird in dem Gutachten eine Fortentwicklung dieses durchschnittlichen Börsenkurses bis zum Stichtag diskutiert. Die dabei angeführten Aspekte der Rechtsprechung sind berücksichtigt worden. Im Ergebnis ist auf eine Anhebung des Börsenkurses im Hinblick auf den relativ kurzen Zeitraum zwischen der Ankündigung der Maßnahme am 10. Dezember 2010 und der Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme am 17. Mai 2011 (ca. fünf Monate) abgesehen worden. Alternativ sind die Kursentwicklungen des CDAX und verschiedener Branchenindizes in die Berechnung eingeflossen und haben zu hochgerechneten Kursen der Interseroh-Aktie zwischen EUR 39,57 und EUR 42,46 geführt. Das zeigt, dass selbst hochgerechnete Börsenkurse den angebotenen Abfindungsbetrag i.H.v. EUR 46,38 nicht überschreiten und damit auch nicht abfindungsrelevant sind.
- 79 Die Aussagen zum Börsenkurs hat der Sachverständige auch anhand der Kurs- und Liquiditätsanalyse der Interseroh-Aktie verifiziert. Für die Zeit vom 17. Mai 2008 bis zum 17. Mai 2011 ist die Entwicklung der täglichen Handelsvolumina, des Free Floats, der durchschnittlichen Handelsvolumina und der täglichen Bid-Asks-Spreads untersucht worden. Insgesamt ist die Liquidität der Interseroh-Aktie als vergleichsweise niedrig eingestuft worden. Im Ergebnis kommt der Sachverständige zu dem Schluss, dass der Börsenkurs der Interseroh-Aktie ihren Verkehrswert aus ökonomischer Sicht nicht adäquat widerspiegelt. Dennoch seien die von der Rechtsprechung geforderten juristischen Liquiditätskriterien

zur Berücksichtigung des Börsenkurses erfüllt worden. Diese Differenzierung ist ausführlich erläutert worden und im Ergebnis überzeugend.

Ferner hat der Sachverständige auftragsgemäß das Bewertungsergebnis mit Hilfe von Sensitivitätsanalysen auf die Abhängigkeit von gesetzten Bewertungsannahmen überprüft. Dabei zeigte sich eine große Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse von der Marktrisikoprämie, dem Betafaktor und dem nachhaltigen Wachstum. Beispielsweise verringert sich die Abfindung bei der unterstellten Wachstumsrate von 2 % und einem unterstellten Betafaktor von 1,05 von EUR 48,95 auf EUR 43,00 bei einem Betafaktor von 1,20. Ähnlich hohe Sprünge in der Abfindung sind bei prozentualen Änderungen der Marktrisikoprämie und der verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern zu beobachten. Hinsichtlich der Einzelheiten kann auf die diesbezüglichen Tabellen auf Seite 24 des Gutachtens verwiesen werden.

80

Auch bezüglich des Ausgleiches wurden Sensitivitätsanalysen vorgenommen. Der Ausgleich bewegt sich bei unterstellter Verzinsung von 9 % in einer Spannbreite von EUR 4,17 (Erstgutachter) zu EUR 4,52 (Multiplikator-Obergrenze). Hinsichtlich der Einzelheiten kann auf die Tabelle auf Seite 25 des Bewertungsgutachtens verwiesen werden.

81

2. Gutachterliche Schätzung des Unternehmenswerts im Einzelnen

3. Vergangenheitsanalyse zur Ertrags- und Vermögenslage

Der Gutachter hat zunächst ausführlich die Ertrags- und Vermögenslage der Gesellschaft für die Jahre 2008-2010 zwecks Plausibilisierung der Planung ab dem Jahr 2011 analysiert. Er hat dabei darauf hingewiesen, dass die historischen Geschäftsjahre aufgrund der Wirtschaftskrise 2008 und 2009 nur eingeschränkt zur Analyse geeignet sind. Das Krisenjahr 2009 wurde mit einer Rohertragsmarge von 16,9 % als Ausnahmejahr mit zahlreichen Sondereinflüssen gewertet. Im Ergebnis hat der Gutachter festgestellt, dass die EBIT-Marge auf Konzernebene im Zeitraum von 2008-2010 leicht gesteigert werden konnte. Zudem führte eine stetige Reduzierung der Verschuldung zu einer Verbesserung des Finanzergebnisses. Das Jahresergebnis stieg entsprechend von EUR -6,2

82

Mio. (vor Minderheitsanteilen) bzw. EUR -1,3 Mio. (nach Minderheitsanteilen) im Jahr 2008 auf einen Überschuss von EUR 34,1 Mio. (vor Minderheitsanteilen) bzw. EUR 31,8 Mio. (nach Minderheitsanteilen) im Jahr 2010. Dabei wurde die Ertragslage der Vergangenheit um entsprechende Einmaleffekte bereinigt. Insofern kann auf die Ausführungen auf Seite 57 des Gutachtens verwiesen werden. Für das Geschäftsjahr 2010 ergab sich demnach eine um 0,9 Prozentpunkte niedrigere bereinigte EBITDA-Marge und eine um 0,8 Prozentpunkte niedrigere bereinigte EBIT-Marge.

83 Die Bilanzsumme verringerte sich allerdings von EUR 729,4 Mio. im Jahr 2008 auf EUR 656,5 Mio. im Jahr 2010. Das entspricht laut Gutachter einem Rückgang von rund 10 %. Der Rückgang ist nach der Darstellung des Sachverständigen auf eine reduzierte Investitionstätigkeit der Gesellschaft in das Anlagevermögen aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 zurückzuführen.

84 In einer Unternehmens- und Ressourcenanalyse werden die Stärken und Schwächen der Interseroh in der Vergangenheit und Zukunft dargestellt. Positiv seien die etablierte Wettbewerbs- und Marktposition der Interseroh in den einzelnen Geschäftsbereichen, die Chancen auf dem internationalen Markt in den Geschäftsbereichen Stahl- und Metallrecycling und Rohstoffhandel sowie die weltweite Rohstoffknappheit zu werten. Negativ seien die starke Konjunkturabhängigkeit (Schwankungen der Nachfrage und Rohstoffpreise) in den beiden Geschäftsbereichen Stahl- und Metallrecycling und Rohstoffhandel sowie die relativ hohe Abhängigkeit von einzelnen geographischen Absatzmärkten, insbesondere Deutschland, zu beurteilen. Hinsichtlich der Einzelheiten kann auf die Darstellung im Gutachten auf den Seiten 62 ff. verwiesen werden.

4. Planungsrechnung

85 Der Sachverständige hat die Planungsrechnung der Gesellschaft gemäß den DVFA-Empfehlungen und in Ergänzung zum Bewertungsstandard IDW S1 unter dem Wertkonzept eines „marktüblichen Erwerbers“ plausibilisiert. Zur weiteren Interpretation des Konzepts des markttypischen Erwerbers und der von diesem zu unterstellenden Unternehmensplanung ist auf den Rechnungslegungs-

standards IFRS 13 zur Ermittlung beizulegender Zeitwerte zurückgegriffen worden. Hiernach bemisst sich der beizulegende Zeitwert eines Vermögenswerts anhand der Annahmen, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung für den Vermögenswert zugrunde legen würden, wobei die Marktteilnehmer in ihrem besten wirtschaftlichen Interesse handeln. Gleichzeitig ist danach die Fähigkeit des Marktteilnehmers zu berücksichtigen, aus der höchst ungewissen Verwendung des Vermögenswertes den besten wirtschaftlichen Nutzen zu erzielen. Bei der Unterstellung fiktiver Kaufvertragsverhandlungen hinsichtlich des Unternehmens wird ein rational handelnder markttypischer Erwerber seinen Grenzpreis für den Erwerb des Vermögensgegenstandes unter der Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzbarkeit ermitteln. Bei Unterstellung eines marktüblichen Erwerbers sind käuferindividuelle Synergien nicht in der Unternehmensplanung, bzw. der Bewertung zu berücksichtigen, da diese Synergien außerhalb des fiktiven Einigungsbereichs markttypischer Erwerber liegen. Die Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzung des Vermögensgegenstandes durch den markttypischen Erwerber sei nicht als Meistbegünstigung misszuverstehen. Die DVFA-Empfehlungen stünden insoweit in Einklang mit der betriebswirtschaftlichen Literatur, die die Verwendung mittlerer Erwartungswerte zur Ableitung von Unternehmenswerten fördert.

Vor diesem Hintergrund hat der Sachverständige die Planung der Gesellschaft plausibilisiert. Es ist geprüft worden, ob die Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und in sich widerspruchsfrei sind. Geprüft worden sind der Planungsprozess, der Aufbau der Planungsrechnung, die Planungstreue und die Belastbarkeit der Planung in Bezug auf eine Peer Group.

86

Die Kammer unterstützt ausdrücklich die beschriebene Vorgehensweise des Sachverständigen. Sie entspricht dem ergänzenden Beweisbeschluss vom 7. Juli 2014. Danach ist der Sachverständige beauftragt worden, den voraussichtlich nach IDW S1 ermittelten Unternehmenswert aus der Sicht des Marktes bzw. marktüblicher Erwerber zu plausibilisieren, um zu gewährleisten, dass das Bewertungsziel – Verkehrswertes und Unternehmens (zuletzt: BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242 – Juris Rz. 44) – im

87

Sinne einer Breitbandbestimmung erreicht wird. Im Hinblick auf dieses Bewertungsziel ist eine Anpassung der Bewertungsparameter, soweit das Konzept des IDW S1 zur Typisierung subjektiver Bewertungsannahmen beibehalten wird, geboten. Der Verkehrswert des Unternehmens ist sein hypothetischer Marktpreis unter gewöhnlichen Bedingungen. Das ist das Ergebnis eines hypothetischen Transaktionsprozesses. Die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte kann insoweit lediglich als Ausgangsbasis für etwaige Preisverhandlungen betrachtet werden. Das entspricht auch dem ursprünglichen Konzept des IDW S1 im ersten Bewertungsstandard HFA 2/83. Das aktuelle Bewertungskonzept des IDW S1 2008 mit der Schätzung objektivierter Unternehmenswerte wird dem Verkehrswert des Unternehmens nicht gerecht. Die Unterschiede von Wert- und Preiskonzeptionen wird nicht beachtet. Insofern ist zumindest eine Überprüfung der IDW S1-Wertberechnung im Hinblick auf markttypische Erwerber vorzunehmen, um zu gewährleisten, dass die Schätzung des hypothetischen Preises für das Unternehmen im Ganzen auf realistischen Annahmen beruht.

88 Mit dieser Maßgabe hat der Sachverständige die Planung der Interseroh hinsichtlich ihres operativen Ergebnisses, des nachhaltigen Wachstums, des Finanz- um Beteiligungsergebnisses, der Finanzplanung, der Synergie-Effekte und der sonstigen Werttreiber untersucht. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Gesamtleistung kontinuierlich steigt, und zwar von EUR 2.015.000.000,00 (2011) über EUR 2.144.200.000,00 (2012) bis EUR 2.203.200.000,00. Die Vergleichswerte für die früheren Jahre liegen bei EUR 1.257.600.000,00 (2009) und EUR 1.929.000.000,00 (2010). Die Wachstumsraten in der Detailplanungsphase liegen bei 4,5 % (2011), 5,4 % (2012) und 3,7 % (2013). Auch das EBITDA und das EBIT steigen in vergleichbarer Höhe an. Weitere Einzelheiten ergeben sich aus der tabellarischen Übersicht auf Seite 61 des Bewertungsgutachtens und den nachfolgenden Ausführungen bis einschließlich Seite 178.

89 Die für die ewige Rente (Terminal Value) zu unterstellende nachhaltige Wachstumsrate ist ebenfalls ausführlich erläutert worden. Insofern handelt es sich um einen zentralen Streitpunkt. Die von dem Erstgutachter und dem Vertragsprüfer

gebilligte nachhaltige Wachstumsrate i.H.v. 1,1 % wird von den Antragstellern als unrealistisch niedrig eingeschätzt.

Der Sachverständige setzt sich zunächst mit der Berechnung des Erstgutachters auseinander. Auch die Überlegungen des Vertragsprüfers sowie der Verfahrensbeteiligten werden dargestellt. Im Gutachten wird zunächst klargestellt, dass aufgrund der nominellen Planungsrechnung auch nominelles Wachstum zu ermitteln sei. Für die Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate hat der Sachverständige zunächst an die Umsatzerlöse der Interseroh angeknüpft mit einem negativen Trend des Umsatzwachstums auf 3,7 % im Jahr 2013. Nachfolgend werden Preissteigerungen, inflationsbedingtes Wachstum, Mengenwachstum, Struktureffekte und Effizienzgewinne ausführlich untersucht. Verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung werden ebenso wie die entsprechenden Inflationsreihen der Zentralbanken berücksichtigt. Es schließt sich eine Analyse der nominalen Gesamtumsatzwachstumsrate der Interseroh in den drei Geschäftsbereichen an. Für den Bereich Stahl- und Metallrecycling wird bei hoher Wettbewerbsintensität von einer eingeschränkten Überwälzbarkeit von Preissteigerungen ausgegangen. Im Ergebnis wird das vom Erstgutachter angesetzte nachhaltige Märgenniveau der Interseroh für plausibel erachtet.

90

Allerdings sei es sachgerecht, das verwendete Zwei-Phasenmodell um eine Konvergenzphase für die Jahre 2014-2016 zu ergänzen (Drei-Phasen-Modell). Ziel dieser Erweiterung sei es, den eingeschwungenen Zustand realitätsnah und ohne Strukturbruch abzuleiten.

91

Unter Abwägung der Chancen und Risiken hält der Sachverständige eine Absenkung der Wachstumsrate von 3,7 % im letzten Jahr der Detailplanung (2013) auf 2,0 % für die Konvergenzphase für angemessen. Diese Wachstumsrate könne auch für den Terminal Value (ewige Rente) übernommen werden. Einzelheiten zu Berechnung ergeben sich aus der tabellarischen Aufstellung Seite 141 des Bewertungsgutachtens. Darauf kann verwiesen werden.

92

93 Die komplexen Überlegungen des Sachverständigen zur nachhaltigen Wachstumsrate beruht auf fachlicher Expertise. Die Ausführungen sind umfassend, in sich konsistent und geben keinen Anlass zu Beanstandungen. Auch die Verfahrensbeteiligten haben keine grundlegenden Kritikpunkte gegen die Höhe der geschätzten nachhaltigen Wachstumsrate vorgebracht, so dass dem Sachverständigen auch insoweit zu folgen ist.

5. Kapitalkosten

94 Der von dem Gutachter abgeleitete Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus einem risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 3,75 % sowie einem Risikozuschlag i.H.v. 5,25 % zusammen. Der Risikozuschlag resultiert aus einer Marktrisikoprämie i.H.v. 5 % (vor persönlichen Steuern) und einem unternehmensspezifischen unverschuldeten Betafaktor i.H.v. 1,05. Unter Berücksichtigung des zeitvariablen Kapitalstrukturrisikos der Interseroh seien verschuldete Eigenkapitalkosten in einer Bandbreite von 9,5 % bis 10,4 % berechnigt.

a. Anwendung des CAPM

95 Der Gutachter hat den Kapitalisierungszinssatz nach dem in Theorie und Praxis gebräuchlichen Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechnet. Dieses Modell wird von der Bewertungspraxis empfohlen und von der Rechtsprechung gebilligt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 – I-26 W 5/07 (AktE) –, juris Rz. 112 ff. mwN.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 02. Mai 2011 – 21 W 3/11 –, juris Rz. 49 ff. mwN.). Die von der Kammer in früheren Entscheidungen gegen das CAPM formulierten Bedenken sind hier nicht relevant, da die Kapitalkostenermittlung anhand alternativer Konzepte plausibilisiert bzw. verifiziert worden ist.

96 Im Rahmen des CAPM werden empirisch beobachtete Kapitalmarktrenditen herangezogen. Diese Renditen werden in einen risikolosen Basiszinssatz und einer von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegt. Der Basiszinssatz repräsentiert die risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investitionen in das zu bewertende Unternehmen. Das unternehmensspezifische Risiko richtet sich nach der jeweiligen Risikostruktur des Unternehmens sowie der Branche. Relevant ist nur das systematische Risiko, nicht hingegen das durch Diversifikation zu beseitigende

unsystematische Risiko des jeweiligen Unternehmens. Gemessen wird das systematische Risiko über den Betafaktor. Dieser drückt das Risiko einer Investition in das zu bewertende Unternehmen in Relation zum Marktrisiko aus. Ein Betafaktor > 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Ein Betafaktor < 1 bedeutet, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Das unternehmensindividuelle Risiko ergibt sich durch die Multiplikation des Betafaktors des Unternehmens und der Marktrisikoprämie. Die Marktrisikoprämie wird grundsätzlich als Differenz zwischen der langfristigen, erwarteten Rendite eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren (Aktien, Schuldverschreibungen, Immobilien, etc.), und dem zum Bewertungsstichtag risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert. In der praktischen Umsetzung wird das theoretische Konstrukt des Marktportfolios auf den breitesten verfügbaren Index für Eigenkapital (Aktien) am bewertungsrelevanten Kapitalmarkt reduziert. 97

b. Ablehnung des TAX-CAPM

Der Sachverständige hat zunächst die Schätzung der Eigenkapitalkosten des Erstgutachters gemäß TAX-CAPM analysiert. Anhand der Berechnung des Erstgutachters ist aufgezeigt worden, dass dieser sowie der Vertragsprüfer implizit davon ausgegangen sind, dass sich die Bewertungsergebnisse auf der Basis von Modellen mit expliziter Berücksichtigung persönlicher Steuern (TAX-CAPM) nicht von Bewertungsergebnissen ohne deren explizite Berücksichtigung (CAPM) unterscheiden. Ferner hat die Analyse ergeben, dass auch der Erstgutachter implizit eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von rund 5 % unterstellt hat, was sich mit den vom Vertragsprüfer diskutierten und vom IDW empfohlenen Bandbreiten für Marktrisikoprämien vor- und nach persönlichen Steuern deckt. Zudem erläutert der Sachverständige unter Würdigung des Vortrags der Verfahrensbeteiligten die Problembereiche des vom Erstgutachter verwendeten TAX-CAPM. 98

Überzeugend ist für das Gericht die Feststellung des Sachverständigen, dass 99

eine Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer theoretisch nicht beobachtet werden könnte. Es fehlt folglich eine empirische Basis. Zudem sei die vom IDW zur Begründung des TAX-CAPM verwendete Typisierung einer inländischen Privatperson mit einer Haltedauer von mehr als 25 Jahren nicht nachvollziehbar. Schließlich seien Bewertungen auch ohne die Berücksichtigung persönlichen Ertragsteuern möglich.

c. Basiszinssatz

100 Den Basiszinssatz hat der Gutachter, wie inzwischen üblich und in der Rechtsprechung akzeptiert, auf der Grundlage von Zinsstrukturkurven ermittelt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21. Dezember 2011 – I-26 W 3/11 (AktE) –, juris Rz. 67 ff. mwN.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 02. Mai 2011 – 21 W 3/11 –, juris Rz. 49 ff. mwN.).

101 Als Datenbasis dienten die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank und der EZB. Es sind die durchschnittlichen Werte für einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag berechnet worden, analog zur Berechnung von durchschnittlichen Börsenkursen.

102 Aus Gründen der Praktikabilität ist nicht für jedes Jahr ein laufzeitadäquater Zinssatz diskontiert worden, sondern es ist über den gesamten Zeitraum ein barwertäquivalenter Zinssatz berechnet und verwendet worden. Bei der Schätzung des Basiszinssatzes sind die Überlegungen des Erstgutachters und des Vertragsprüfers ebenso wie die der Verfahrensbeteiligten einbezogen worden. Der Gutachter schätzt den Basiszinssatz unter der Annahme eines Wachstums von 2 % pro Jahr zum Stichtag aufgrund einer unternehmensindividuellen Berechnung auf 3,82 %. Die Berechnung basiert auf einer typisierten Überschussrechnung und auf unternehmensindividuellen Cashflows zum Bewertungsstichtag. Entsprechend gängiger Bewertungspraxis ist der Basiszinssatz in 0,25 %-Schritten gerundet worden, hier auf einen Wert von 3,75 %.

d. Risikozuschlag

103 Der Sachverständige hat sich ebenfalls unter Einbeziehung der Ausführungen des Erstgutachters, des Vertragsprüfers und der Verfahrensbeteiligten zur Be-

urteilung des Risikozuschlags geäußert. Entgegen der geäußerten Rechtsauffassung der Antragsteller ist der Gutachter der nachvollziehbaren Auffassung, dass der Risikozuschlag zur Abbildung der Unsicherheit künftiger Erträge notwendig sei.

(1) Marktrisikoprämie

Die Bestimmung der Marktrisikoprämie nimmt in dem Gutachten des Sachverständigen breiten Raum ein. 104

In dem Gutachten wird unter der Darstellung von zahlreichen Studien zu historischen Marktrisikoprämien aufgezeigt, dass diese vor persönlichen Steuern in einer Bandbreite von ca. 4,0 % bis 8,4 % für Beobachtungszeiträume bis einschließlich dem Jahr 1998 liegen. In neueren Studien mit Beobachtungszeiträumen und Kapitalmarktzyklen bis maximal zum Jahr 2013 seien durchschnittliche Marktrisikoprämien vor persönlichen Steuern von ca. 3,6 % bis ca. 6,1 % ermittelt worden. Dabei sind die kritischen Auswahlparameter, wie Mittelwertbildung, Aktienindex, Länge des Beobachtungszeitraums und der einzelnen Renditeintervalle, Einbezug von Renditebestandteilen u. a., vom Sachverständigen angesprochen worden. Ergänzend ist die so genannte angebotsseitige Marktrisikoprämie in dem Gutachten diskutiert worden (vgl. *Hachmeister/Ruthardt/Autenrieth, Marktrisikoprämien am deutschen Kapitalmarkt - Ermittlung, Simulation und Vergleich historischer and angebotsseitiger Marktrisikoprämien, 2014*). Die angebotsseitige Marktrisikoprämie bildet primär die Renditekomponente ab, die auf den Gewinnen der Unternehmen basiert ohne solche Renditebestandteile, die nur auf Handelsprozessen der Marktteilnehmer basieren und somit nicht von den Gewinnen getrieben sind. Danach bestätigen die stärker geglätteten Ergebnisse zur angebotsseitigen Marktrisikoprämie die Ergebnisse von Stehle von über 5 % für die Marktrisikoprämie. Unabhängig davon seien die historischen Marktrisikoprämien insbesondere aufgrund ihres Verlaufs in den Krisen-jahren 2008 und 2009 nur beschränkt aussagefähig, um als Basis für die zum Bewertungsstichtag erforderliche Prognose der zukünftigen Marktrisikoprämie zu dienen. 105

Ergänzend sind Studien herangezogen worden für den Zeitraum von 1960- 106

1998, in denen implizite Marktrisikoprämien ermittelt wurden. Der Gutachter stützt sich dabei insbesondere auf eine aktuelle Studie von Bassemir/Gebhart/Ruffing aus dem Jahre 2012. Diese haben implizite Marktrenditen und Marktrisikoprämien für den Zeitraum von 2006-2011 analysiert. Danach liegt die Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von rund 4,0 % bis 8,5 %. Nach einer weiteren Studie von Jäckel/Kaserer/Mühlhäuser aus dem Jahr 2013 ergibt sich laut Gutachter für das Jahr 2010 eine implizite Marktrisikoprämie von 7,2 %. Dabei ist ein Beobachtungszeitraum von 1994 bis 2011 zugrunde gelegt worden.

107 Im Ergebnis spricht sich der Sachverständige dafür aus, nicht lediglich historische Marktrisikoprämien vor persönlichen Steuern zu verwenden, sondern auch zum Bewertungsstichtag am Kapitalmarkt feststellbare implizite Marktrisikoprämien zu berücksichtigen. Auf dieser Basis sind im Gutachten eigene Berechnung zu historischen Marktrenditen vorgenommen worden auf der Basis des DAX und CDAX für Beobachtungszeiträume von 1966-2010. Ferner sind unterschiedliche Haltedauern von 1 Jahr, 3 Jahren und 9 Jahren unterstellt worden. Die historischen Marktrenditen werden im Gutachten sowohl als geometrisches Mittel als auch als arithmetisches Mittel dargestellt. Je nach Berechnungsmethode ergeben sich nach der Mittelwertbildung Eigenkapitalkosten für Deutschland zwischen 8,3 % (geometrisches Mittel) bis 11,1 % (arithmetisches Mittel). Sachgerecht sei der Mittelwert aus arithmetischen und geometrischen Mittel. Historische Eigenkapitalkosten i.H.v. 9,7 % seien daher sachgerecht. Unter Einbezug impliziter Marktrenditen seien Eigenkapitalkosten in einem Bereich von ca. 9,0 % bis 10,0 % zu erwarten. Nach Abzug des unterstellten Basiszinssatzes von 3,75 % resultiere daraus eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von gerundet 5,0 % bis 6,0 %. Im Ergebnis sei zum Bewertungsstichtag eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern am unteren Rand der Bandbreite i.H.v. 5,0 % vertretbar. Diese Überlegungen sind für die Kammer nachvollziehbar und überzeugend

(2) Betafaktor

108 Auch der Betafaktor wird im Gutachten ausführlich auf den Seiten 286 ff. erläutert. Der Sachverständige befasst sich dabei zunächst mit der Schätzung des

Betafaktors durch den Erstgutachter, der in Übereinstimmung mit dem Vertragsprüfer den unverschuldeten Betafaktor der Interseroh von 0,3 für nicht verwendbar hielt. Die Einschätzung, dass der Betafaktor der Interseroh aufgrund der seit dem Jahr 2002 sukzessiv aufgebauten Beteiligung durch von der Risikostruktur der Gesellschaft entkoppelt worden sei, sei nachvollziehbar. Dies werde bestätigt durch eine empirische Studie von Brüche/Ehrhardt/Nowak, ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 2008, Seite 455 ff. Insbesondere die festgestellten jährlichen Veränderungen der Jahresüberschüsse der Interseroh zwischen -117,8 % und 159,6 % in dem Zeitraum der Jahre 2002-2009 indizierten eine erhebliche Bandbreite und ein erhöhtes Ertragsrisiko. Weitere Risiken seien in der Planungsrechnung (volatile Rohstoffpreise, Nachfrageverschiebungen, geschäftsbereichsspezifische Abhängigkeit von Großkunden, Einführung neuer Geschäftsmodelle) verborgen. Diese Daten deuteten an, dass der eigene Betafaktor von 0,3 nicht sachgerecht sei. Deshalb müsse auf den Betafaktor von Vergleichsunternehmen (Peer Group) zurückgegriffen werden.

Der Sachverständige setzt sich dabei mit den zahlreichen Einwendungen der Antragsteller auseinander. Danach müsse ein statistisch signifikanter originärer Betafaktor auch dann verwendet werden, selbst wenn dieser im Ergebnis zu einem unerwünschten Ergebnis führe. Gewinnschwankungen seien kein geeigneter Gradmesser für das Risiko der Gesellschaft. Ein Peer Group-Betafaktor habe keinen Bezug zum Bewertungsobjekt. Die Auswahl der Peer Group-Unternehmen sei zu beanstanden. 109

Der Gutachter hält zunächst einen kurzen Beobachtungszeitraum von zwei Jahren angesichts der Verwerfungen durch die Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2007 und 2008 für angebracht. Aus der grafischen Darstellung im Gutachten ist erkennbar, dass der historische unverschuldete Betafaktor der Interseroh ab Februar 2009 von 0,6 kontinuierlich auf 0,1 abgefallen war. Im Durchschnitt lag der Betafaktor für den Beobachtungszeitraum bei 0,3. 110

Der Sachverständige ist aber der Meinung, dass das systematische Risiko der Interseroh tatsächlich höher gelegen habe. Das bestätige sich auch daraus, dass die Betafaktoren der Gesellschaft und der Peer Group-Unternehmen trotz ihrer identischen operativen Risiken erheblich voneinander abweichen würden. 111

Zusätzlich seien die Umsatzerlöse der Interseroh für den Zeitraum von 1998-2010 stärkeren Schwankungen ausgesetzt gewesen als die Umsatzerlöse vergleichbarer Unternehmen. Bei der qualitativen und quantitativen Einschätzung der Risikofaktoren der Interseroh könne der gemessene Betafaktor von 0,1 ökonomisch nicht erklärt werden. Für diesen niedrigen Betafaktor seien andere Gründe verantwortlich, die aber im Einzelnen nicht exakt bestimmbar seien.

112 Die zur Bildung des Peer Group-Betafaktors herangezogenen acht Vergleichsunternehmen sind im Gutachten dargestellt worden. Dabei ist der jeweils breiteste nationale Marktindex als Referenzindex herangezogen worden. Sämtliche Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen sind statistisch signifikant. Der unverschuldete Betafaktor der relevanten Vergleichsunternehmen liegt bei 1,5. Zur Umrechnung auf unverschuldete Betafaktoren hat der Gutachter zur Bereinigung des Kapitalstrukturrisikos unbereinigte debt-Betas in Abzug gebracht, die aufgrund von Ratingverfahren zur Verfügung gestellt werden. Im Ergebnis folgen daraus unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 1,0-1,7, im Median zwischen 1,1 und 1,0, diese gemittelt bei 1,05. Dieser unverschuldete Betafaktor sei plausibel zu den originären Risiken der Interseroh. Ein markttypischer Erwerber würde auf einen Betafaktor aus der Peer Group abstellen, wenn der eigene Betafaktor des Bewertungsobjekts historisch so signifikant nach unten abweiche wie bei der Interseroh. Die Kammer folgt auch diesen überzeugenden Ausführungen des Sachverständigen.

6. Alternative Kapitalkosten:

113 Zusätzlich werden im Gutachten alternative Kapitalkosten gemäß Beweisabschluss der Kammer vom 15. Juni 2012 geschätzt.

114 Nach der so genannten Build-up-Methode ergeben sich verschuldete Eigenkapitalkosten von rund 10,0 % bis 12,0 %. Dieses Verfahren sei aufgrund der hohen Subjektivität aber nicht geeignet.

115 Empirische Eigenkapitalkosten in Form von jährlichen Dividenden- und Kursrenditen über einen Beobachtungszeitraum von 1995-2010 liegen laut Gutachten in einer Bandbreite von rund 5 % bis 15 %. Diese Werte seien zur Plausibilisierung der nach CAPM ermittelten Kapitalkosten zwar grundsätzlich geeignet.

Eine direkte und konkrete Ableitung der Kapitalkosten sei aufgrund der limitierten Datenbasis und weiterer zweifelhafter Kriterien aber nicht möglich.

Zusätzlich sind vom Sachverständigen implizite Eigenkapitalkosten unter Verwendung verschiedener Modelle berechnet worden. Auf der Basis des Dividendendiskontierungsmodells sind implizite verschuldete Eigenkapitalkosten von 8,6 % für Peer Group-Unternehmen berechnet worden. Die empirischen Modelle seien aus zahlreichen Gründen aber nicht belastbar.

116

Nach der sachkundigen Meinung des Sachverständigen können allerdings die Fremdkapitalkosten nach kleineren Anpassungen als Untergrenze für den anzusetzenden unverschuldeten Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden. Forderungen der Fremdkapitalgeber seien aufgrund des geringeren Ausfallrisikos im Vergleich zu Forderungen der Eigenkapitalgeber niedriger verzinst. In den Planjahren 2011-2013 seien für die Interseroh Fremdkapitalkosten und zwischen 7,1 % und 7,9 % feststellbar. Nach Bereinigungen sei ein nachhaltiger Fremdkapitalzins von rund 6,5 % feststellbar. Dieser Wert stimme in etwa mit den Fremdkapitalkosten der Peer Group-Unternehmen überein. Die Differenz zwischen den nachhaltigen Fremdkapitalkosten der Interseroh von 6,5 % und den unverschuldeten Eigenkapitalkosten der Gesellschaft von 9,0 % sei plausibel, da davon auszugehen sei, dass zumindest ein Teil des Fremdkapitals tatsächlich oder faktisch besichert gewesen sei.

117

IV. Einwände der Verfahrensbeteiligten gegen das Bewertungsgutachten

Die Verfahrensbeteiligten haben das Sachverständigengutachten in zahlreichen Punkten angegriffen. Der Sachverständige ist durch Beschlüsse des Landgerichts Köln vom 9. Oktober 2015 und 2. November 2016 gebeten worden, zu den Einwänden der Verfahrensbeteiligten Stellung zu nehmen, soweit es sich nicht um Kritikpunkte handelt, die bereits Gegenstand der Anträge waren und die bereits im Gutachten Berücksichtigung gefunden haben. Der Sachverständige hat dazu am 31. Mai 2016 und 28. April 2017 Ergänzungsgutachten vorgelegt.

118

119 Die Einwände der Verfahrensbeteiligten gegen das Erstgutachten betreffen hinsichtlich der Abfindung das Bewertungsobjekt, die Unternehmensplanung, die Unternehmensbewertung bezüglich der Marktisikoprämie, den Betafaktor, das alternative Kapitalkostenkonzept sowie die Wertermittlung und hinsichtlich des Ausgleichs den Verrentungszinssatz. Der Schwerpunkt der Rügen der Antragsteller liegt auf der Ableitung des Betafaktors und der Schätzung der Marktisikoprämie im Rahmen der Ermittlung der Kapitalkosten. Die Antragsgegnerin kritisiert vor allem die Bestimmung des Verrentungszinssatzes bei der Ermittlung des angemessenen Ausgleichs.

1. Bewertungsobjekt

120 Seitens der Antragsteller ist wiederholt die Nichtberücksichtigung der „grünen Kohle“ gerügt worden. Als „Grüne Kohle“ wird hochwertiger Brennstoff aus Bioabfällen bezeichnet. Die Antragsteller monieren, dass Ergebnisbeiträgen aus der Geschäftstätigkeit „Grüne Kohle“ keine ausreichende Beachtung geschenkt worden seien.

121 Der Gutachter führt in der ergänzenden Stellungnahme aus, dass bereits in dem Gutachten klargelegt worden sei, dass der Geschäftsbereich „Grüne Kohle“ zum Bewertungsstichtag nicht Bestandteil der Geschäftstätigkeit der Interseroh gewesen sei. Es handele sich vielmehr um Angaben der auf deren Webseite zu deren Geschäftsbereichen bzw. Planungen. Unabhängig davon hätte ein Geschäftsbereich „Grüne Kohle“ zum Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung von Vergangenheitsergebnissen und Planungen keine eigenständige Bedeutung für die Interseroh erlangt.

122 Die Argumentation in der ergänzenden Stellungnahme ist plausibel und letztlich überzeugend. Denn das vorgenannte Geschäftsfeld „Grüne Kohle“ zähle nicht zum geschäftlichen Gegenstand der Gesellschaft. Dementsprechend fehlen insoweit Planungen und erst recht belastbare Grundlagen für zukünftige Erträge.

2. Unternehmensplanung

123 Die Antragsteller beanstanden erneut die Planung der EBIT-Marge der Interseroh. Sie erachten diese im Vergleich zur Peer Group als zu gering. Kritisiert wird

das Gutachten ferner, soweit Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht berücksichtigt wurden. Der Aufgabenstellung sei das Gutachten auch nicht bezüglich des Equity-Ansatzes der DCF-Methode gerecht geworden, da insoweit Erkenntnisse aus dem Erstgutachten verwendet worden seien. Auch die im Gutachten vorgenommene Zuordnung des Cashflows an Eigen- und Fremdkapitalgeber und die daraus folgende Wertsteigerung für das Unternehmen seien fehlerhaft ermittelt worden.

Der Sachverständige hat sich hinsichtlich der Einwände zur EBIT-Marge der Interseroh zunächst auf sein Gutachten bezogen. Dort sei die Planungsrechnung der Gesellschaft auf Geschäftsbereichs- und Konzernebene geprüft worden. Verschiedene operative Kennzahlen seien im Rahmen eines Benchmarkings mit der Peer Group in Beziehung gesetzt worden. Zusätzlich seien Zeitreihenanalysen dargestellt worden. Die Planungsrechnung sei ferner im Rahmen einer SWOT-Analyse sowie einer Markt- und Wettbewerbsanalyse reflektiert worden. Dabei sei gezeigt worden, dass das Geschäftsmodell der Interseroh eine geringere Kapital- und Anlageintensität als das der Peer Group aufweise und dass derartige Geschäftsmodelle regelmäßig eine geringere Profitabilität im Sinne der EBIT-Marge als kapitalintensive Geschäftsmodelle zeigten. Margenunterschiede zwischen der Gesellschaft und den Peer Group-Unternehmen seien zudem auf geringere geplante Investitionsquoten der Interseroh zurückzuführen. Dennoch falle die Profitabilität des investierten Kapitals bei der Interseroh höher aus als bei den Peer Group-Unternehmen. Das sei trotz niedrigerer EBIT-Margen der Interseroh auf niedrigere Investitionsquoten und einem höheren Vermögensumschlag zurückzuführen. Die Benchmarking-Analyse habe gezeigt, dass die Kapitalrendite der Interseroh im Jahr 2010 mit 13,2 % deutlich über dem Median der Peer Group-Unternehmen von 7,7 % liege. Entgegen der Darstellung der Antragsteller sei in dem Gutachten kein Zusammenhang zwischen der EBIT-Marge und der Eigenkapitalquote hergestellt worden.

124

Aufgrund dieser Erläuterungen ist der Kritik der Antragsteller an einer EBIT-Marge der Interseroh unterhalb der Peer Group-Marge nachvollziehbar und überzeugend begegnet worden. Die EBIT-Marge kann nicht isoliert betrachtet und mit Peer Group-Unternehmen verglichen werden. Es besteht insbesondere

125

ein Zusammenhang zur Investitionsquote, die vom Sachverständigen erläutert worden ist. Jedenfalls ist die Profitabilität der Interseroh deutlich höher als die der Peer Group-Unternehmen. Letztlich sind die Ausführungen des Sachverständigen in diesem Punkt auch nicht mehr angegriffen worden.

3. Zuordnung des Free Cashflows an Eigenkapitalgeber

126

Zur Ableitung des Zahlungsstroms an Eigenkapitalgeber hat der Sachverständige klargestellt, dass im Gutachten keine ausschließliche Zuordnung der Free Cashflows an die Fremdkapitalgeber vorgenommen worden sei. Der Forderungen der Fremdkapitalgeber seien lediglich vorrangig zu bedienen. Die grundsätzliche Vorgehensweise des Gutachters bei der Ermittlung der Free Cashflows wird in der ergänzenden Stellungnahme nochmals erläutert. Soweit der Cashflow-to-Equity-Ansatz verwendet worden sei, seien entgegen der Behauptung der Antragsteller nicht die Ergebnisse des Erstgutachters übernommen worden. Vielmehr sei auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Unternehmenswertes der Interseroh vorgenommen worden. Durch die Verwendung des Cashflow-to-Equity-Ansatzes sei lediglich eine bessere Vergleichbarkeit mit dem Erstgutachten gewährleistet worden. Im Übrigen sei auch mit anderen Ansätzen der DCF-Methode (z.B. WACC-Ansatz) das gleiche Ergebnis erzielt worden.

127

Auch in diesem Punkt hat die Kammer keine Bedenken, den Sachverständigen zu folgen. Die Einwände der Antragsteller beziehen sich teilweise auf theoretische Annahmen der DCF-Methode, auf die der Gutachter im Ergänzungsgutachten eingegangen ist. Im Übrigen hat er plausibel darauf hingewiesen, dass die von den Antragstellern aufgestellte These, dass die Verwendung der gesamten erwirtschafteten Gewinne zur Tilgung der Verbindlichkeiten zu einer Wertsteigerung des Unternehmens führe, so nicht richtig sei. Der Abbau von Fremdkapital führe ceteris paribus nicht zu einer Steigerung des Unternehmenswerts, sondern lediglich zu einer höheren Eigenkapitalquote und zu einem geringeren Verschuldensgrad. Eine absolute Erhöhung des Unternehmenswertes, d.h. des Wertes des Eigenkapitals, erfolgt dadurch ceteris paribus nicht. Das ist unmittelbar einleuchtend. Demnach ist hinsichtlich der Tilgung und der

Aufnahme von Verbindlichkeiten keine Anpassung der Detailplanungsphase nötig.

4. Eigenkapitalkosten

Die Einwände der Verfahrensbeteiligten zur Marktrisikoprämie, der Ableitung des Betafaktors aus der Peer Group, zu alternativen Kapitalkostenkonzepten und zur Anwendung der Methodenvielfalt sind ebenfalls nicht begründet. Der Sachverständige hat die geäußerten Bedenken in der ergänzenden Stellungnahme zur Überzeugung der Kammer ausräumen können. 128

a. Marktrisikoprämie

Die Antragsteller kritisieren zunächst die Ablehnung des TAX-CAPM; dies werde in Spruchverfahren durchgängig verwendet. Bei der Auswahl der Marktrisikoprämie fehle eine Auseinandersetzung mit anderen Studien, insbesondere mit dem Gutachten von Prof. Dr. Großfeld. Auch die Betrachtungszeiträume für die Berechnung der Marktrisikoprämie seien falsch gewählt worden. Zudem sei eine Mittelwertbildung zwischen arithmetischer und geometrischer Berechnung der Marktrisikoprämie fälschlicherweise unterblieben. Gefordert sei zudem eine unterstellte dreijährige Haltedauer. Die Verwendung von impliziten Marktrisikoprämien sei in der Rechtsprechung nicht anerkannt und führe zu systematischen Verzerrungen. Zudem seien implizite Marktrisikoprämien erheblich von subjektiven Einschätzungen der Finanzanalysten und Ratingagenturen abhängig. Im Ergebnis könne lediglich einer Marktrisikoprämie von 3,5 % verwendet werden. Das zeige auch ein Blick auf die Neufassung von § 203 BewG. 129

Der Sachverständige hat in der ergänzenden Stellungnahme an der im Gutachten dargestellten Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 5,0 % festgehalten. Seiner Meinung nach liegt eine Marktrisikoprämie in dieser Höhe am unteren Ende der begründbaren Bandbreite von Marktrisikoprämien. 130

Erneut hat der Gutachter darauf hingewiesen, dass eine typisierte Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner im Konzept des markttypischen Erwerbers gemäß DVFA-Empfehlungen nicht erforderlich sei. Die Typisierung eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Investors gemäß IDW S1 sei für die Ermittlung eines Unternehmensverkehrswertes nicht erforderlich. Auf 131

persönliche Steuern könne zu Gunsten des markttypischen Erwerbers vollständig verzichtet werden, ohne den objektivierenden Charakter der Schätzung des Unternehmenswertes einzuschränken. Im Übrigen sei das Bewertungsergebnis bei entsprechenden konsistenten Prämissen vor und nach persönlichen Steuern identisch, was bereits im Gutachten dargestellt worden sei.

132. Bezüglich der Haltedauer führt der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme aus, dass er sich bei der Analyse der durchschnittlichen Haltedauer an verfügbar Studien und Statistiken gehalten habe, wonach die durchschnittliche Haltedauer am deutschen Aktienmarkt deutlich geringer als 25 Jahre sei. Das widerspräche der Annahme des TAX-CAPM, dass inländische Aktionäre Aktien mehr als 25 Jahre halten. Auch dieser Aspekt spreche im Übrigen gegen die Verwendung des TAX-CAPM.

133. Bei der eigenständigen Schätzung der Marktrisikoprämie seien die wesentlichen Studien zu Marktrisikoprämien berücksichtigt und in dem Gutachten dargestellt worden. Dabei sei entgegen der Behauptung der Antragsteller auch das Gutachten von Prof. Dr. Großfeld einbezogen worden. In eigenen Analysen sei gezeigt worden, dass eine Marktrisikoprämie i.H.v. 3,5 % nicht vertretbar sei.

134. Zur eigenständigen Schätzung der Marktrisikoprämie sei auf einen Beobachtungszeitraum von 45 Jahren abgestellt worden, um temporäre Schwankungen zu glätten und Konjunkturzyklen zu berücksichtigen. Alternativ könne auch der längst mögliche Beobachtungszeitraum für den CDAX herangezogen werden. Dieser betrage 56 Jahre. Für diesen Beobachtungszeitraum berechne sich eine Bandbreite für die durchschnittlichen jährlichen Marktrenditen von 9,1 % (geometrisches Mittel) bis 12,1 % (arithmetisches Mittel). Selbst bei einer unterstellten Haltedauer von drei Jahren und einem Beobachtungszeitraum von fünf Jahren ergäben sich jährliche Marktrenditen i.H.v. 8,9 %. Mit einem risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 3,75 % zum Bewertungsstichtag entspräche dies einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. rund 5 %.

135. In der ergänzenden Stellungnahme erläutert der Sachverständige zur Kritik an impliziten Marktrisikoprämien, dass der Beweisbeschluss die Analyse alternativer Kapitalkostenkonzepte fordere. Die Nachteile dieser alternativen Konzepte

seien dargestellt worden. Dennoch seien implizite Marktrisikoprämien aufgrund ihrer Zukunftsbezogenheit richtig und sinnvoll. Damit seien sowohl ex post-Marktrenditen als auch ex ante-Marktrenditen in die Betrachtung einbezogen worden.

Mit diesen Ausführungen des Sachverständigen sind die Einwände der Verfahrensbeteiligten zur Höhe der Marktrisikoprämie hinreichend entkräftet. Der Streit um die Höhe der Marktrisikoprämie ist Gegenstand eines jeden Spruchverfahrens. Unabhängig von der Frage, ob die Gerichte berufen sind, die betriebswirtschaftliche Frage zur Höhe der Marktrisikoprämie abschließend zu klären, kann es angesichts der Vielzahl der Studien und der dabei unterstellten Prämissen eine mathematisch exakte Festlegung der Marktrisikoprämie nicht geben, zumal diese nur für die Vergangenheit und die dabei verwendeten Parameter aussagekräftig wäre. Aus diesem Grund ist auch die Studie von Prof. Dr. Großfeld nicht allein maßgebend, sondern lediglich eine vertretbare Studie unter vielen anderen Studien

136

Wichtiger ist aus der Sicht der Kammer eine in die Zukunft gerichtete Betrachtung der Marktrisikoprämie, die vom Sachverständigen anhand impliziter Marktrisikoprämien vorgenommen wurde. Diese Vorgehensweise ist ausdrücklich zu begrüßen. Im Ergebnis hat der Sachverständige die Marktrisikoprämie ausführlich und überzeugend erläutert und dabei die Einwände der Verfahrensbeteiligten und der wesentlichen Studien dargestellt. Auf die diesbezüglichen Ausführungen der Seite 215-236 des Bewertungsgutachtens wird zur Vermeidung von Wiederholungen Bezug genommen. Weitergehende und tiefgehende Ausführungen zur Marktrisikoprämie sind in einem Bewertungsgutachten weder zu erwarten noch sinnvoll. Im Ergebnis kommt der Sachverständige auch zu ähnlichen Ergebnissen, wie sie durch vergleichbare Sachverständigengutachten in anderen Spruchverfahren gewonnen wurden. Dementsprechend ist eine Marktrisikoprämie von 5,0 % vor persönlichen Steuern, das entspricht einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach persönlichen Steuern, in der Rechtsprechung anerkannt (vgl. nur OLG Düsseldorf, Beschluss vom 03.09.2012 – 26 W 2/12, juris Rz. 28; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04.07.2012 – 26 W 8/10, juris, Rz. 48 ff. = AG 2012, 797-802; NZG 2012, 1260-1262).

137

b. Betafaktor

138 Die Antragsteller rügen, dass der unternehmenseigene Betafaktor der Interseroh trotz statistischer Signifikanz nicht verwendet worden sei. Generell sei ein Betafaktor von 1,2 der Peer Group bei einem unternehmenseigenen Betafaktor der Interseroh mit Werten zwischen 0,1 und 0,8 für die Zeit von 2007-2010 widersprüchlich und nicht begründbar. Unabhängig davon könnten die Anforderungen an das unternehmenseigene Beta nicht losgelöst von den in Betracht kommenden Alternativen formuliert werden. Beispielsweise sei nicht geprüft worden, ob der Betafaktor der Peer Group-Unternehmen für die Risikobetrachtung geeignet sei. Den Peer Group-Betafaktoren fehle es an Aussagekraft, solange nicht feststehe, dass sie hinsichtlich der Branchenzugehörigkeit, dem Geschäftsmodell und anderen Vergleichskriterien korrelierten. Zudem seien die Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen anhand des CDAX als Referenzindex zu ermitteln, nicht hingegen anhand länderspezifischer Marktindizes der jeweiligen Unternehmen. Ferner wird die Verwendung des Degree of Operation Leverage (DOL) gerügt. Diese Kennzahl habe sich in der Bewertungspraxis nicht durchsetzen können und stehe auch im Widerspruch zum CAPM. Zudem seien zumindest die DOL der Peer Group-Unternehmen darzustellen, um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Gerügt wird ferner die qualitative Würdigung des unternehmenseigenen Betafaktors bei der Analyse der Umsatzbetas. Die Entwicklung der Umsatzerlöse der Interseroh und der Peer Group-Unternehmen gehe erheblich auseinander. Beanstandet werden ferner die vom Gutachter formulierten Liquiditätsanforderungen an die Interseroh-Aktie.

139 Der Sachverständige hat die Herleitung des Betafaktors auf den Seiten 236-256 des Bewertungsgutachtens ausführlich erläutert. Dabei sind zunächst die Überlegungen und Ergebnisse des Erstgutachters und des Vertragsprüfers dargestellt worden. Es folgen die Ausführungen der Verfahrensbeteiligten. Daran schließt sich die Bestimmung des Betafaktors der Interseroh an. Dabei ist als Vergleichsindex der CDAX verwendet worden. Analog zur Vorgehensweise bei der Berechnung des Börsenkurses ist auf den Zeitraum vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme am 10. Dezember 2010 abgestellt worden. Über einen Zeitraum von zwei Jahren sind wöchentliche Renditen herangezogen worden. Ein längerer Zeitraum von fünf Jahren ist in Hinblick auf den Einfluss und den

Anteil der an der Interseroh verworfen worden. Bei der Liquiditätsanalyse sei die Verringerung des Free Floats mit einem zurückgehenden Handelsvolumen und steigenden Transaktionskosten im Zeitverlauf erkennbar. Zudem spiegele die abnehmende Liquidität der Interseroh-Aktie ab dem Jahr 2008 auch den sinkenden Verlauf des Betafaktors wieder, was impliziere, dass der Rückgang des firmeneigenen Betafaktors der Interseroh auf die Verringerung der Handelsaktivitäten und nicht auf eine veränderte operative Risikosituation zurückzuführen sei. Aus ökonomischer Sicht sei der Börsenkurs der Interseroh-Aktie für die Ableitung des Betafaktors der Gesellschaft nicht geeignet.

Der unverschuldete Betafaktor der Interseroh beträgt laut Gutachter 0,1. Der Verlauf der Renditen ist grafisch dargestellt worden. Dieses niedrige Beta der Interseroh wird als nicht aussagekräftig verworfen. Unabhängig von der Signifikanz und der Bestimmtheit des ermittelten Betafaktors der Gesellschaft sei dieser angesichts beträchtlicher Risiken des Geschäftsmodells der Interseroh nicht begründbar und nicht vertretbar. Das hohe operative Risiko der Interseroh im Vergleich zu Peer-Group-Unternehmen wird anhand der DOL-Kennzahl dargestellt. Danach ergibt sich eine hohe Volatilität des EBIT bei gegebener Änderung der Umsatzerlöse. Es sei erkennbar, dass die Umsatzerlöse der Interseroh im Schnitt stärker schwankten als die Umsatzerlöse vergleichbarer Unternehmen. Das der Interseroh immanente Risiko sei mit einem unternehmenseigenen Betafaktor von 0,1, wonach das systematische Risiko für die Anlage in Unternehmenspapieren der Interseroh nahezu gegen Null tendiere, nicht vereinbar. Das gelte erst recht angesichts der auch in Zukunft bestehenden Risiken, u.a. die hohe Preisvolatilität der Rohstoffe, die hohe Wettbewerbsintensität in einzelnen Geschäftsbereichen und die Unsicherheit über die Entwicklung von regulatorischen und gesetzlichen Bestimmungen sowie das Absatz- und Währungsrisiko. Diese Risiken würden durch Betafaktoren von Peer Group-Unternehmen im Bereich von 1,0 zuverlässiger abgebildet. Anschließend wird der Betafaktor der Peer Group-Unternehmen ausführlich erläutert. Der verschuldete Betafaktor der herangezogenen Vergleichsunternehmen liegt im Median bei 1,48 und der unverschuldete Betafaktor bei 1,03.

- 141 In der ergänzenden Stellungnahme hält der Sachverständige an dieser Einschätzung fest. Er verweist dabei nochmals auf den historischen Verlauf des unverschuldeten Betafaktors der Interseroh. Daraus sei erkennbar, dass der eigene Betafaktor der Gesellschaft bis zum Jahr 2008 bei 0,8 lag und nach der qualifizierten Mehrheitsbeteiligung der im Jahr 2009 kontinuierlich auf 0,1 absank. Zudem erläutert der Gutachter nochmals die Aussagekraft der DOL-Kennzahl. Damit sei eine qualitative Risikoeinschätzung des Geschäftsmodells der Interseroh möglich. Dabei habe sich gezeigt, dass das Risikoprofil der Interseroh mit den Peer Group-Unternehmen vergleichbar sei. Zusätzlich werde der unverschuldete Betafaktor auch vom Umsatz-Beta getrieben, d.h. die relativen Umsatzschwankungen der jeweiligen Unternehmen seien risikorelevant. Aufgrund der qualitativen Risikoanalyse des Geschäftsmodells der Gesellschaft sei ein unverschuldeter Betafaktor von 0,1 ökonomisch nicht erklärbar.
- 142 Das korrespondiere mit dem Ergebnis der Liquiditätsanalyse. Die Liquidität der Interseroh-Aktie sei aufgrund niedriger Handelsvolumina und hoher Transaktionskosten im fraglichen Zeitraum stark eingeschränkt gewesen. Bei der Auswahl der Peer Group seien im Rahmen eines Scorings sowohl qualitative als auch quantitative Vergleichskriterien abgedeckt worden. Dabei seien auch Liquiditätsanforderungen berücksichtigt worden. Teilweise seien Unternehmen ausgeschlossen worden, wie z.B. die Blancamand. Im Übrigen sei zur Berechnung der verschuldeten Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen der jeweils breiteste nationale Marktindex als Referenzindex herangezogen worden. Die Verwendung eines einheitlichen nationalen Index, z.B. CDAX, für internationale Peer Group-Unternehmen sei nicht geboten. Das gelte unabhängig davon, dass zur Schätzung der Marktrisikoprämie auf die Marktrenditen des CDAX abgestellt werde.
- 143 Das Gericht folgt den Ausführungen des Sachverständigen zum Betafaktor uneingeschränkt. Der geschätzte Betafaktor für die Gesellschaft von 1,05 entspricht in etwa dem Marktrisiko mit einem Beta von 1,0. Damit liegt das Risiko der Interseroh-Aktie etwa im Durchschnitt des Anlagerisikos in sonstige Unternehmensbeteiligungen. Das unternehmenseigene Beta der Gesellschaft von

0,1 wäre für ein Industrieunternehmen mit erheblichen Risiken in der Geschäftsentwicklung völlig ungewöhnlich und daher nur bei belastbarer Begründung verwendbar. Nachvollziehbar ist die Äußerung des Sachverständigen, dass ein markttypischer Erwerber des Unternehmens auf einen Betafaktor aus einer Peer Group abstellen würde, wenn der eigene Betafaktor des Bewertungsobjekts historisch so signifikant von der Peer Group abweicht, wie es bei der Interseroh der Fall ist.

Richtig ist, dass der Betafaktor für den Unternehmenswert von erheblicher Bedeutung ist. Ein Betafaktor von 0,1 würde im Vergleich zu einem marktgerechten Betafaktor von 1,0 bei einer unterstellten Markttrisikoprämie von 5,0 % zu einem Risikozuschlag von 0,5 % anstelle von 5,0 % auf den Basiszinssatz führen. Der Unternehmenswert kann bei diesen Unterschieden mehr als 100 % auseinanderfallen. Daher ist der Ableitung des Betafaktors besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

144

Die Kammer hält die Ausführungen des Gutachters zur qualitativen Risikoanalyse der Interseroh für zwingend. Die erheblichen operativen Risiken und die Umsatzvolatilität der Interseroh werden dargestellt. Diese Risiken bewegen sich auf dem Niveau vergleichbarer Unternehmen. Ein Betafaktor von 0,1 bei einem im internationalen Wettbewerb stehenden Unternehmen wäre äußerst ungewöhnlich und ist der Kammer in bisherigen Spruchverfahren auch noch nicht bekannt geworden. Die qualitative Risikoeinschätzung des Gutachters korrespondiert mit der Entwicklung des Betafaktors im Zeitverlauf. Der Zusammenhang zwischen der Absenkung des Betafaktors der Interseroh von 0,8 auf 0,1 ab dem Jahr 2009 und der Mehrheitsübernahme durch ist unverkennbar. Die Einschätzung des Sachverständigen wird zusätzlich durch statistische Daten und die Liquiditätsanalyse gestützt.

145

Die Auswahl der Peer Group-Unternehmen ist transparent dargestellt worden. Naturgemäß kann die Vergleichbarkeit zwischen den Bewertungsunternehmen und den Wettbewerbern nicht bis ins letzte Detail gewährleistet werden. Denn dann müsste nahezu jedes Vergleichsunternehmen eigenständig bewertet werden. Die Anforderungen an die Auswahl der Unternehmen und der maßgebenden

146

den Vergleichsfaktoren sind vorliegend beachtet worden. Herangezogen worden sind international tätige Wettbewerber der Interseroh. Ihre Kennzahlen sind dargestellt und begründet worden. Dass eines dieser Unternehmen völlig ungeeignet sein könnte, haben die Verfahrensbeteiligten nicht erläutert. Das für die Risikoeinschätzung die nationalen Marktindizes anstelle des CDAX verwendet worden ist, ist aus der Sicht der Kammer in Übereinstimmung mit der Auffassung des Sachverständigen unerheblich. Zwar sind Unterschiede in der Volatilitätssensitivität der herangezogenen Indizes mit der Folge höherer Betafaktoren bei stärkerer Volatilität theoretisch denkbar. Ein Ausreißer in diesem Sinne ist aber nicht erkennbar und auch nicht dargelegt worden. Im Gegenteil ergibt sich, dass mit dem S&P 500 ein marktbreiter Index verwendet worden ist. Insofern kann die Einschätzung des Sachverständigen, dass insoweit keine Auswirkungen zu erwarten sind, nachvollzogen werden.

147

Letztlich wird die vorstehende Beurteilung durch die Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten bestätigt. Der Sachverständige hat zum Bewertungsstichtag die durchschnittlichen impliziten Eigenkapitalkosten der Peer Group i.H.v. 8,6 % ermittelt. Dieser Wert liegt innerhalb der Bandbreite und ist mit einem Betafaktor der Interseroh von 1,05 vereinbar. Auch wenn der Sachverständige die Analyse der impliziten Eigenkapitalkosten aufgrund der aufgezeigten Schwächen für nicht belastbar hält, zeigen die Ergebnisse aber zumindest eine Tendenz, die sich mit der fundierten Risikoanalyse des Sachverständigen deckt.

c. Wachstumsrate

148

Die vom Gutachter geschätzte nachhaltige Wachstumsrate i.H.v. 2 % ist insbesondere von der Antragsgegnerin angegriffen worden. Die Antragsgegnerin meint, dass eine Wachstumsrate in dieser Höhe nach Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre nicht zu erreichen sei. Auch seien verstärkte Akquisitionsaktivitäten der Gesellschaft unter Verletzung des Stichtagsprinzips berücksichtigt worden. Der Vorstand der Interseroh habe geplant, auf anorganisches Wachstum zu verzichten. Die pauschale nachhaltige Wachstumsrate i.H.v. 2 % werde auch nicht den konkreten Wachstumsaussichten und dem Wettbewerbsumfeld der Interseroh gerecht.

Der Sachverständige hat sich dazu ausführlich im ersten Ergänzungsgutachten geäußert. Er hält die Bedenken der Antragsgegnerin nicht für sachgerecht. Die nachhaltige Wachstumsrate habe sich primär an der langfristigen Inflationsrate der EZB i.H.v. 2 % orientiert. Das sei deshalb sachgerecht, da die einzelnen Geschäftsbereiche der Interseroh in der Vergangenheit starker Zyklizität ausgesetzt gewesen seien. Eine präzise Einschätzung dieser unsteten Entwicklung für die ewige Rente sei schwierig. 149

Anorganisches Wachstum sei entgegen der Behauptung der Antragsgegnerin geplant worden. Im Rahmen der am 8. Dezember 2010 dokumentierten Unternehmensstrategie sei festgehalten worden, dass im Rahmen der Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten Akquisitionen in Betracht gezogen werden. 150

Darüber hinaus sei neben dem zu erwartenden preisbedingten Wachstum auch mengenindiziertes Wachstum mit einzubeziehen, so dass die nachhaltige Wachstumsrate i.H.v. 2 % gut vertretbar und keinesfalls überhöht sei. 151

Die Kammer folgt dem Sachverständigen auch in diesem Punkt. Die Einwände der Antragsgegnerin und der übrigen Verfahrensbeteiligten sind nicht zwingend. Für eine niedrigere Wachstumsrate spricht lediglich, dass die nachhaltigen Wachstumsraten in Spruchverfahren in der Regel unterhalb von 2 % liegen, da davon ausgegangen wird, dass die Unternehmen ein nachhaltiges nominelles Gewinnwachstum nicht einmal in Höhe der Inflationsrate generieren können. Das ist jedoch keine juristische Frage, die von den Gerichten zu beantworten ist, sondern eine ökonomische Frage, die von den Vertretern des Faches zu beantworten ist, hier von dem beauftragten Sachverständigen. Dass der Gutachter eine nachhaltige Wachstumsrate in Höhe der langfristig zu erwartenden Inflationsrate i.H.v. 2 % für berechtigt hält, ist nachvollziehbar und im Ergebnis, soweit wie hier keine zwingenden gegenteiligen Anhaltspunkte vorliegen, sogar besser vertretbar als eine Wachstumsrate unterhalb der langfristig zu erwartenden Inflationsrate. 152

5. Verwendung von Multiplikatoren neben der DCF-Methode

Die Antragsteller rügen die gleichwertige Verwendung der Multiplikator- und DCF-Methode zwecks Verdichtung der ermittelten Wertbandbreiten zu einem 153

Unternehmenswert. Das sei methodisch falsch. Bei der Verwendung der Multiplikator-Methode würde zudem der Börsenkurs Eingang in die Unternehmensbewertung finden, obwohl dieser den Unternehmenswert nicht repräsentiere.

154

In dem Gutachten hat der Sachverständige zunächst die Vorgehensweise der Erstgutachter zur Multiplikator-Bewertung erläutert. Der Vertragsprüfer hat sich dazu in seinem Gutachten nicht geäußert. Es folgt eine umfangreiche eigene Marktanalyse durch den Sachverständigen anhand von Eigenkapital-Multiplikatoren nach den Geschäftsbereichen der Interseroh und Transaktions-Multiplikatoren. Zusammenfassend wird festgestellt, dass die verschiedenen Multiplikator-Ansätze eine große Wertbandbreite zeigen. Sie reicht von EUR 40,96 (EBIT-Börsenmultiplikatoren) bis EUR 52,06 (EBIT-Transaktions-Multiplikatoren). Die verdichtete Gesamtbandbreite liege zwischen EUR 43,34 und EUR 50,23 bei einem mittleren Wert je Aktie von EUR 46,79.

155

Der Gutachter hält die Einwände der Verfahrensbeteiligten zur Verwendung der Multiplikator-Methode für unbegründet. In den Ergänzungsgutachten führt er dazu aus, dass eine Methodenvielfalt dem Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers besser entspreche als die Ertragswertmethode nach IDW S1. Der markttypische Erwerber wende mehrere Bewertungsmethoden nebeneinander an, in der Regel die DCF-Methode und Multiplikator-Methode. Für eine Verkehrswertbetrachtung sei es sogar unabdingbar, Markt-Multiplikatoren zu berücksichtigen. Die verwendeten Forward-Multiplikatoren wie Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT, hergeleitet aus der Planungsrechnung der Gesellschaft, seien geeignete Bezugsgrößen. Insgesamt sei der verdichtete Verkehrswert unterhalb des ermittelten DCF-Wertes plausibel. Der Börsenkurs sei nach ausführlicher Analyse für die Verkehrswertermittlung der Interseroh nur stark eingeschränkt geeignet gewesen und daher bei der Multiplikator-Methode nicht berücksichtigt worden.

156

Die Vorgehensweise des Sachverständigen entspricht den Beweisbeschlüssen der Kammer und wird von ihr uneingeschränkt bestätigt. Der Gutachter hat auf den Seiten 290-327 des Bewertungsgutachtens eine ausgesprochen fundierte Analyse zur Multiplikator-Bewertung vorgelegt. Darauf kann zunächst Bezug

genommen werden. Methodenvielfalt wird zur Evaluierung des Unternehmenswerts allgemein gefördert. Der Grundgedanke der Multiplikator-Methode ist richtig, wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, in der Regel Ertrags-Überschussgrößen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss, in Relation zu beobachtbaren Marktpreisen zu setzen und die so ermittelten Multiplikatoren auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Durch die strikte Marktbezogenheit der Multiplikatoren wird der ermittelte Unternehmenswert (Wert) zu einem hypothetischen Verkehrswert des Unternehmens (Preis) verdichtet. Ein methodischer Bruch, wie von einigen Antragstellern behauptet, kann in dieser Vorgehensweise nicht gesehen werden. Die Kritik zur Verwendung von Börsen-Multiplikatoren geht aufgrund der Verwendung zahlreicher anderer Multiplikatoren ins Leere.

C. Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

Die Antragsgegnerin ist der Meinung, dass die von dem Sachverständigen im Gutachten gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG weder in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt noch in der Bewertungspraxis gebräuchlich sei. Anerkannt sei hingegen in der Rechtsprechung die Mittelwertbildung aus einem risikolosen Basiszins und verschuldeten Eigenkapitalkosten des beherrschten Unternehmens. Die Handhabung des Gutachters impliziere eine Laufzeit des BGVs von lediglich acht Jahren. Dies folge aus einer Diskontierung der Ausgleichszahlung mit den Fremdkapitalkosten während der Laufzeit von acht Jahren und mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten für die Folgejahre. Zugrunde zu legen sei eine Laufzeit des BGVs von mehr als acht Jahren, woraus sich eine Reduzierung des Verrentungszinssatzes von 8,99 % auf die im ersten Gutachten angesetzten 7,0 % ergebe. Mit zunehmender Laufzeit des BGVs sei davon auszugehen, dass sich der Verrentungszinssatz der gewählten Untergrenze annähere. Unabhängig davon sei die Ermittlung der Fremdkapitalkosten als Untergrenze des Verrentungszinssatzes mit höheren Schätzunsicherheiten verbunden als der risikolose Basiszinssatz nach der Svensson-Methode. Zudem seien die Aufschläge des Sachverständigen i.H.v. 5,4 % über dem risikolosen Zinssatz nicht mit den in der Rechtsprechung zu beobachtenden Aufschlägen, die zwischen 0,15 % bis 2,45 % oberhalb des Basiszinssatzes liegen würden, zu vereinbaren. Insgesamt

dürften bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes Fremdkapitalkosten von max. 7,3 % zum Stichtag berücksichtigt werden.

158. Der Sachverständige hat in seinem schriftlichen Gutachten dargestellt, dass die pragmatische Vorgehensweise des Erstgutächtigers, den Mittelwert aus dem risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 3,75 % und den verschuldeten Eigenkapitalkosten i.H.v. 10,42 % heranzuziehen, dem BGV aufgrund der gebotenen Einbeziehung individueller Spezifika nicht gerecht werde. Dabei werde die Laufzeit des BGVs vernachlässigt, die auch nach Auffassung der Antragsgegnerin relevant sei. Im Grundsatz sei davon auszugehen, dass für die Ausgleichszahlung ein grundsätzliches Ausfallrisiko im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners bestehe. Ferner könne für die Minderheitsaktionäre das Risiko von Dividendenzahlungen nach der Beendigung des Unternehmensvertrags wieder aufleben. Vor diesem Hintergrund sei der Basiszinssatz nicht risikoäquivalent. Die Fremdkapitalkosten der Interseroh seien in Hinblick auf die Ausfallrisiken der Ausgleichszahlung als Untergrenze heranzuziehen.

159. Sowohl im Gutachten als auch im Ergänzungsgutachten hat der Sachverständige erläutert, dass die Vorgehensweise zur Schätzung des Verrentungszinssatzes nicht eine implizite Laufzeit des BGVs von acht Jahren unterstelle. Unabhängig davon sei nach der Berechnungslogik der Antragsgegnerin eine implizite Laufzeit des BGVs von acht Jahren zu unterstellen. Neben dem Ausfallrisiko in Bezug auf die Ausgleichszahlung ergebe sich das Dividendenrisiko nach Vertragsbeendigung insbesondere aus zwischenzeitlichen Einwirkungen der herrschenden Gesellschaft gemäß § 308 Abs. 1 AktG. Dieses Risiko komme in einem Zinssatz zum Ausdruck, der oberhalb der Fremdkapitalkosten bei bestehendem BGV liege. Dieses Risiko werde durch den Anteil der entziehbaren stillen Reserven am Unternehmenswert der Interseroh von ca. 57,4 % eher erhöht.

160. Die Kammer ist auch in diesem Punkt der Auffassung, dass die Ausführungen der Antragsgegnerin zur Höhe des Verrentungszinssatzes der Ausgleichszahlung keinen Anlass geben, die Ausführungen im Sachverständigengutachten infrage zu stellen. Der Gutachter hat zutreffend die Ausgleichszahlung anhand eines Mischzinssatzes errechnet. Die Ausgleichszahlung unterliegt einem ande-

ren Risiko als die Erträge des Unternehmens. Die Verwendung eines Mischzinssatzes bei der Berechnung des Ausgleichs ist in der Rechtsprechung anerkannt (OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Februar 2012 – 21 W 17/11 –, juris Rz. 81; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 15. Februar 2010 – 5 W 52/09, juris Rz. 114 ff.; Beschluss vom 29. April 2011 – 21 W 13/11, juris Rz. 104; OLG München, Beschluss vom 17. Juli 2007 – 31 Wx 60/06, juris Rz. 52; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08, juris Rz. 308, 323 ff.). Zur Höhe des Mischzinssatzes gibt es kein theoretisch anerkanntes Modell. Daher ist eine Risikobewertung im Einzelfall geboten.

Der Sachverständige hat für seine Einschätzung ergänzend auf ein theoretisch korrektes Modell von Frank/Mansfeld/Galle zurückgegriffen, wonach zur exakten Bestimmung eines angemessenen Verrentungszinssatzes Annahmen zur Laufzeit des BGVs sowie des verbleibenden Restwerts des Unternehmens zur Zeit der Beendigung des BGVs getroffen werden müssen. Diese Überlegungen sind naheliegend und werden im Grundsatz auch von der Antragsgegnerin nicht bestritten. Diese Risikoeinschätzung hat der Sachverständige nachvollziehbar und überzeugend dargelegt. Dass während des bestehenden BGV auf die Fremdkapitalkosten als Untergrenze abgestellt wird, ist plausibel, da insofern das Ausfallrisiko bezüglich der Zahlungen des herrschenden Unternehmens konkretisiert wird. Plausibel ist ferner, dass das Risiko von Gewinnausschüttungen nach Beendigung des BGVs durch zwischenzeitliche Einwirkungen des herrschenden Unternehmens auf die beherrschte Gesellschaft, insbesondere durch Zugriff auf stille Reserven, höher ist als das Ausfallrisiko bei Fremdkapital. Dieses höhere Risiko kommt in den verschuldeten Eigenkapitalkosten der Gesellschaft hinreichend zum Ausdruck. Letztlich handelt es sich bei der Bezifferung dieser Risiken um eine fachliche Einschätzung des Sachverständigen, die nicht erkennen lässt, dass Prämissen falsch gesetzt oder Gesetze der Logik verletzt worden. Die Antragsgegnerin setzt letztlich nur ihre eigene subjektive Einschätzung an die Stelle des Sachverständigen.

161

Der Hinweis der Antragsgegnerin auf geringere Verrentungszinssätze in anderen Spruchverfahren gibt keine Veranlassung, das Ergebnis des Gutachters in-

162

frage zu stellen. Richtig ist, dass ein aus dem Basiszins und dem für die Barabfindung verwendeten Kapitalisierungszins gebildeter Verrentungszinssatz für die Ausgleichszahlung gebilligt wurde (OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Februar 2012 – 21 W 17/11 –, juris Rz. 81; OLG München, Beschluss vom 14. Mai 2007 – 31 Wx 87/06 –, juris Rz. 81 „Niveau einer Industrielanleihe“; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10 –, juris Rz. 259). Daraus folgt jedoch keine Unvertretbarkeit der hier vorgenommenen Risikoeinschätzung. Die den vorgenannten Entscheidungen zugrunde liegende Annahme, dass für die Dauer des BGVs der risikolose Basiszinssatz geeignet sei, ist vielmehr in Frage zu stellen. Das würde implizieren, dass ein Ausfallrisiko bei dem herrschenden Unternehmen während des bestehenden BGV ausgeschlossen werden kann. Diese Annahme wird aber bereits durch höhere Zinssätze für Unternehmensanleihen bzw. Fremdkapitalkosten ausgeschlossen. Daher ist es gut vertretbar, einen Mittelwert zwischen den Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft und den verschuldeten Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft zu bilden.

D. Ergebnisse und Zusammenfassung

163

Aufgrund des überzeugenden Gutachtens sind die Ergebnisse des Sachverständigen uneingeschränkt zugrunde zu legen.

I. Abfindung gemäß § 305 AktG

164

Der Gutachter hat einen Unternehmenswert der Interseroh anhand der DCF-Methode in einer Bandbreite von EUR 46,83 bis EUR 51,23 festgestellt. Der Mittelwert beträgt EUR 48,95. Aufgrund von zusätzlich durchgeführten Multiplikator-Analysen ist eine Preisspanne zwischen EUR 43,34 und EUR 50,23 je Aktie der Interseroh bei einem Mittelwert von EUR 46,79 festgestellt worden. Der Börsenkurs i.H.v. durchschnittlich EUR 39,08 je Aktie liegt deutlich unter den vorgenannten Bandbreiten und ist daher nicht relevant. Auf dieser Basis hält der Sachverständige einen Verkehrswert je Aktie der Interseroh i.H.v. EUR 47,87 für angemessen. Dabei handelt es sich wiederum um den mittleren Wert aus den vorgenannten Bandbreiten-Mittelwerten i.H.v. EUR 46,79 und 48,95.

Die Überlegungen des Sachverständigen sind auf der Grundlage einer Mittelwertbildung nachvollziehbar. Allerdings hält es die Kammer nicht für erforderlich, die angebotene Barabfindung gerichtlich höher festzusetzen. Denn tatsächlich weicht der vom Sachverständigen vorgeschlagene Mittelwert nur ca. 3 % von der angebotenen Barabfindung ab. Die angebotene Barabfindung i.H.v. EUR 46,38 liegt allerdings deutlich innerhalb der vom Sachverständigen ermittelten Ertragswerts- und Multiplikator-Bandbreiten. Zwar liegt die angebotene Barabfindung knapp 1 % unter dem unteren Wert der zu erwartenden Netto-Cashflows nach der DCF-Methode. Sie liegt aber noch deutlich oberhalb der Preisuntergrenze nach dem Multiplikator-Verfahren. Diese Untergrenze liegt bei EUR 43,34.

165

Die Kammer ist der Auffassung, dass die angebotene Barabfindung in vertretbarer Weise innerhalb der Bandbreite möglicher Verkehrswerte liegt. Dabei muss nicht abschließend entschieden werden, ob die Multiplikator-Bewertung im Vergleich zur DCF-Bewertung eine höhere Aussagekraft zukommt vice versa. In der Regel sind die Schätzungen zum Zukunftserfolgswert des Unternehmens nach derzeitiger Praxis wesentlich umfangreicher und gründlicher. Allerdings hat die Multiplikator-Bandbreite für das Bewertungsziel – Verkehrswertes Unternehmens – eine erhebliche Aussagekraft. Denn mit dem Multiplikator-Verfahren werden hypothetische Preisspannen und nicht subjektive Entscheidungswerte, nach IDW S1 auf typisierter Grundlage, ermittelt.

166

Barabfindungsangebote, die innerhalb der vom Sachverständigen ermittelten Verkehrswert-Bandbreiten liegen, sind jedenfalls als angemessen gemäß § 305 AktG zu bezeichnen. Es entspricht der ständigen Rechtsprechung, dass nicht jede prozentuale Abweichung des vom Sachverständigen ermittelten Unternehmenswerts eine höhere Festsetzung der durch den Unternehmensvertrag gewährten Barabfindung rechtfertigt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16.07.2008 – 12 W 16/02, AG 2009, 47, 48; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06.04.2011 – I-26 W 2/06 (AktE); Juris Rz. 23; LG Köln, Beschluss vom 24.07.2009 – 82 O 10/08 "Parsytec", Juris Rz. 147; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01.10.2003 – 4 W 34/93 "Vereinigte Filzfabriken AG/Filzfabrik Fulda GmbH", AG 2004, 43, 45; BayObLG, Beschluss vom 28.10.2005 – 3 Z BR

167

71/00 "Pilkington", NZG 2006, 156 ff.; OLG München, Beschluss vom 17.07.2007 – 31 Wx 060/06, BB 2007, 2395, 2396; LG Frankfurt a. M., Beschluss vom 21.03.2006 – 3-5 O 153/04, AG 2007, 42, 43; vgl. zur Literatur Hüttemann, WPg 2007, 812, 818; Müller, in: FS Bezzenberger (2000), 705, 710; Paulsen, in: Münch. Komm. AktG (2010), § 305 Rn. 78). Dabei muss eine prozentuale Ober- oder Untergrenze nicht festgelegt werden. Jedenfalls in Fällen einer Abweichung von 3 %, die hier vorliegt, ist eine höhere Festsetzung nicht geboten. Denn eine mathematisch exakte Festlegung der Barabfindung ist nicht möglich. Es können nur Bandbreiten angegeben werden. Diese wurden hier beachtet.

II. Ausgleich gemäß § 304 AktG

168

Die vorstehenden Ausführungen gelten für den vom Sachverständigen festgestellten Ausgleich gemäß § 304 AktG aber nicht.

169

Der Sachverständige hat einen angemessenen Netto-Ausgleich i.H.v. EUR 4,31 ermittelt. Das entspricht einem Brutto-Ausgleich i.H.v. EUR 5,08 je Aktie bei dem derzeit gültigen Körperschaftsteuersatz. Unter Zugrundelegung des mittleren Werts der Verkehrswert-Bandbreite i.H.v. EUR 47,87, liegt die ermittelte Bandbreite für die Netto-Ausgleichszahlung zwischen EUR 3,97 und EUR 4,64 je Aktie bei Variationen des Verrentungszinssatzes von 8,3 % bis 9,7 %. Bei Verwendung der angebotenen Barabfindung i.H.v. EUR 46,38 liegt die Bandbreite bei sonst gleichen Prämissen zwischen EUR 3,85 und EUR 4,49. Folglich ist der vom Sachverständigen vorgeschlagene Netto-Ausgleich i.H.v. EUR 4,31, das entspricht einem Bruttoausgleich von EUR 5,08, gut vertretbar.

170

Besser vertretbar und aus der Sicht der Kammer letztlich angemessen ist jedoch ein Netto-Ausgleich i.H.v. EUR 4,17 bei einem Verrentungszinssatz von 9,0 %, der sich bei der Verwendung der angebotenen angemessenen Abfindung i.H.v. EUR 46,38 ergibt. Auf dieser Basis ergibt sich unter Berücksichtigung der im Gutachten genannten Sätze zur Körperschaftsteuer und zum Solidaritätszuschlag sowie dem nicht der deutschen Körperschaftsteuer unterliegenden Gewinn ein Brutto-Ausgleich i.H.v. abgerundet EUR 4,91.

E. Zinsen auf Abfindung und Ausgleich

Für eine Verzinsung der Ausgleichs- und der Abfindungszahlung ist weder im BGV noch in den gesetzlichen Vorschriften eine Anspruchsgrundlage ersichtlich. 171

Nach § 305 Abs. 3 S. 3 AktG ist nur die Barabfindung zu verzinsen. Eine vergleichbare gesetzliche Regelung für die Ausgleichszahlung fehlt. § 305 Abs. 3 S. 3 AktG ist nicht analog anwendbar auf die Ausgleichszahlung. Für eine planwidrige Regelungslücke, die eine analoge Anwendung dieser Vorschrift auf die Ausgleichszahlung rechtfertigen könnte, ist nichts ersichtlich (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 19. Dezember 2013 – I-26 W 9/08 (AktE) –, Rz. 89, juris). Verzugszinsen auf die Ausgleichszahlung scheitern daran, dass das herrschende Unternehmen vor dem Abschluss des Spruchverfahrens nicht in Verzug kommt. 172

Ungeachtet dessen ist ohnehin nur die Überprüfung der Angemessenheit von vertraglich vereinbartem Ausgleich und Abfindung Gegenstand des Spruchverfahrens. Da der im Spruchverfahren ergehende Beschluss kein Vollstreckungstitel ist, hat über die Verzinsung, etwa gemäß § 305 Abs. 3 S. 3 AktG, als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilshaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann. Die gesetzliche Verzinsung des § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG mag klarstellend aufgenommen werden können; sie muss es aber nicht (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 19. Dezember 2013 – I-26 W 9/08 (AktE) –, Rz. 89, juris). Die Kammer sieht davon ab. 173

F. Nebenentscheidungen 174**I. Verfahrenskosten**

Die Gerichtskosten sind gemäß § 15 Abs. 2 S. 1 SpruchG der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Zu diesen Kosten zählen auch die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters nach § 6 SpruchG. 175

Von dem Grundsatz der Belastung des Antragsgegners mit Gerichtskosten kann zwar aus Billigkeitsgründen abgewichen werden. Eine vollständige oder 176

teilweise Kostenbelastung eines Antragstellers ist möglich bei einem offensichtlich unbegründeten, leicht erkennbar unzulässigen oder einem rechtsmissbräuchlichen Antrag. Ferner kann die Verletzung einer Verfahrensförderungspflicht zur Kostenbelastung des Antragstellers führen.

177 Zur Kostentragung der Antragsteller führende Billigkeitsgründe liegen aber nicht vor. Auch wenn die Anträge zu § 305 AktG im Ergebnis keinen Erfolg haben, sind sie aber jedenfalls nicht offensichtlich unbegründet oder leicht erkennbar unzulässig bzw. rechtsmissbräuchlich. Im Übrigen haben die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter mit ihren Anträgen auf höhere Festsetzung des Ausgleichs gemäß § 304 AktG Erfolg gehabt. Aus diesem Grunde ist auch davon abgesehen worden, die Antragsteller zu 25 und 84 mit anteiligen Gerichtskosten zu belasten.

II. Außergerichtliche Kosten

178 Grundsätzlich haben die Verfahrensbeteiligten des Spruchverfahrens, entgegen der früheren Rechtslage nach § 13 a FGG, ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen (Hüffer, AktG, 10. Auflage, § 15 SpruchG Rn. 6). Das Gericht kann gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG anordnen, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Im Allgemeinen wird es als der Billigkeit entsprechend angesehen, dem Antragsgegner neben den Gerichtskosten auch die notwendigen außergerichtlichen Kosten der übrigen Beteiligten jedenfalls dann aufzuerlegen, wenn der Antrag deutlich Erfolg hat (Hüffer, AktG, 10. Auflage, § 15 SpruchG, Rn. 6). Lediglich in besonderen Ausnahmefällen, etwa bei rechtsmissbräuchlicher Antragstellung, kann auch in Betracht kommen, die Antragsteller mit den außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners zu belasten.

179 Unter Berücksichtigung des deutlichen Erfolgs zum Ausgleich gemäß § 304 AktG entspricht es billigem Ermessen, die Antragsgegnerin mit den außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu belasten.

III. Gerichtlicher Geschäftswert

Der Geschäftswert für die beantragte höhere Abfindung, die nicht gewährt worden ist, beträgt EUR 200.000,00. Dabei handelt es sich um den gesetzlichen Mindestwert. Der Geschäftswert für den Ausgleich beträgt EUR 7,5 Mio. 180

Nach § 74 GNotKG in der Fassung vom 23.7.2013 richtet sich der Geschäftswert im gerichtlichen Verfahren nach dem SpruchG nach dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann; der Geschäftswert beträgt mindestens EUR 200.000,00 und höchstens EUR 7,5 Mio. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung des Werts ist der Tag nach Ablauf der Antragsfrist. Es muss nicht entschieden werden, ob § 74 GNotKG auf dieses Altverfahren anwendbar ist. Der davor gültige § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG a. F. enthielt eine inhaltsgleiche Regelung. 181

Für den Ausgleich nach § 304 AktG ist ergänzend § 24 KostO a. F. bzw. § 52 Abs. 3 GNotKG heranzuziehen, da es sich um wiederkehrende Zahlungen handelt. Danach ist zunächst der Netto-Jahreswert zu ermitteln, ggf. im Wege der Schätzung. Anschließend ist der Jahreswert in Altfällen vor dem 1.8.2013 nach § 24 Abs. 1 b KostO a. F. mit dem 12,5-Fachen und in Neufällen ab dem 1.8.2013 nach § 52 Abs. 3 S. 2 GNotKG mit dem 10-Fachen zu multiplizieren (Wälzholz in: Widmann/Mayer, Umwandlungsrecht, 1. Aufl. 2002, 168. Lieferung, § 15, Rn. 15; Roskopf, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 9, 3. Aufl. 2013, § 15 Rz. 13 mit weiteren Nachweisen). 182

Die Differenz zwischen dem angebotenen Ausgleich und dem gerichtlich festgesetzten höheren Ausgleich beträgt EUR 0,92 netto je Aktie. Bezogen auf 2.459.671 außenstehende Aktien ergibt sich daraus ein jährlicher Netto-Betrag i.H.v. EUR 2.262.897,32. Daraus ergibt sich ein 12,5-facher Betrag i.H.v. EUR 28.286.216,50. Dieser Betrag wird durch die Höchstgrenze gemäß § 74 GNotKG bzw. § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG a. F. auf EUR 7,5 Mio. begrenzt. 183

Ist innerhalb des Spruchverfahrens sowohl über den Ausgleich als auch über die Abfindung gemäß den §§ 304, 305 AktG zu entscheiden, ist ein einheitlicher Geschäftswert für beide Streitgegenstände festzusetzen. Nach herrschender 184

Meinung wird der jeweils höhere Wert für den Geschäftswert herangezogen (Roskopf, in Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 9, 3. Aufl. 2013, § 15 Rz. 14 mit weiteren Nachweisen). Das ist sachgemäß, da Ausgleich und Abfindung nur alternativ verlangt werden können.

IV. Geschäftswert der anwaltlichen Tätigkeit

185

Die Geschäftswerte der anwaltlichen Tätigkeit sind unabhängig von dem gerichtlichen Geschäftswert nach § 31 Abs. 1 RVG festzusetzen. Die Festsetzung erfolgt durch gesonderten Beschluss auf der Grundlage der mitgeteilten Beteiligungsverhältnisse.

V. Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters

186

Das Honorar und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters gemäß § 6 SpruchG werden ebenfalls durch gesonderten Beschluss festgesetzt.