

82 O 27/08

28.10.08



LANDGERICHT KÖLN BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren
gemäß den §§ 327 ff. AktG, § 1 Nr. 3 SpruchG,
an dem beteiligt sind:

[Redacted text block]

Antragsteller,

gemeinsamer Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre,

gegen

Antragsgegnerin,

Verfahrensbevollmächtigte:

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
auf die mündliche Verhandlung am 25. September 2015
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
den Handelsrichter und
den Handelsrichter
am 30. Dezember 2015 beschlossen:

Die Anträge auf Festsetzung der angemessenen Barabfindung ein-
schließlich Zinsen gemäß den §§ 327 a ff. AktG hinsichtlich der durch
Hauptversammlungsbeschluss der HAGEDA AG am 21. Dezember 2007 1
beschlossenen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
HAGEDA AG auf die werden zurückgewiesen.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Auslagen und der Vergü-
tung des gemeinsamen Vertreters der ausgeschiedenen Aktionäre trägt 2
die Antragsgegnerin.

Im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt. 3

Der Geschäftswert für das Verfahren wird auf EUR 200.000,00 festge- 4
setzt.

A.

Aufgrund des Übertragungsverlangens der (nachfolgend „ “ oder 5
„**Hauptaktionärin**“) als Hauptaktionärin der HAGEDA AG (nachfolgend „**HAGEDA**“

oder „**Gesellschaft**“) beschloss deren Hauptversammlung am 21. Dezember 2007 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Zahlung einer Barabfindung i.H.v. EUR 2.231,00 je Aktie der HAGEDA, §§ 327 a ff. AktG.

Die HAGEDA war eine Kapitalgesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Köln. Das Geschäftsjahr der HAGEDA entsprach dem Kalenderjahr. Das Grundkapital der Gesellschaft belief sich auf EUR 5.000.000,00 und setzte sich aus 200.000 Inhaberaktien mit einem Nennbetrag von je EUR 25,00 zusammen. Gegenstand der Gesellschaft war der Vertrieb von pharmazeutischen Erzeugnissen, die Vermögensverwaltung sowie die Verpachtung des eigenen Betriebs. 6

Die HAGEDA war i.H.v. 10,1 % am gewinnberechtigten Kommanditkapital der Phoenix Pharmahandel AG & Co. KG (nachfolgend „**Phoenix KG**“) beteiligt. Die HAGEDA war ferner i.H.v. 12,4 % am Kapital der Phoenix AG, Mannheim (nachfolgend „**Phoenix AG**“) beteiligt. Die Phoenix AG war Komplementärin der Phoenix KG. Ferner war die HAGEDA mit jeweils 100 % am Stammkapital der Georg H. Krümpelmann GmbH, Köln, und der Richard Jacobi GmbH, Köln, beteiligt. 7

Die HAGEDA war börsennotiert. Ihre Aktien waren an den Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main und Hamburg zum Handel zugelassen. 8

Die HAGEDA hatte ihre Geschäftsbetriebe seit dem Jahr 1994 an die Phoenix KG verpachtet. Der Betriebspachtvertrag vom 5. September 1994 begann zum 1. Oktober 1994. Er kann von der HAGEDA einerseits und der Phoenix KG andererseits jeweils unter Einhaltung einer Frist von einem Jahr gekündigt werden. Seitens der HAGEDA war eine Kündigung erstmals zum 31. März 2005 und anschließend alle fünf Jahre zulässig. Die Phoenix KG konnte den Vertrag erstmals zum 31. Januar 2000 und anschließend alle fünf Jahre kündigen. Zum Bewertungsstichtag war der Pachtvertrag ungekündigt. Ohne Kündigung endet das Pachtverhältnis am 31. Januar 2025, wenn sich die Vertragsbeteiligten nicht vorher über eine Verlängerung des Pachtverhältnisses verständigen. Das von der Phoenix KG an die HAGEDA jährlich zu zahlende Pachtentgelt setzt sich aus einer Festpacht, einer ergebnisab- 9

Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 wurden dabei berücksichtigt. Die führte die Bewertung zwischen dem 18. September 2007 und dem 31. Oktober 2007 aus. Die ermittelte einen Unternehmenswert der HAGEDA zum 21. Dezember 2007 i.H.v. EUR 446 Mio. Dieser Betrag ergab sich aus einem Ertragswert der HAGEDA i.H.v. 50,8 Mio. und ihren Sonderwerten i.H.v. EUR 395,2 Mio. Bezogen auf 200.000 Stückaktien ergab sich daraus ein Wert je HAGEDA-Aktie i.H.v. von EUR 2.230,26.

Dabei ist der Unternehmenswert der Phoenix KG zum 21. Dezember 2007 i.H.v. EUR 3.885,7 Mio. berücksichtigt worden. Dieser Wert setzt sich aus dem Ertragswert der Phoenix KG in Höhe von EUR 3.552,5 Mio. und den Sonderwerten der Phoenix KG (Zerobonds, Anteile an Kötitzer Ledertuch und Wachstum-Werke AG, Andreae-Noris-Zahn AG, GbR Zielstattstraße, ZAO ROSTA, Phoenix AG) i.H.v. EUR 333,2 Mio. zum Stichtag zusammen. Für die nach der Planungsrechnung geschätzten Konzernjahresergebnisse ab 2007/08 zwischen EUR 254,8 Mio. und EUR 444,5 Mio. wurden eine Thesaurierungsquote von jeweils 68 % und eine Ausschüttungsquote von 32 % unterstellt. Sowohl für die Fortführungsphase als auch die ewige Rente wurden hinsichtlich der Thesaurierungen Wertbeiträge aus Thesaurierungen entsprechend der Quote neben den Ausschüttungen berücksichtigt. Dabei kamen unterschiedliche Ertragssteuersätze zur Anwendung.

13

Die zur Abzinsung der Ergebnisse verwendeten Kapitalisierungszinssätze lagen für die Planungsjahre von 2007/08-2011/12 zwischen 8,59 % und 9,52 %. Der Kapitalisierungszinssatz der ewigen Rente ab 2012/13 ff. betrug 7,47 % unter Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags von 1,00 %. Dabei wurde durchgängig ein Basiszinssatz vor typisierter Ertragsteuer i.H.v. 4,50 % und nach typisierter Ertragsteuer i.H.v. 3,31 % bzw. 2,93 % (2007/08) berücksichtigt. Die verwendete Marktrisikoprämie nach typisierter Ertragsteuer lag ebenfalls bei 4,50 % für beide Phasen. Der unverschuldete Betafaktor lag durchgängig bei 0,65 und die verschuldeten Betafaktoren bei 1,15 (2012/13 ff.) und 1,21-1,38 (2007/08-2011/12).

14

Der Unternehmenswert der Phoenix KG zum 21. Dezember 2007 i.H.v. EUR 3.885,7 Mio. wurde schließlich einer vergleichenden Marktbewertung durch

15

die Multiplikator-Methode unterzogen. Auf der Basis von Kennzahlen ausgesuchter Vergleichsunternehmen wurde für die Phoenix KG ein Marktwert des Eigenkapitals in einer Bandbreite von EUR 2,7 Mrd. bis EUR 4,6 Mrd. geschätzt, der Durchschnitt lag zwischen EUR 3,0 Mrd. und EUR 4,1 Mrd.

Analog zur beschriebenen Vorgehensweise wurde der Unternehmenswert der HAGEDA aus ihren Ertragswert, den Wert ihres Kommanditanteils an der Phoenix KG und den übrigen Sonderwerten der HAGEDA ermittelt. Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der HAGEDA lag aufgezinst zum 21. Dezember 2007 bei EUR 50,818 Mio. (EUR 48,244 Mio. zum 1. Januar 2007). Die Konzernjahresergebnisse wurden durchgängig einer Thesaurierungsquote von 55 % und einer Ausschüttungsquote von 45 % unterworfen. Hinsichtlich der Thesaurierungsquote von 55 % wurden entsprechende Wertbeiträge neben den Ausschüttungen berücksichtigt, die steuerlich unterschiedlich behandelt wurden. Die Kapitalisierungszinssätze lagen bei jährlich 5,88 % mit Ausnahme des Jahres 2007, hier lag der Kapitalisierungszinssatz bei 5,49 %. Hinsichtlich des Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie wurden die gleichen Zinssätze wie für die Phoenix KG verwendet. Der unverschuldete und verschuldete Betafaktor der HAGEDA lag bei 0,57. Der Risikozuschlag betrug durchgängig 2,56 %. Als Sonderwerte der HAGEDA wurden der Anteil am Unternehmenswert der Phoenix KG einschließlich Eigenanteile sowie sonstige Sonderwerte (Finanzierung Phoenix, Darlehen, liquide Mittel, Phoenix AG) in Höhe von EUR 395,2 Mio. in die Berechnung eingestellt.

16

Ferner wurde ein durchschnittlicher Aktienkurs der HAGEDA in dem Dreimonatszeitraum vom 23. Juli bis zum 23. Oktober 2007 i.H.v. EUR 1.225,23 pro Aktie errechnet.

17

Mit Beschluss des Landgerichts Köln vom 5. Oktober 2007 wurde Herr

(nachfolgend „Prüfer“) mit der sachverständigen Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327 c Abs. 2 S. 2 AktG bestellt. Die Prüfung erfolgte in der Zeit vom 16. Oktober bis zum 6. November 2007. Der Prüfer hat die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung i.H.v. EUR 2.231,00 je HAGEDA-Aktie in sei-

18

nem Gutachten vom 6. November 2007 bestätigt (Anl. B1). Der dabei ermittelte umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs im Dreimonatszeitraum vom 31. Juli bis zum 31. Oktober 2007 i.H.v. EUR 1.236,93 je HAGEDA-Aktie kam aufgrund des höheren Unternehmenswerts pro Aktie nicht zum Zuge. Der Prüfer konstatierte nachvollziehbare und angemessene Prämissen bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes im Bewertungsgutachten, wies dabei aber auf Unsicherheiten im Zusammenhang mit der am 1. Januar 2008 in Kraft getretenen Unternehmenssteuerreform hin, da insoweit keine empirischen Daten vorlägen.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre (nachfolgend „**gemeinsamer Vertreter**“) sind der Meinung, dass die beschlossene Barabfindung i.H.v. EUR 2.231,00 unangemessen niedrig sei. 19

Sie rügen zunächst die Unbrauchbarkeit des Prüfgutachtens. Eklatante Mängel des -Gutachtens seien durch den Prüfer nicht aufgedeckt worden. Eine eigenständige Prüfung sei innerhalb des kurzen Prüfungszeitraums nicht möglich gewesen, sondern nur eine in allen Punkten bestätigende Parallelprüfung. Die Antragsteller halten die Einholung eines neuen Bewertungsgutachtens für notwendig. 20

Zwecks Überprüfung der Gutachten verlangen die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter die Vorlage diverser Unterlagen, u.a. die Jahresabschlüsse der Phoenix KG, Phoenix AG und diverser Beteiligungen. 21

In der Sache beanstanden die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter zunächst, dass die Liquidationswerte der HAGEDA bzw. der Phoenix KG nicht berücksichtigt worden seien. Dieser Wert sei für Abfindungszwecke auch dann maßgeblich, falls keine Liquidation des Unternehmens beabsichtigt sei. Auch die Marken der HAGEDA bzw. der Phoenix KG seien nicht bewertet worden. 22

Die Planungsrechnungen seien zu pessimistisch und in vielen Punkten nicht nachvollziehbar. Das gelte für die Umsatzrückgänge seit 2007, Personalkosten, das Zins- bzw. Finanzergebnis und die Betriebspachtverträge. Für die Phoenix KG sei unklar, warum die Ergebniszuwächse trotz erheblich höherer Umsatzzuwächse so 23

gering ausgefallen seien. Insbesondere die Steigerungsraten der ausländischen Gesellschaften seien nicht richtig gewürdigt worden. Synergie-Effekte seien ebenfalls zu Unrecht außer Betracht gelassen worden. Die Berechnung der Sonderwerte der Phoenix KG sei fehlerhaft, da es an belastbaren Ertragswertberechnungen fehle.

Die Auswirkungen der vorgenommenen Thesaurierungen in der Detailplanungsphase und der ewigen Rente seien nicht nachvollziehbar. Es sei zu vermuten, dass den Minderheitsaktionären in der Detailplanungsphase ca. EUR 1,8 Mrd. mittels vollständiger Thesaurierungen vorenthalten worden seien. Eine unmittelbare Zurechnung von Wertbeiträgen aus Thesaurierungen könne den Gutachten nicht entnommen werden. Zudem sei die Besteuerung der Thesaurierungen mit dem halben Steuersatz der Abgeltungssteuer nicht berechtigt, da die ausgeschiedenen Aktionäre der HAGEDA nicht von der seit dem 1.1.2009 gültigen Abgeltungssteuer betroffen seien. 24

Tatsächlich sei ein Risikozuschlag im Grundsatz schon nicht berechtigt, da Chancen und Risiken bereits in der Ertragsschätzung berücksichtigt seien. Erst recht sei ein Risikozuschlag nicht bei einem Squeeze Out-Unternehmen wie die HAGEDA berechtigt, da das Risiko in diesem Falle gegen Null tendiere. Nach der zutreffenden Rechtsprechung des OLG München sei allenfalls ein Risikozuschlag in einer Größenordnung von 0,5 % bis 2,0 % berechtigt. 25

Insbesondere rügen die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter die verwendeten Kapitalisierungszinssätze als unangemessen hoch. Bereits das zur Anwendung gebrachte CAPM bzw. TAX-CAPM führe zu falschen Annahmen. Diese Methodik sei für die Phoenix KG als Personengesellschaft völlig unpassend. Zudem führe dieses Modell bei einem Squeeze Out zu falschen Lösungen, abgesehen davon, dass für die Zeit ab den Jahren 2008 (Abgeltungssteuer) Erfahrungswerte fehlten. Die verwendeten Parameter Basiszinssatz, Marktisikoprämie und Betafaktor seien zu hoch ausgefallen. 26

Das gelte zunächst für den Basiszinssatz. Maßgebend müsse der Stichtagszins 27

sein, der zwischen 3 % bis 3,5 % gelegen habe. Auch bei Verwendung der Zinsstrukturkurve falle der Basiszinssatz niedriger aus als 4,5 % gemäß Gutachten.

Auch die Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern sei völlig inakzeptabel und werde durch zahlreiche Studien widerlegt. Langfristig sei eine Überrendite mit Aktien gegenüber Anleihen in dieser Größenordnung nicht zu erzielen. 28

Die Betafaktoren der HAGEDA und der Phoenix KG seien auf falscher Basis ermittelt worden. Es sei nicht dargelegt worden, warum das eigene Beta der HAGEDA bzw. der Phoenix KG nicht verwendet werden könne. Bei der Bildung der Peer Group seien nur wenige und falsche Unternehmen aus dem Ausland berücksichtigt worden. Aufgrund der Inkonsistenzen seien die Betafaktoren im -Gutachten 29 und im Prüfgutachten unterschiedlich hoch ausgefallen. Die im Bewertungsgutachten genannten Risikozuschläge für die HAGEDA i.H.v. 2,565 % und für die Phoenix KG i.H.v. 2,925 % seien aus den genannten Gründen überhöht.

Besonders kritisieren die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter den Wachstumsabschlag i.H.v. 1 % auf den Kapitalisierungszinssatz der ewigen Rente. Das sei angesichts der Wachstumsraten der HAGEDA bzw. der Phoenix KG in der Vergangenheit und der sehr guten Wachstumsaussichten in der Zukunft nicht vertretbar. Es sei völlig realitätsfern, dass das Ertragswachstum der HAGEDA unterhalb der Inflationsrate von 2 % bis 3 % liege. Das sei unabhängig von Thesaurierungen. 30 Ein Unternehmen, das den Ertrag nicht in Höhe der Inflationsrate steigern könne, sei aufgrund realer Schrumpfung nicht lebensfähig. Eine Steigerungsrate zwischen 2 % bis 3 % entspreche zudem empirischen Befunden zum Pharmagroßhandel sowie zu deutschen Industrieunternehmen generell. Realistisch seien Wachstumsraten von 3-4 % jährlich.

Schließlich sind die Antragsteller der Meinung, dass der Börsenkurs unzutreffend ermittelt worden sei. Maßgebend müsse der Börsenkurs unmittelbar vor dem Stichtag sein. 31

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen,

die angebotene und beschlossene Abfindung der HAGEDA-Aktie i.H.v. EUR 2.231,00 gerichtlich höher festzusetzen. 32

Darüber hinaus beantragen die Antragsteller zu 4-7, 10-11 und 19,

die gerichtlich festgesetzte Barabfindung ab der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister zu verzinsen. 33

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen. 34

Die Antragsgegnerin hält die Anträge zum Teil für unzulässig, im Übrigen für unbegründet. 35

Die Antragsgegnerin bestreitet die Antragsberechtigung der Antragsteller

Ein urkundlicher Nachweis sei von ihnen nicht vorgelegt worden. 36

Die Antragsteller seien nicht berechtigt, weitere Unterlagen von der Antragsgegnerin zu fordern. Die vorliegenden Unterlagen seien ausreichend, um die Plausibilität der Bewertung zu prüfen. 37

Das Prüfgutachten sei nicht zu beanstanden. Im Gegenteil sei dies außergewöhnlich umfangreich. Die beanstandete Parallelprüfung sei sachlich geboten und von der Rechtsprechung anerkannt. 38

Die angebotene und beschlossene Barabfindung i.H.v. EUR 2.231,00 pro HAGEDA-Aktie sei angemessen. 39

Der Börsenkurs sei zu Gunsten der Minderheitsaktionäre als Untergrenze in Betracht gezogen worden, obwohl dieser aufgrund einer Marktengung und nicht ausrei- 40

chenden Handels nicht relevant sei. In dem maßgebenden Zeitraum vor der Bekanntgabe des Squeeze Outs habe der Durchschnittskurs der Aktie bei EUR 1.237,35 gelegen. Selbst in dem Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung habe der Börsenkurs bei EUR 2.288,37 gelegen. Dieser Betrag übersteige die angebotene Barabfindung lediglich um 2,6 % und sei damit irrelevant.

Der Wert der HAGEDA sei zutreffend nach der Ertragswertmethode gemäß IDW S1 2008 unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008 geschätzt worden. Der Substanz- und Liquidationswert der HAGEDA habe keine Relevanz. Im Übrigen sei der Liquidationswert aber auch überschlägig von und dem Prüfer abgeschätzt worden. Dieser liege unter Berücksichtigung der Liquidationskosten deutlich unter dem Fortführungswert. 41

Das Stichtagsprinzip sei gewahrt. In die Aufzinsung der Ergebnisse zu den technischen Bewertungsstichtagen 1. Januar 2007 (HAGEDA) und 1. Februar 2007 (Phoenix KG) seien die Erkenntnisse aus den Quartalsabschlüssen und Planungsrechnungen aus September/Oktober 2007 eingegangen. 42

Die Ertragsplanung der HAGEDA sei realistisch. Zudem sei die Planung für die Bewertung hinzunehmen. Die pauschalen Einwände der Antragsteller, die Planzahlen seien zu pessimistisch oder zu niedrig angesetzt, seien nicht durch belastbare Zahlen untermauert worden. Synergieeffekte seien zu Recht bei der Schätzung des objektivierten Unternehmenswerts nicht berücksichtigt worden. Fiktive Kapitalherabsetzungen oder Auflösungen von Kapital- bzw. Gewinnrücklagen seien rechtlich nicht geboten gewesen. Das Unternehmen sei zu bewerten, wie es steht und liegt. Aus diesem Grund seien auch Vertragsbeziehungen im Konzern mit ihren jeweiligen Konditionen zu akzeptieren, die unabhängig davon auch einem Drittvergleich standhielten. 43

Auch die Planung der Phoenix KG sei nicht zu beanstanden. Umsatzerlöse und Ergebnisse stiegen kontinuierlich an. Dabei seien gegenläufige Effekte wie alternative Vertriebsformen und regulatorische Eingriffe berücksichtigt worden, was zu einer Reduzierung der Wachstumsrate auf 4,4 % geführt habe. Der Rückgang der 44

sonstigen betrieblichen Erträge von 2006/07 i.H.v. EUR 261,8 Mio. auf EUR 205 Mio. in 2007/08 stehe im Zusammenhang mit der Betriebsveräußerung bei der Tamro-Gruppe in 2006/07. Für den Rückgang des Betriebsergebnisses in der ewigen Rente im Vergleich zum letzten Planungsjahr seien ein höherer Personalaufwand und höhere Abschreibungen verantwortlich. Herausragende Ergebnisse beim Auslandsgeschäft gingen auf einmalige Sondereffekte zurück.

Die Zusatzpachten der HAGEDA seien in den Jahren 2007 und 2009 aufgrund negativer Ergebnisse des Vertriebszentrums der Phoenix KG entfallen, womit erklärlich sei, dass die Pachterträge unter denen der Vergangenheit liegen. Der Personalaufwand betreffe Aufwendungen zur Verwaltung der Pensionsverpflichtungen, die i.H.v. EUR 780.000,00 pro Jahr angemessen seien. Auch die Ansätze zu den sonstigen betrieblichen Ergebnissen, Abschreibungen, Finanzergebnissen und Konzernergebnissen seien zutreffend. 45

Die für die HAGEDA als auch die Phoenix KG verwendeten Kapitalisierungszinssätze seien ebenfalls nicht zu beanstanden. Der Basiszinssatz i.H.v. 4,50 % sei sachgerecht anhand der Zinsstrukturkurve der Daten der Deutschen Bundesbank nach der Svensson-Methode ermittelt worden. Zum Stichtag habe sich daraus sogar ein höherer Basiszinssatz von 4,75 % ergeben. 46

Der Risikozuschlag sei zutreffend auf der Basis des TAX-CAPM berechnet worden. Dieses Modell sei sowohl in der Bewertungspraxis als auch in der Rechtsprechung anerkannt; die empirische Validität sei nachgewiesen. 47

Die Nachsteuer-Marktrisikoprämie von 4,5 % entspreche ebenfalls den Ergebnissen der empirischen Forschung, auch wenn die Ergebnisse der Untersuchungen erheblich streuten. Die Rechtsprechung folge den IDW-Empfehlungen auch in diesem Punkt. Danach sei unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens eine Marktrisikoprämie von 5,5 % sachgerecht. Für die ab dem Jahr 2008 geltende Abgeltungssteuer sei eine Marktrisikoprämie von 4,5 % angemessen. 48

Bei den Betafaktoren der HAGEDA und der Phoenix KG seien zu Gunsten der 49

Minderheitsaktionäre die geringsten Werte angenommen worden. Eigene Betafaktoren seien nicht vorhanden bzw. nicht verwendbar gewesen. Für die HAGEDA folge dies auch aus der Beteiligung der Antragsgegnerin von mehr als 95 % der Anteile. Bei der Festlegung der Betafaktoren seien vergleichbare Peer Group-Unternehmen ausgewählt worden. Berechtigt sei die Einbeziehung ausländischer Unternehmen. Die unterschiedlichen Ergebnisse der und des Prüfers seien damit erklärbar, dass der Prüfer noch weitere Unternehmen in die Betrachtung einbezogen habe und die herangezogenen Betrachtungszeiträume unterschiedlich seien.

Der daraus resultierende Risikozuschlag von 2,56 % für die HAGEDA und der höhere Risikozuschlag der Phoenix KG seien durchaus mit der kritischen Rechtsprechung des OLG München zu vereinbaren.

50

Der für die ewige Rente angesetzte Wachstumsabschlag von 1 % für die HAGEDA und die Phoenix KG sei keinesfalls zu niedrig, sondern allenfalls zu hoch. Auch die Beteiligung an einem Unternehmen sei nicht völlig inflationssicher, was von empirischen Studien gestützt werde. Wachstumsabschläge von 1 % seien in der Rechtsprechung anerkannt. Thesaurierungen könnten für das Wachstum nicht berücksichtigt werden, da diese bereits unmittelbar den Aktionären als Wertbeitrag zugerechnet worden seien. Im übrigen seien die Wachstumsmöglichkeiten der Phoenix KG wegen der regulatorischen Eingriffe des Gesetzgebers, der Kostensenkungsbestrebungen im Gesundheitswesen und des Eintritts neuer (alternativer) Wettbewerber begrenzt, wobei gegenläufige Entwicklungen — die alternde Gesellschaft und die daraus folgende erhöhte Nachfrage nach Pharmazeutika einerseits versus Erschließung neuer Märkte und Marktsegmente andererseits — einbezogen worden seien. Wachstumsraten der Pharmabranche von 5,3 % könnten nicht ohne Weiteres auf Pharmagroßhändler und Einzelunternehmen wie die HAGEDA bzw. die Phoenix KG übertragen werden.

51

Die im -Gutachten unterstellten Thesaurierungen seien für die Minderheitsaktionäre günstiger als die alternativ denkbaren Ausschüttungen von Gewinnen. Die Thesaurierungsquoten seien unternehmens- bzw. marktgerecht gebildet wor-

52

den. Die Berücksichtigung der Besteuerung der Kursgewinne ab dem Jahr 2009 sei auch für die Minderheitsaktionäre der HAGEDA sachgerecht, da der Markt die Steuerwirkungen bereits zuvor antizipiert habe.

Schließlich seien die Sonderwerte der HAGEDA und der Phoenix KG zutreffend in die Unternehmenswerte eingeflossen. Für Beteiligungen an Unternehmen seien zeitnah Bewertungsgutachten (Kötitzer AG), Börsenwerte (Anzag), Verkehrswertgutachten (GbR Zielstattstraße), vereinfachte Ertragswertschätzungen (ZAO ROSTA) oder bilanzielles Eigenkapital (Phoenix AG) herangezogen worden. Die Zerobonds seien zutreffend mit den zum Bewertungsstichtag aufgezinnten Buchwerten angesetzt worden. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei ansonsten nicht vorhanden gewesen. Das ausgewiesene negative Sondervermögen der HAGEDA i.H.v. EUR 38,8 Mio. habe der Finanzierung der Beteiligung an der Phoenix KG gedient.

53

Mit Beweisbeschluss vom 18. Oktober 2011 ist die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mit der Erstellung eines Sachverständigengutachtens zum Ertragswert der HAGEDA beauftragt worden. Gemäß Beweisbeschluss soll sich die gutachterliche Stellungnahme im Rahmen einer Neubewertung der HAGEDA mit den wesentlichen Einwänden der Verfahrensbeteiligten auseinandersetzen. Insbesondere sollen der Betafaktor, der Wachstumsabschlag und auch die vorgenommenen Thesaurierungen näher geprüft werden und der Börsenkurs auf der Grundlage der BGH-Rechtsprechung („Stollwerck“) ermittelt werden. Mit weiterem Beweisbeschluss vom 4. Mai 2012 ist der ursprüngliche Beweisbeschluss dahingehend konkretisiert worden, dass bei der Bemessung des Risikozuschlags nach dem CAPM bzw. dem TAX-CAPM ergänzend auch eine gutachterliche pauschale Risikoeinschätzung vorgenommen werden soll. Ferner sollen bei der Berechnung des Unternehmenswerts alternative Kapitalisierungszinssätze in einem Bereich von +/-2 % in Schritten von jeweils 0,5 % verwendet werden.

54

B.

I. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge sind zulässig.

55

Auf dieses Spruchverfahren ist das Spruchverfahrensgesetz anwendbar, § 1 Nr. 3 SpruchG. Antragsberechtigt ist nach § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG jeder ausgeschiedene Aktionär. Der Antrag ist gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG innerhalb von drei Monaten ab der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsprechend § 10 HGB bei Gericht zu stellen.

56

Die in diesem Verfahren eingereichten Anträge sind fristgerecht bei Gericht eingegangen. Die Veröffentlichung der Handelsregistereintragung erfolgte am 04. März 2008. Die Frist zur Antragstellung lief folglich am 04. Juni 2008 ab. Sämtliche Anträge sind spätestens bis zum 04. Juni 2008 bei Gericht eingegangen.

57

Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung gemäß § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG dargelegt und ggf. durch Vorlage von Bankbestätigungen auch nachgewiesen. Das gilt auch für die Antragsteller, deren Antragsberechtigung von der Antragsgegnerin bestritten worden ist.

58

II. Begründetheit der Anträge

Die zulässigen Anträge sind allerdings unbegründet.

Nach der Beweisaufnahme steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass die von der Hauptaktionärin angebotene und von der Hauptversammlung der HAGEDA beschlossene Barabfindung i.H.v. EUR 2.231,00 je HAGEDA-Aktie gemäß § 327 a AktG angemessen ist.

59

1. Sachverständigengutachten

(nachfolgend auch „**Sachverständiger**“ oder „**Gutachter**“) hat am 30. Juli 2013 das von der Kammer beauftragte Gutachten vorgelegt. Die Begutachtung erfolgte auf der Grundlage der Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur

60

Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 2. April 2008 (nachfolgend „IDW S 1 2008“). Auf dieser Basis wurde die Unternehmenssteuerreform 2008 berücksichtigt. Der Sachverständige hat für die HAGEDA zum Bewertungsstichtag 21. Dezember 2007 einen Unternehmenswert i.H.v. EUR 435,90 Mio. ermittelt. Daraus resultiert ein Betrag i.H.v. EUR 2.179,50 je HAGEDA-Aktie. Dieser Betrag liegt unterhalb der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung i.H.v. EUR 2.231,00 je HAGEDA-Aktie.

Dabei wurden die Börsenkurse der HAGEDA-Aktie in dem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze Outs am 9. November 2007 berücksichtigt. Unter Einbeziehung sämtlicher Börsenplätze ergab sich ein gewichteter Durchschnittskurs in Höhe von EUR 1.259,46. 61

Bei dieser Sachlage ist der Gutachter zu dem Ergebnis gelangt, dass die angebotene bzw. beschlossene Barabfindung gemäß § 327 a AktG angemessen ist. 62

Der Sachverständige hat auftragsgemäß eine Neubewertung der HAGEDA durchgeführt und sich dabei mit den wesentlichen Einwänden der Verfahrensbeteiligten auseinandergesetzt, wobei insbesondere der Betafaktor, der Wachstumsabschlag und die vorgenommenen Thesaurierungen näher geprüft worden sind. Ferner ist der Börsenkurs auf der Grundlage der neueren BGH-Rechtsprechung (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, „Stollwerck“) ermittelt worden. Darüber hinaus hat der Gutachter auf der Basis des weiteren Beweisbeschlusses der Kammer vom 4. Mai 2012 eine pauschale Risikoeinschätzung in Ergänzung zu der Ermittlung des Risikozuschlages nach dem TAX-CAPM vorgenommen. Im Rahmen einer Szenarioanalyse sind bei der Berechnung des Unternehmenswerts alternative Kapitalisierungszinssätze in einem Bereich von +/-2 % in Schritten von jeweils 0,5 % verwendet worden. 63

a. Methodik

In Übereinstimmung mit der Rechtsprechung hat der Sachverständige den Ertragswert der HAGEDA auf der Basis der Ergebnisplanung der Gesellschaft nach dem Ertragswertverfahren gemäß IDW S1 2008 aus der Perspektive einer inländi- 64

schen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner abgeleitet und dabei deren steuerliche Verhältnisse typisiert berücksichtigt. Die Ergebnisplanung der Gesellschaft, die nach den Grundsätzen IFRS aufgestellt wurde, ist im Grundsatz bis zum Ergebnis vor Zinsen und Steuern übernommen worden. Zinsen und Steuern sind neu berechnet und ein nachhaltiges Ergebnis ermittelt worden.

Aufgrund ihrer wesentlichen Bedeutung für den Unternehmenswert der HAGEDA ist die Beteiligung an der Phoenix KG (Kommanditanteil) gesondert nach der Ertragswertmethode in gleicher Weise bewertet worden. Die Bewertung basiert auf einer Konzernplanung der Phoenix KG nach HGB-Grundsätzen. Da die Ergebnisanteile am Gewinn der Phoenix KG bei der HAGEDA anteilig der Körperschaftsteuer unterliegen, ist die Phoenix KG steuerlich wie eine Kapitalgesellschaft behandelt worden.

65

Der Unternehmenswert der HAGEDA ergibt sich somit aus dem Ertragswert ihres operativen Geschäfts zuzüglich der Sonderwerte, insbesondere der Beteiligung an der Phoenix KG.

66

Auf eine eingehende Schätzung des Liquidationswertes ist aufgrund des deutlichen Ertragspotenzials der HAGEDA verzichtet worden. Ergänzend hat sich der Sachverständige auf die überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes im Prüfgutachten bezogen (Prüfbericht Seite 17).

67

Als Bewertungsstichtag ist zutreffend der 21. Dezember 2007 zugrundegelegt worden. Die prognostizierten Ausschüttungen sind für die HAGEDA zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2006 und für die Phoenix KG auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Januar 2007 diskontiert worden. Anschließend sind die Beträge mit den jeweiligen Kapitalisierungszinssätzen auf den Bewertungsstichtag 21. Dezember 2007 aufgezinnt worden. Diese Vorgehensweise ist üblich und wird letztlich auch nicht von den Beteiligten angegriffen, da die unmittelbare Diskontierung auf den Bewertungsstichtag 21. Dezember 2007 zu dem gleichen Ergebnis führen würde.

68

Der Sachverständige hat die zu erwartenden Bruttoausschüttungen der HAGEDA bzw. Phoenix KG zunächst auf der Grundlage des individuellen Unternehmenskonzepts unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung sowie der steuerlichen Rahmenbedingungen für den Zeitraum der Jahre 2007-2009 ermittelt (Detail-Planungsphase bzw. Phase 1). Für die nachfolgenden Jahre ist unterstellt worden, dass sich die Ausschüttung des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zur Ausschüttung der Alternativanlage verhält, sofern nicht Besonderheiten eine Abweichung fordern (ewige Rente bzw. Phase 2). Dabei sind für das Wachstum nachhaltige Thesaurierungen unterstellt worden, die für Ausschüttungen an die Anteilseigner nicht zur Verfügung stehen. Im Falle unterstellter Thesaurierungen sind den Anteilseignern entsprechende Wertbeiträge zugerechnet worden.

69

Für den Detail-Planungszeitraum ist eine Ausschüttungsquote der HAGEDA unterstellt worden, die sich an der Ausschüttungsquote der Gesellschaft in der jüngeren Vergangenheit orientiert. In dieser Zeit wurde jährlich ein Betrag von EUR 1,00 pro HAGEDA-Aktie ausgeschüttet. Für die Phase der ewigen Rente ist eine Ausschüttungsquote von 40 % angesetzt worden, die sich an dem historischen Ausschüttungsverhalten von börsennotierten und mit der HAGEDA vergleichbaren Unternehmen orientiert. Diese Ausschüttungsquote liegt geringfügig unter der von der unterstellten Ausschüttungsquote i.H.v. 45 %. Das liegt nach Auskunft des Gutachters an der geringfügig abweichenden Peer Group. Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums ist für die Phase der ewigen Rente ein Thesaurierungsbeitrag i.H.v. EUR 0,17 Mio. in das Kalkül eingestellt worden.

70

Für die Jahre 2008 ff. hat der Sachverständige entsprechend der Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung Betriebswirtschaft des IDW (FAUB) unterstellt, dass sämtliche Gewinne aus der Veräußerung von Wertpapieren bzw. Unternehmensanteilen, die nach dem 1. Januar 2009 erworben wurden, der Abgeltungssteuer inklusive Solidaritätszuschlag i.H.v. 26,38 % unterliegen. Unter Berücksichtigung von langen Haltedauern ist für die Jahre 2008 ff. eine effektive Gewinnsteuer auf die fiktiv thesaurierten Beträge in halber Höhe der nominalen Abgeltungssteuer inklusive Solidaritätszuschlag mit 13,19 % in Abzug gebracht worden.

71

Vor diesem Hintergrund sind für 2007 (Halbeinkünfteverfahren) die Steuern auf Dividenden in Abzug gebracht worden; die Kursgewinne waren steuerfrei. Für das Jahr 2008 (Abgeltungssteuer) ist von einer Besteuerung der Dividende und des Basiszinssatzes ausgegangen worden; die Kursgewinne waren ebenfalls steuerfrei. Ab den Jahren 2009 ff. sind Steuern für Dividenden, Basiszinssätze und Kursgewinne berücksichtigt worden. Die zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen an die Anteilseigner ergeben sich aus der Summe der Dividendenausschüttungen abzüglich Steuern und fiktiven Thesaurierungen abzüglich Steuern.

Die künftigen finanziellen Überschüsse sind zum Bewertungsstichtag auf einen Barwert diskontiert worden. Der dabei verwendete Kapitalisierungszinssatz reflektiert die Rendite einer äquivalenten Alternativinvestition. Ausgangsgröße ist die Rendite einer risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser ist um einen Risikozuschlag für das unternehmensrelevante Risiko erhöht worden, wobei der Risikozuschlag für die ewige Rente um einen Wachstumsabschlag gemindert worden ist, der das Ergebniswachstum in der ewigen Rente abbildet.

Nach inzwischen gefestigter Bewertungspraxis ist der Basiszinssatz aus der Zinsstrukturkurve hergeleitet worden. Daraus ergibt sich die theoretische Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit. Dazu sind die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Daten zu börsennotierten Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren verwendet und hochgerechnet worden. Die laufzeitspezifischen Zinssätze sind barwertäquivalent in einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor Einkommensteuer i.H.v. 4,75 % zum Bewertungsstichtag umgerechnet worden. Zugunsten der Minderheitsaktionäre hat der Sachverständige den von der ermittelten niedrigeren Basiszinssatz i.H.v. 4,50 % verwendet. Für das Jahr 2007 ist der Basiszinssatz mit persönlicher Ertragsteuer i.H.v. 35 % belastet worden. Ab den Jahren 2008 ff. ist die Abgeltungssteuer i.H.v. 26,38 % verwendet worden.

Zur Schätzung des Risikozuschlags hat der Sachverständige die Kapitalmarktpreisbildungsmodelle CAPM und das darauf aufbauende TAX-CAPM entsprechend der Empfehlung nach IDW S1 2008 angewendet. Der Risikozuschlag ergibt sich da-

nach aus dem Produkt aus Marktrisikoprämie und unternehmensspezifischen Betafaktor. Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie sind in Übereinstimmung mit dem FAUB verschiedene Kapitalmarktstudien berücksichtigt worden mit Untersuchungszeitpunkten zwischen den Jahren 1994 und 2003. Die Marktrisikoprämien lagen bei arithmetischer Berechnung zwischen 5,46 % und 10,43 %. Geometrisch berechnet lagen sie zwischen 2,66 % und 6,80 %. Auf dieser Grundlage hat der Gutachter die Empfehlung des FAUB übernommen, Marktrisikoprämien von 5,0 % bis 6,0 % (2007), 4,5 % bis 5,5 % (2008) und 4,0 % bis 5,0 % (2009 ff.) zu verwenden.

Zum Betafaktor hat _____ zunächst unterstellt, dass die HAGEDA mit dem operativen Risiko der Phoenix KG zu bewerten sei und nicht umgekehrt, wie dies von einigen Antragstellern vertreten wird. Diese Annahme ist in der Tatsache begründet, dass das Ergebnis der HAGEDA im Wesentlichen von der Phoenix KG bestimmt war und ist. Zudem besteht zwischen der HAGEDA und der Phoenix KG ein Betriebspachtvertrag, der stark ergebnisabhängig ist. In Abweichung zur Vorgehensweise der _____ ist daher auf eine einheitliche Peer Group für beide Gesellschaften zurückgegriffen worden. Für die Phoenix KG hat der Sachverständige keinen Betafaktor ermitteln können, da die Gesellschaft nicht börsennotiert war. Der Sachverständige hat es hingegen abgelehnt, den Betafaktor aus dem Börsenkurs der HAGEDA abzuleiten, da die Verwendung des eigenen Betas unlogisch sei und zu einem Zirkelschluss führe. Einbezogen worden sind Vergleichsunternehmen, die ebenso wie die Phoenix KG schwerpunktmäßig im Pharmagroßhandel tätig waren. Dabei sind Umsatzstruktur sowie geographische Absatzgebiete der Vergleichsunternehmen berücksichtigt worden, namentlich die Celiso AG, Sana-corp Pharmaholding AG, United Drug PLC, Medic NV, Farmacol SA, Oriola KD OYJ, Neuca SA und Pelion SA. Zusätzlich ist die Andrae-Noris Zahn AG in die Peer Group aufgenommen worden. Insoweit hat der Sachverständige den Einwänden der Antragsteller entsprochen. Mangels statistischer Signifikanz hat sich jedoch ein belastbarer Betafaktor für das letztgenannte Unternehmen nicht finden lassen. Zu diesem Ergebnis ist auch der Prüfer gekommen.

Mittels eines internationalen und eines nationalen Indizes sind anhand der Vergleichsgruppe unverschuldete adjustierte Betafaktoren in einer Bandbreite von

0,65-1,35 bei einem fünfjährigen Betrachtungszeitraum ermittelt worden. Für einen zweijährigen Betrachtungszeitraum der Jahre 2005-2007 und wöchentlicher Messung ergeben sich hingegen Werte zwischen 0,65-0,82. Bei dieser Sachlage hat der Sachverständige vertretbar einen Mittelwert von 0,70 für angemessen bezeichnet. Dieser Wert liegt leicht oberhalb des von der verwendeten unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,65.

Das Wachstum der Unternehmensergebnisse ist für den Detailplanungszeitraum konkret geschätzt worden. Für die ewige Rente ist pauschalierend ein Wachstumsabschlag von 1 % per anno angesetzt worden. Dabei ist von einer langfristigen Inflationserwartung für Europa i.H.v. 1,8 % bis 2,2 % ausgegangen. Ferner ist unterstellt worden, dass mit einer schrumpfenden Bevölkerung und einer steigenden Lebenserwartung zwei gegenläufige Wachstumseffekte von Bedeutung sind. Zudem sind auch für die Zukunft Einsparungsmaßnahmen durch regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers im Gesundheitswesen unterstellt worden, um die Finanzierbarkeit des Gesundheitswesens zu gewährleisten. Für den Zeitraum der Jahre 2000-2003 hat der Sachverständige festgestellt, dass die Umsatzentwicklung im Pharmagroßhandel in 15 EU-Ländern hinter der des gesamten Pharmahandels zurückgeblieben sei. Die Großhandelsmargen für Deutschland, Spanien, Italien, den Niederlanden und Großbritannien seien für den Zeitraum der Jahre 2001-2007 erheblich zurückgegangen. Dieser Rückgang sei begründet in den regulatorischen Eingriffen des Gesetzgebers. Die Entwicklung der Preise und der Nachfrage nach pharmazeutischen Produkten entziehe sich dem Einfluss der Pharmagroßhändler. Unter Abwägung aller Umstände, insbesondere den Einwänden der Verfahrensbeteiligten, sei ein Wachstumsabschlag i.H.v. 1 % angemessen, auch bezogen auf die in der Vergangenheit und in der Detailplanungsphase der Phoenix KG hohe EBIT-Marge von 3,1 %.

77

b. Ertragswert der HAGEDA

(1) Vergangenheitsanalyse

Der Gutachter hat zunächst die Planzahlen anhand der Vergangenheitsergebnisse plausibilisiert. Einmalige und außergewöhnliche Positionen wurden dabei bereinigt. Einzelheiten dazu ergeben sich aus der tabellarischen Ausstellung auf Seite 22 des

78

Gutachtens, auf die Bezug genommen werden kann.

(2) Ergebnisplanung der HAGEDA

In den Planjahren 2007 und 2009 sieht die Planung vergleichsweise niedrige Pächterlöse vor. Dies ist mit dem Wegfall der Zusatzpacht aufgrund eines erwarteten negativen Ergebnisses des Vertriebszentrums Köln in den Jahren 2007 und 2009 begründet worden. Das wirke sich auf den ergebnisabhängigen Teil der Pacht aus. Der Gutachter hält diesen Planungsansatz für nachvollziehbar. Dem schließt sich die Kammer an. 79

Bei der Einschätzung des nachhaltigen Ergebnisses sind die Umsatzerlöse der HAGEDA auf der Basis des Jahres 2008 fortentwickelt worden. In diesem Jahr ist der maximale Pächterlös erzielt worden. Der Gutachter erachtet die im Jahr 2009 erzielten niedrigeren Pächterlöse nicht für repräsentativ. 80

Da die HAGEDA seit Oktober 2006 keine eigenen Mitarbeiter mehr beschäftigt, fallen insoweit keine Personalaufwendungen an. Lediglich der Zinsaufwand für Pensionsverpflichtungen ist als Personalaufwand ausgewiesen worden. Dabei ist den Rügen der Antragsteller Rechnung getragen worden, die die Personalaufwendungen i.H.v. EUR 0,8 Mio. für überhöht halten. Entgegen der Planung sind Dienstzeitaufwendungen nach der Auffassung des Gutachters nicht berechtigt, sondern lediglich Zinsaufwand i.H.v. EUR 0,5 Mio. Damit liegt die Schätzung des Sachverständigen unter der der i.H.v. EUR 0,8 Mio. 81

Hinsichtlich der sonstigen betrieblichen Erträge, der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, der Abschreibungen und des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern kann auf die Ausführungen im Gutachten, Seite 23 ff., verwiesen werden. 82

(3) Erwartete Nettoausschüttungen (ohne Beteiligung Phoenix KG)

Die von ermittelten Nettoausschüttungen ergeben sich aus der Tabelle auf Seite 26 des Gutachtens, auf die verwiesen wird. Daraus ist ersichtlich, dass sich für die Planjahre 2007 und 2008 in etwa gleich hohe Brutto- und Netto- 83

ausschüttungen ergeben. Im Planjahr 2009 sind diese Beträge um mehr als zwei Drittel reduziert. Für die ewige Rente sind Bruttoausschüttungen oberhalb der Planwerte für die Jahre 2007 und 2008 angenommen worden. Die Nettoausschüttung fällt jedoch um ca. 15 % geringer aus. Die geringere Nettoausschüttung i.H.v. EUR 3,22 Mio. erklärt sich aus den im Vergleich zum Detailplanungszeitraum höheren Dividendenausschüttungen (40 %) sowie den fiktiven Thesaurierungen (60 %) und den damit verbundenen steuerlichen Belastungen.

(4) Kapitalisierungszinssatz

Die zur Diskontierung der HAGEDA-Erträge verwendeten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich aus der tabellarischen Aufstellung auf Seite 27 des Gutachtens. Daraus ist ersichtlich, dass einheitlich ein Basiszinssatz von 4,5 % für beide Phasen verwendet worden ist. Nach Ertragsteuer beträgt der Basiszinssatz 3,31 % für die Jahre 2008-2009 und 2010 ff. Lediglich im Jahr 2007 liegt der Basiszinssatz bei 2,93 %. Dafür sind steuerliche Gründe verantwortlich, die bereits geschildert worden sind. 84

Für die Detailplanungsphase sind unterschiedliche Marktrisikoprämien nach Ertragsteuer i.H.v. 4,50 % (2009), 5,00 % (2008) und 5,50 % (2007) in Ansatz gebracht worden. Für die ewige Rente ist ein Wert von 4,50 % verwendet worden. Mit dem bereits erläuterten unverschuldeten Betafaktor der HAGEDA/Phoenix KG von 0,70 und den jeweils konkret für die Planungsjahre ermittelten Verschuldungsgrad sind verschuldete Betafaktoren im Bereich 0,80 kalkuliert worden. Die Risikoprämien nach Ertragsteuer liegen demzufolge zwischen 3,58 % (2010 ff.) und 4,37 % (2007). Daraus resultieren schließlich Kapitalisierungszinssätze nach Ertragsteuer i.H.v. 7,29 % (2007), 7,38 % (2008), 6,96 % (2009) und 5,90 % (2010 ff.). Der erheblich niedrigere Wert der ewigen Rente erklärt sich aus einem Wachstumsabschlag i.H.v. 1,00 %. 85

(5) Ertragswert des operativen Geschäfts

Aus den erwarteten Nettoausschüttungen der HAGEDA i.H.v. EUR 3,79 Mio. (2007), EUR 3,74 Mio. (2008), EUR 1,01 Mio. (2009) und EUR 3,22 Mio. (2010 ff.) 86

ergibt sich bei der Diskontierung mit den Kapitalisierungszinssätzen nach Ertragsteuer i.H.v. 7,29 % (2007), 7,38 % (2008), 6,96 % (2009) und 5,90 % (2010 ff.) ein Ertragswert per 31. Dezember 2016 i.H.v. EUR 51,87 Mio. Der zum 21. Dezember 2007 aufgezinste Ertragswert beläuft sich auf EUR 55,54 Mio.

2. Sonderwerte der HAGEDA

a. Unternehmenswert der Phoenix KG

Der Sachverständige hat den Unternehmenswert der Phoenix KG separat ermittelt, da die Beteiligung an der Phoenix KG für den Unternehmenswert der HAGEDA wesentlich ist. 87

(1) Analyse der Planungsrechnung

Nach Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse ist die Planungsrechnung der Phoenix KG für die Geschäftsjahre 2007-2009 analysiert worden. Zu diesem Zweck sind zunächst die Umsatzerlöse der Phoenix KG auf die verschiedenen Länder verteilt worden. In einem zweiten Schritt sind die Entwicklungen des Pharmamarktes in den jeweiligen Ländern anhand von marktgerechten Analysen betrachtet worden. Daraus ergaben sich für die Jahre 2008-2011 Wachstumsraten zwischen 5,3 % und 6,0 %, die umsatzgewichtet zwischen 3,3 % und 5,2 % lagen. Diese Zahlen beziehen sich jedoch auf den gesamten Pharmamarkt und nicht nur auf den Pharmagroßhandel, mit dem die Phoenix KG im Geschäftsjahr 2006/07 ca. 90 % ihrer Umsatzerlöse erzielt hat. In der Vergangenheit ist der Pharmagroßhandelsumsatz geringer gestiegen als der Umsatz des gesamten Pharmamarktes, wie bereits angesprochen worden ist. Unter Berücksichtigung der Vergangenheitsergebnisse haben sich daraus Umsatz- und Wachstumsraten der Phoenix KG ergeben, die teils geringfügig unter und teils erheblich über (2009/10) den Wachstumsraten des Marktes liegen. 88

Hinsichtlich des Materialaufwandes, des Personalaufwandes, der sonstigen betrieblichen Erträge, der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und der Abschreibungen kann auf die Zahlenwerke im Sachverständigengutachten, Seite 31 ff., Bezug genommen werden. 89

Aufgrund des Anstiegs der Umsatzerlöse und des rückläufigen Materialaufwandes ergibt sich aus der Planung der Gesellschaft eine im Verlauf steigende Ergebnis-
marge, die von 2,6 % (2007/08) auf 3,1 % (2010/11) stetig ansteigt. 3,1 % sind
auch für die ewige Rente veranschlagt worden. Der Sachverständige hält deshalb
aus nachvollziehbaren Gründen den Einwand der Antragsteller, die Planung der
Phönix KG sei zu pessimistisch, für nicht begründet.

90

Das in der Planung enthaltene außerordentliche Ergebnis, resultierend aus Ge-
schäfts- und Firmenwertabschreibungen, ist dabei für die Zwecke der Bewertung
eliminiert worden.

91

Das Finanzergebnis beinhaltet das Zinsergebnis, die Gebühren für die Inanspruch-
nahme der Factoringlinie sowie das geplante Beteiligungsergebnis der nicht konso-
lierten Beteiligungen.

92

Für die Phoenix KG sind sowohl Gewerbesteuer als auch Körperschaftssteuer be-
rücksichtigt worden, obwohl Letztere bei einer Kommanditgesellschaft nicht anfällt.
Da jedoch die HAGEDA separat ohne die Gewinnanteile der Phoenix KG bewertet
wurde, ist die Körperschaftssteuer, die ansonsten bei der HAGEDA anfallen würde,
entsprechend berücksichtigt worden. Ferner sind bezüglich der im Ausland anfal-
lenden Unternehmenssteuern landesspezifische Besonderheiten berücksichtigt
worden unter Einschluss der Steuervorteile aus der Nutzung von steuerlichen Ver-
lustvorträgen.

93

(2) Nachhaltiges Ergebnis der Phoenix KG

Das nachhaltige Ergebnis der Phönix KG hat der Sachverständige im Wesentlichen
aus der Planungsrechnung der Gesellschaft für die Jahre 2007/08-2012/13 ff. ent-
wickelt. Insofern kann auf die Tabelle auf Seite 35 des Gutachtens verwiesen wer-
den. Die Ergebnisse für die Geschäftsjahre 2012/13 ff. sind mit einer Wachstumsra-
te von 1,0 % fortgeschrieben worden. Der Gutachter hat betont, dass der Fort-
schreibung eine relativ hohe EBIT-Marge zugrunde liegt. Die nachhaltigen Ab-
schreibungen sind in Höhe der Investitionen, die zur Aufrechterhaltung des beste-
henden Geschäfts notwendig sind, angesetzt worden. Die Reinvestitionsrate i.H.v.

94

EUR 85,04 Mio. ist geringer ausgefallen als der Planansatz der Gesellschaft und als der Wert der i.H.v. EUR 110,0 Mio.

(3) Erwartete Nettoausschüttungen

Die erwarteten Nettoausschüttungen der Phoenix KG für beide Planungsphasen ergeben sich aus dem tabellarischen Zahlenwerk auf Seite 36 des Gutachtens. Dort fällt auf, dass für die Jahre 2007/08 -2010/11 das gesamte Konzernergebnis zwischen EUR 269,37 Mio. bis EUR 417,82 Mio. zwecks Innenfinanzierung thesauriert wird. Das führt dazu, dass in den vorgenannten Jahren keine Bruttoausschüttungen ausgewiesen sind. Im Planjahr 2011/12 ist bis auf einen Betrag i.H.v.

EUR 47,31 Mio. das gesamte Jahresergebnis i.H.v. EUR 473,09 Mio. zur Innenfinanzierung thesauriert worden. Lediglich für die ewige Rente ab 2012/13 ff. ist das gesamte Konzernergebnis i.H.v. EUR 479,28 Mio. in die Wertbemessung eingeflossen. Lediglich Thesaurierungen für nachhaltiges Bilanzwachstum i.H.v. EUR 16,20 sind davon abgezogen worden. Dementsprechend liegen die Nettoausschüttungen bis zum Jahr 2010/2011 bei Null, für 2011/12 betragen sie EUR 34,83 Mio. und für 2012/13 ff. EUR 377,59 Mio. 95

Die problematische Verwendung von ca. 1,8 Mrd. zur Innenfinanzierung hat der Sachverständige damit begründet, dass diese Einbehalte geboten seien, um den bestehenden Bilanzverlust der Gesellschaft auszugleichen und Schulden abzubauen. Das führe im Detailplanungszeitraum zu einer Verbesserung der Kapitalstruktur sowie zu einem geringeren Zinsaufwand und damit zu einem höheren Ergebnis im Detailplanungszeitraum. Diese bilanzielle Thesaurierung führe letztlich zu einem höheren Ertragswert der Phoenix KG als eine fiktive Thesaurierung (Wertbeiträge unter Berücksichtigung von Kursgewinnsteuern). 96

In Übereinstimmung mit der Vorgehensweise bei der HAGEDA ist für die Phase 2 eine Ausschüttungsquote i.H.v. 40 % verwendet worden. Diese Ausschüttungsquote liegt unterhalb der von ermittelten Quote i.H.v. 32 %. Der Gutachter hat die höhere Ausschüttungsquote mit einer abweichenden Peer Group nachvollziehbar begründet. 97

Die Kapitalisierungszinssätze sind analog zur Vorgehensweise bei der HAGEDA geschätzt worden. Insofern kann hinsichtlich der Basiszinssätze, der Marktrisiko-prämien und des unverschuldeten Betas auf die Ausführungen zur HAGEDA ver-wiesen werden. Die Kapitalisierungszinssätze nach Ertragsteuer liegen für die Phoenix KG bei 11,20 % (2007/08), 10,74 % (2008/09), 9,56 % (2009/10), 9,28 % (2010/11), 8,91 % (2011/12) und 7,60 % (2012/13 ff.). Der erheblich niedrigere Wert für die ewige Rente ergibt sich wiederum aus einem Wachstumsabschlag i.H.v. 1,00 %.

98

(4) Ertragswert des operativen Geschäfts der Phoenix KG

Aus der Diskontierung der dargestellten Ergebnisse der Phoenix KG ergibt sich un-ter Anwendung der dargestellten Kapitalisierungszinssätze ein Ertragswert der Phoenix KG zum 31. Januar 2007 i.H.v. EUR 3.113,72 Mio. Aufgezinst zum Bewer-tungsstichtag 21. Dezember 2007 beträgt der Ertragswert EUR 3.421,34 Mio.

99

b. Sonderwerte der Phoenix KG

Die nicht im Ertragswert abgebildeten Sonderwerte der Phoenix KG ergeben sich aus den Zerobonds sowie den Beteiligungen an der Kötitzer Ledertuch- und Wachstumwerk AG, der Andreae-Noris Zahn, der GbR Zielstattstraße, der ZAO ROSTA sowie der PHOENIX AG. Insoweit lagen dem Gutachter keine Planungs-rechnungen vor. Daher sind diese Werte vom Sachverständigen unterschiedlich geschätzt worden. Der Gesamtwert der Sonderwerte beträgt EUR 334,56 Mio. Der größte Sonderwert ist die Kötitzer Ledertuch- und Wachstumwerk AG mit einem Wert i.H.v. EUR 209,59.

100

Die Zerobonds sind mit ihrem Buchwert zum 31. Januar 2007 bewertet und zum Stichtag aufgezinst worden.

101

Die 14.426 Stück von der PHOENIX KG gehaltenen Aktien an der Kötitzer Leder-tuch- und Wachstumwerk AG sind mit EUR 14.520,00 pro Aktie bewertet worden. Dies ist die Barabfindung, die die KL Holding GmbH als Hauptaktionärin der Kötitzer Ledertuch- und Wachstumwerk AG je Aktie zum Bewertungsstichtag 19. Dezember 2007 im Rahmen eines Squeeze Outs festgelegt hat. Der sich daraus

102

ergebende Sonderwert ist zum Bewertungsstichtag aufgezinzt worden.

Der Wert der GbR Zielstattstraße, an der die Phoenix KG 21 % der Anteile hielt, ist aus dem Wert des Grundstückes, das die GbR hielt, abgeleitet worden. Ausweislich des von dem Gutachter herangezogenen Bewertungsgutachtens der Sachverständigen beträgt der Verkehrswert für das Anwesen Zielstattstraße 67-71 in München zum 23. August 2006 EUR 30,02 Mio. Wertrelevant ist der zu versteuernde Veräußerungsgewinn, der aufgezinzt zum Bewertungsstichtag EUR 5,29 Mio. beträgt. 103

Bei der Bewertung der ZAO ROSTA, ein russischer Pharmagroßhändler, an dem die Phoenix KG 42,5 % der Anteile hielt, hat sich der Gutachter auf die Einschätzung der Gesellschaft gestützt. Diese schätzte den Marktwert ihrer Beteiligung zum Bewertungsstichtag auf EUR 57,18 Mio. Diese Schätzung basiert auf geführten Kaufvertragsverhandlungen für die verbleibenden Anteile. 104

Schließlich ist die Phoenix AG mangels Planung anhand des Buchwerts des Eigenkapitals zum 31. Oktober 2007 i.H.v. EUR 13,21 Mio. (100 %) zuzüglich der Gewinnausschüttungen der Phoenix KG bewertet worden. Bei einer Beteiligung der Phoenix KG von 4,2 % der Anteile an der Phoenix AG resultiert daraus ein Sonderwert i.H.v. EUR 0,59 Mio. 105

3. Unternehmenswert der Phoenix KG

Einschließlich der Sonderwerte ergibt sich nach den Berechnungen von ein Ertragswert der Phoenix KG zum 21. Dezember 2007 i.H.v. EUR 3.755,91 Mio. Dieser Betrag setzt sich aus einem Ertragswert der Phoenix i.H.v. EUR 3.421,34 Mio. und Sonderwerten i.H.v. EUR 334,56 Mio. zusammen. 106

4. Marktplausibilisierung des Unternehmenswerts der Phoenix KG

Der Gutachter hat den ermittelten fundamentalen Unternehmenswert der Phoenix KG durch eine vergleichende Analyse auf der Basis öffentlicher Kapitalmarktdaten überprüft. In die Multiplikator-Bewertung sind die Ergebnisgrößen und Marktkapitalisierungen börsennotierter Vergleichsunternehmen eingeflossen. Auf der Grundlage 107

von Konsensschätzungen von Analysten für die Planjahre 2007-2009 und den vom Informationsdienstleister Bloomberg erhobenen Ergebnisgrößen ist einer Bandbreite von Eigenkapitalwerten i.H.v. EUR 2.900 Mio. bis EUR 4.089 Mio. festgestellt worden. Dabei sind die Nettoschuldenpositionen der Phoenix KG zum 31. Januar 2007 sowie die Minderheitenanteile und Sonderwerte zuvor abgezogen worden. Der von dem Sachverständigen ermittelte Unternehmenswert der Phoenix KG i.H.v. EUR 3.756 Mio. liegt innerhalb der vorgenannten Bandbreite von Eigenkapitalwerten und ist daher nach der Auffassung des Gutachters plausibel.

III. Sonderwerte der HAGEDA

Schließlich hat der Gutachter die Sonderwerte der HAGEDA mit EUR 380,36 Mio. bewertet. 108

Dabei sind zunächst die eigenen Anteile der Phoenix AG, die mittelbar über die Otto Stumpf GmbH, Berlin, sowie über die Otto Stumpf GmbH, Gotha, gehalten werden und die sich auf 8,1 % belaufen, berücksichtigt worden. Dadurch erhöht sich die effektive Beteiligungsquote der HAGEDA an der Phoenix KG auf 10,99 % (10,10 %/(100 % -8,10 %)). Unter Berücksichtigung eigener Anteile beträgt die Beteiligung an der Phoenix KG zum Bewertungsstichtag daher EUR 412,78 Mio. 109

Ferner ist der HAGEDA ein Sonderwert i.H.v. EUR 1,75 Mio. für ihre Beteiligung von 14,2 % an der Phoenix AG mit einem Gesamtwert von EUR 14,1 Mio. zugerechnet worden. 110

Des Weiteren ist eine Darlehensforderung i.H.v. EUR 3,9 Mio., die als nicht betriebsnotwendig eingestuft worden ist, als Sonderwert der HAGEDA behandelt worden. 111

Schließlich ist eine Verbindlichkeit zur Finanzierung der Phoenix KG-Beteiligung i.H.v. EUR 37,27 Mio. abgezogen worden. 112

IV. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Aus den vorstehenden Zahlen resultiert zum Bewertungsstichtag 21. Dezember 113

2007 ein Unternehmenswert der HAGEDA inklusive ihrer Sonderwerte i.H.v. EUR 435,90 Mio. Darin sind ein Ertragswert aus operativen Geschäft i.H.v. EUR 55,54 Mio. und Sonderwerte i.H.v. EUR 380,36 Mio. eingegangen. Bei 200.000 vorhandenen HAGEDA-Aktien errechnet sich daraus ein Wert pro Aktie i.H.v. EUR 2.179,50. Dieser Wert je Aktie liegt unterhalb der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung i.H.v. EUR 2.231,00 je Aktie.

V. Szenario-Rechnungen

Auftragsgemäß hat Szenario-Rechnungen durchgeführt, indem er zum einen bei der Berechnung des Unternehmenswerts alternative Kapitalisierungszinssätze in einem Bereich von +/-2 % in Schritten von jeweils 0,5 % verwendet hat und zum anderen bei der Bemessung des Risikozuschlags nach CAPM bzw. TAX-CAPM ergänzend eine gutachterliche pauschale Risikoeinschätzung vorgenommen hat.

114

Die Unternehmenswerte und die Werte je HAGEDA-Aktie bei der Veränderung des Risikozuschlages ergeben sich aus den Tabellen auf Seite 42 des Gutachtens. Darauf kann verwiesen werden. Dabei sind zwei Varianten berechnet worden, und zwar mit Basiszinssätzen von 4,5 % und 4,75 %. Letzteren hält der Sachverständige für den Tag der Hauptversammlung am 21. Dezember 2007 an sich für richtig. Er ist aber in Übereinstimmung mit der von einem Basiszinssatz i.H.v. 4,5 % ausgegangen. Bei dieser Betrachtungsweise würde bereits die Veränderung des Risikozuschlags um 0,50 % zu einem Wert je HAGEDA-Aktie von EUR 2.461,40 führen, d.h. dieser Betrag würde höher ausfallen als die festgelegte Barabfindung. Bei einem Basiszinssatz von 4,75 % und einem um 0,50 % verringerten Risikozuschlag würde die festgelegte Barabfindung mit einem Betrag i.H.v. EUR 2.261,67 pro Aktie nur leicht überschritten. Bei einer Verringerung des Risikozuschlags um 1 % läge die Barabfindung pro HAGEDA-Aktie bei EUR 2.570,84.

115

Im Rahmen einer pauschalen Risikoeinschätzung hat der Sachverständige zunächst den Risikozuschlag anhand gewichteter Kapitalkosten (WACC) ermittelt. Der berechnete WACC i.H.v. 8,2 % entspricht seiner Meinung nach implizit einen Basiszinssatz von 4,5 % zuzüglich eines Risikozuschlags von 3,7 %. Auch bei einer

116

pauschalen Betrachtung sei der Risikozuschlag angemessen, er bewege sich innerhalb der von der Rechtsprechung anerkannten plausiblen Bandbreite.

VI. Börsenkurs

Wie bereits ausgeführt worden ist, hat der Sachverständige den Börsenkurs der HAGEDA-Aktie nach Maßgabe der BGH-Rechtsprechung (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“, juris) taxiert.

117

Da die Bekanntgabe des Squeeze Outs am 9. November 2007 erfolgte, hat der Sachverständige eine dreimonatige Referenzperiode vom 9. August 2007 bis zum 8. November 2007 herangezogen. Verwendet wurden tägliche, volumengewichtete Kurse der HAGEDA-Aktie. Es sind alle Börsenplätze mit reguliertem Markt und Freiverkehr berücksichtigt worden. Eine Hochrechnung des Durchschnittskurses der Referenzperiode auf den Bewertungsstichtag ist wegen der kurzen Zeitspanne nicht vorgenommen worden. Aus den vorstehenden Überlegungen folgt ein Börsendurchschnittskurs i.H.v. EUR 1.259,46. Der von der BaFin ermittelte Börsenkurs im gleichen Referenzzeitraum beträgt lediglich EUR 1.237,35. Der geringere Kurs resultiert aus Stornierungen und Fehlbuchungen, die von der BaFin bereinigt wurden. Zudem berücksichtigt die BaFin nicht den Freiverkehr.

118

Aus der Abbildung zur Kursentwicklung ergibt sich, dass ab der Bekanntgabe des Squeeze Outs am 9. November 2007 ein erheblicher Kurssprung auf mehr als EUR 2.500,00 erfolgt ist, d.h. der Börsenkurs zum Stichtag fiel wesentlich höher aus als der Durchschnittskurs. Entgegen der Ansicht der Antragsteller ist dieser Stichtagskurs jedoch nicht maßgeblich. Insofern kann auf die gefestigte Rechtsprechung verwiesen werden. Sprünge bis zum Stichtag können nur über die Erhöhung des Durchschnittskurses entsprechend der allgemeinen Entwicklung des Aktienmarktes bzw. vergleichbarer Werte berücksichtigt werden. Eine derartige Anhebung hat der Sachverständige für die HAGEDA-Aktie aber berechtigt abgelehnt.

119

VII. Einwände der Beteiligten gegen das Sachverständigengutachten

1. Einwände der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre halten das Gutachten des Sachverständigen für fehlerhaft. Sie beanstanden vehement, dass der Sachverständige ca. EUR 1,8 Mrd. an Erträgen der Beteiligungsgesellschaft Phoenix KG aus den Jahren 2007/08-2010/11 bei der Schätzung des Unternehmenswertes unberücksichtigt gelassen habe. Diese Thesaurierungen seien auch nicht als Wertbeiträge zum Unternehmenswert berücksichtigt worden. Tatsächlich komme es für den Unternehmenswert überhaupt nicht darauf an, ob Erträge ausgeschüttet oder thesauriert werden. Selbst nach dem IDW S1 2008 hätten die Thesaurierungen zum Unternehmenswert beitragen müssen. 120

Ferner habe der Sachverständige die von der Antragsgegnerin selbst angesetzte Ausschüttungsquote für die ewige Rente von 32 % auf 40 % heraufgesetzt im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten von Unternehmen, die mit der Phoenix KG vergleichbar seien. Die Phoenix KG sei als Personengesellschaft in ihrem Ausschüttungsverhalten nicht mit börsennotierten Unternehmen vergleichbar. Ferner habe dieses Ausschüttungsverhalten für die HAGEDA auch keine Bedeutung. 121

Des Weiteren wird die Kürzung des Konzernergebnisses für die ewige Rente der HAGEDA um 0,17 % zwecks fiktiver Thesaurierung für nachhaltiges Bilanzwachstum gerügt. Entsprechendes gelte für die Vorgehensweise bei der Phoenix KG (Gutachten Seite 25 und 36). Für die bloße Vereinnahmung von Pachtentgelten seien diese Thesaurierungen nicht erforderlich. Abgesehen davon komme es für die Ergebnissteigerungen in der ewigen Rente nicht auf Bilanzwachstum an. 122

Zudem sei die Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5 % überhöht. Nach einer aktuellen Studie der Deutschen Bank AG sei in den letzten 10 Jahren eine Überrendite mit Aktien, gemessen an Staatsanleihen, nicht erzielt worden. 123

Ferner sei der Wachstumsabschlag von 1 % zu niedrig. Das passe nicht mit den Ergebnissteigerungen in der fünfjährigen Detailplanungsphase von 2007-2011/12 124

i.H.v. 25,3 % zusammen. Nach dem Abzug von außerordentlichen Ergebnissen und Ertragsteuern betrage die Steigerungsrate sogar 75,8 %. Bei der vom Sachverständigen für den Detailplanungszeitraum unterstellten EBIT-Marge von 3,1 % und einer zu erwartenden Inflationsrate von 1,8 % bis 2,2 % sei ein Wachstumsabschlag von 1 % völlig unrealistisch und geradezu willkürlich. Ferner sei die unterstellte Thesaurierungsquote von mehr als 50 % in der ewigen Rente nicht mit dem minimalen Ergebniswachstum von 1 % zu vereinbaren. Hinzu komme, dass bereits der Kapitalisierungszinssatz einen Inflationsabschlag enthalte, der zur Diskontierung der ewigen Rente heraus gerechnet werden müsse. Darüber hinaus sei ein Mengenwachstum im Pharmaziegeschäft überhaupt nicht berücksichtigt worden. Das gleiche gelte für die ständig steigende nominale Kapitalrentabilität sowie die Arbeitsproduktivität.

Ferner sei die Bewertung der von der Phoenix KG gehaltenen Zerobonds mit dem Buchwert plus Aufzinsung (Seite 38 Gutachten) fehlerhaft. Maßgebend sei der wirkliche Wert, der zum Laufzeitende zur vollen Rückzahlungsrate ansteige. 125

Schließlich sei bei dem anteiligen Wert der GbR Zielstattstraße zu Unrecht ein Veräußerungsgewinn i.H.v. EUR 19,33 Mio. fiktiv der Versteuerung unterworfen worden (Seite 38 Gutachten). Diese Steuer falle niemals an. 126

2. Einwände der Antragsgegnerin

Auch die Antragsgegnerin hält das Sachverständigengutachten nicht in allen Punkten für zutreffend. 127

Die unterstellten Vollthesaurierungen seien sachgerecht und mit dem IDW S1 2008 vereinbar. Danach komme es nicht auf die Erträge an, sondern auf die Nettoausschüttungen an die Unternehmenseigner, die in den Planjahren bei Null gelegen hätten. Die Thesaurierungen führten zu höheren Ergebnissen in der Zukunft, was den Minderheitsaktionären zu Gute komme. Da sofortige Ausschüttungen der Abgeltungssteuer unterlägen, führten Thesaurierungen und spätere höhere Ausschüttungen zu Stundungseffekten. 128

Allerdings seien die Abschreibungen bei der Phoenix KG für die Jahre 2012/13 mit EUR 85,04 Mio. zu niedrig angesetzt worden. Zutreffend sei der Wert der mit EUR 110 Mio. (Sachverständigengutachten, Seite 35). Ebenso sei der nachhaltige Personalaufwand bei der HAGEDA mit rund EUR 0,5 Mio. zu niedrig ausgefallen. Zutreffend sei der -Wert von EUR 0,8 Mio. Des Weiteren berücksichtige der Sachverständige zu Unrecht geringere Aufwendungen für Unternehmenssteuern als die sowohl für die HAGEDA als auch für die Phoenix KG (Gutachten Seite 35). Die körperschaftsteuerliche Behandlung der Pachterträge der HAGEDA bleibe unklar. Offensichtlich habe der Sachverständige die bei der HAGEDA anfallenden Körperschaftsteueraufwendungen unmittelbar bei der Phoenix KG berücksichtigt. Konsequenterweise hätten daraus insgesamt höhere Aufwendungen für Unternehmenssteuern resultieren müssen als nach dem -Gutachten.

129

Ferner habe der Sachverständige für 2012/13 einen zu hohen ergebnismindernden Minderheitenanteil von EUR 13,32 Mio. (Gutachten Seite 35) angenommen. Zutreffend sei der von der nachhaltig geschätzte Minderheitenanteil i.H.v. EUR 13,0 Mio.

130

Schließlich sei der vom Sachverständigen verwendete Basiszinssatz i.H.v. 4,5 % zu niedrig. Zwar habe auch die einen Basiszinssatz von 4,5 % angesetzt. Berechtigt sei jedoch ein Basiszins i.H.v. 4,75 %. Denn bis zum 21. Dezember 2007 sei der Basiszins auf 4,75 % gestiegen. Das habe auch der Sachverständige anerkannt, er sei dennoch bei dem -Basiszinssatz von 4,5 % geblieben.

131

In methodischer Hinsicht ist die Antragsgegnerin der Meinung, dass das Gericht nur zu prüfen habe, ob die angewendeten Methoden den Regeln der ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung entsprechen und die getroffenen Prognose- und Wertungsentscheidungen vertretbar seien. Das sei vorliegend der Fall, wie das Sachverständigengutachten bestätige.

132

VIII.Ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen und Anhörung

Der Sachverständige ist mit insgesamt drei ergänzenden Stellungnahmen zu den Einwänden der Verfahrensbeteiligten beauftragt worden. Ferner ist er im Termin

133

vom 25. September 2015 nochmals zu den Kerneinwänden der Beteiligten angehört worden. Im Ergebnis folgt die Kammer der gutachterlichen Einschätzung des Sachverständigen vollumfänglich, auch wenn die Beweiserhebung mit drei Ergänzungsgutachten und einer Anhörung unnötig umfangreich ausgefallen ist. Das hätte möglicherweise vermieden werden können, wenn die Ausführungen des Sachverständigen von Beginn an auch für den Nichtwirtschaftsprüfer verständlicher gewesen wären. Dadurch wären Fehlvorstellungen der Verfahrensbeteiligten und der Kammer vermieden worden. Letztlich hat der Sachverständige in seiner Anhörung jedoch das Gutachten nachvollziehbar erläutern und Zweifel ausräumen können.

In der 1. Stellungnahme vom 17. April 2014 (Bl. 645 ff. der Akte) führt der Sachverständige aus, dass die Planungsrechnung der HAGEDA plausibel sei. Das gelte für die Pächterträge der HAGEDA, die aufgrund des Betriebspachtvertrages zwischen ihr und der Phoenix KG nicht in einem unbedingten Zusammenhang zu den Konzerngewinnen der Phoenix KG stünden. Die Festpacht bilde nach dem Vertrag die Obergrenze für die ergebnisabhängige Pacht.

134

Entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin seien die im Gutachten geschätzten Abschreibungen der Phoenix KG für die Jahre 2012/13 in Höhe von EUR 85,04 Mio. angemessen. Das entspreche dem Wertverzehr der zum Ende des Detailplanungszeitraums vorhandenen Anlagesubstanz. Darüber hinausgehende Investitionen seien im Zusammenhang mit der Thesaurierung für das nachhaltige Bilanzwachstum im Bewertungskalkül abzubilden und nicht bei den Investitionsgütern.

135

Der nachhaltige Personalaufwand der HAGEDA i.H.v. EUR 0,5 Mio. sei sachgerecht. Dabei handele es sich um Zinsaufwand für bestehende Pensionsverpflichtungen der HAGEDA.

136

Auch die körperschaftsteuerliche Behandlung der Pachtverträge der HAGEDA sei zutreffend. Hinsichtlich der Beteiligungserträge sei die Phoenix KG wie eine Kapitalgesellschaft behandelt worden. Dies führe im Ergebnis dazu, dass die entsprechenden Beteiligungserträge bereits auf der Ebene der Phoenix KG mit Gewerbesteuer und Körperschaftsteuer belegt worden seien. Auch die Pächterträge seien bereits

137

auf der Ebene der Phoenix KG besteuert worden mit der Folge, dass keine Steuerbelastung auf der Ebene der HAGEDA erfolgt sei.

Darüber hinaus seien auch die Minderheitenanteile bei der Phoenix KG i.H.v. EUR 13,32 Mio. zutreffend erfasst worden. Dabei sei davon ausgegangen worden, dass sich das operative Geschäft der Phoenix KG zum Ende des Jahres 2011/12 in einem eingeschwungenen Zustand befindet. Aus diesem Grund sei es sachgerecht, die geplanten Minderheitenanteile des letzten Planjahres i.H.v. EUR 13,32 Mio. fortzuschreiben. 138

Ferner führt der Sachverständige aus, dass in der Detailplanungsphase Thesaurierungen i.H.v. ca. EUR 1,8 Mrd. zur Innenfinanzierung verwendet worden seien, um den bestehenden Bilanzverlust auszugleichen und Schulden der Gesellschaft abzubauen, damit am Ende des Detailplanungszeitraums eine marktübliche Kapitalstruktur erreicht werde. Beide Sachverhalte wirkten sich werterhöhend auf den Unternehmenswert aus. Auch die für das nachhaltige Wachstum veranschlagten Thesaurierungen seien sachgerecht. 139

Die Ausschüttungsquoten für die HAGEDA und die Phoenix KG seien zutreffend unterschiedlich festgelegt worden. Für die Detailplanungsphase orientierten sich die Ausschüttungsquoten an dem individuellen Unternehmenskonzept. Für beide Unternehmen fehle ein solches Konzept. Die HAGEDA habe in der Vergangenheit lediglich EUR 1,00 pro Aktie ausgeschüttet. Bei der Phoenix KG habe nicht auf bisherige Ausschüttungen zurückgegriffen werden können, da es sich um eine Personengesellschaft handele und ohnehin ein Großteil der Jahresüberschüsse zur Innenfinanzierung thesauriert worden sei. Für die ewige Rente sei für beide Unternehmen eine einheitliche Peer Group verwendet worden und dabei eine Ausschüttungsquote von 40 % ermittelt worden. Marktübliche Ausschüttungsquoten hätten bei 40-60 % gelegen. 140

Die Wachstumsrate von 1 % hat der Sachverständige mit der Erwartung begründet, dass es voraussichtlich nicht gelingen wird, dass die Phoenix KG die Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über den Absatzpreis weitergeben könne. 141

Eine Wachstumsrate unter der Inflationsrate von 1,8 % bis 2,2 % sei angesichts der zunehmenden Regulierung der Pharmamärkte und der bereits hohen operativen Effizienz im Pharmagroßhandel wahrscheinlich. Auch in der Rechtsprechung seien Wachstumsabschläge von durchschnittlich 1,2 % akzeptiert worden.

Die Zerobonds seien im Sinne der Antragsteller bewertet worden, d.h. zum Buchwert am 31. Januar 2007 zuzüglich der seitdem aufgelaufenen Zinsen. Die Bewertung der GbR Zielstattstraße zum Liquidationswert abzüglich dabei anfallender Steuern sei sachgerecht und stehe in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung. 142
Die Marke sei nicht gesondert zu bewerten, falls wie hier die Marke zur Erwirtschaftung der zukünftigen Erträge beitrage und nicht gesondert verwertet werde. Eine eigenständige Bewertung der Marke würde zu einer Doppelbewertung führen.

Der Basiszinssatz sei entgegen der Darstellung der Antragsgegnerin zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 21. Dezember 2007 i.H.v. 4,75 % ermittelt worden. Auch die Marktrisikoprämie i.H.v. 4,5 % bis 5,5 % sei sachgerecht. Die von den Antragstellern angeführte Studie der Deutschen Bank AG sei nicht anders zu bewerten als die übrigen Studien – teils mit gegenläufigen Ergebnissen – auch. Sie habe keine überragende Bedeutung, wie das OLG Stuttgart zutreffend entschieden habe. 143

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre haben auch die ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen für unzureichend gehalten. Sie haben erneut und vehement die Nichtberücksichtigung von ca. EUR 1,8 Mrd. an Erträgen im Detailplanungszeitraum bemängelt. Die Verbesserung der Kapitalstruktur und die Verminderung des Zinsaufwandes seien schon nicht nachvollziehbar. Zudem wirke sich die Verbesserung der Kapitalstruktur bei der Ertragswertberechnung nicht aus. Der Sachverständige habe auch nicht erklärt, 144
wie bei einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 3,1 % im Detailplanungszeitraum ein Wachstumsabschlag von nur 1,0 % realistisch sein soll. Real schrumpfende Erträge seien die Folge. Das widerspräche dem statistischen Gewinnwachstum deutscher Unternehmen in dem Zeitraum von 1992-2007. Zudem profitiere der Pharmahandel in Deutschland und Europa auf lange Sicht von dem demographischen Wandel, das heißt der Überalterung der Gesellschaft. Die Antragsteller ha-

ben die Einholung eines neuen Gutachtens beantragt.

Auch die Antragsgegnerin hat die ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen in den Punkten nachhaltige Abschreibungen, nachhaltiger Personalaufwand, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile bei der Phoenix KG weiterhin angegriffen.

145

Mit Beschluss vom 2. Juli 2014 (Bl. 710 ff. der Akte) ist eine weitere Ergänzung des Gutachtens angeordnet worden, da dieses in einigen Punkten nicht prüfbar bzw. nachvollziehbar sei, insbesondere hinsichtlich der vorgenommenen Thesaurierungen. Ferner ist der Sachverständige gebeten worden, den nach IDW S1 ermittelten Unternehmenswert aus der Sicht des Marktes bzw. marktüblicher Erwerber zu plausibilisieren.

146

Der Sachverständige hat darauf zunächst mitgeteilt, dass das Gutachten aus seiner Sicht bereits eine Plausibilisierung des Unternehmenswerts der Phoenix KG auf der Basis von Multiplikatoren (Trading-Multiplikatoren) enthalte.

147

In der 2. Stellungnahme hat der Sachverständige zur Widerlegung der Einwände der Antragsteller die Ertragswertberechnung mit und ohne Thesaurierungen schrittweise gegenübergestellt. Danach haben die bilanziellen Thesaurierungen positive Auswirkungen auf das Finanzergebnis (geringerer Zinsaufwand), den Steueraufwand und den Kapitalisierungszinssatz (geringerer Verschuldungsgrad). Alle Effekte zusammengefasst führten zu einem Ertragswert mit Thesaurierungen i.H.v. EUR 3.421.340.000,00 gegenüber einem Ertragswert ohne Thesaurierungen in Höhe von EUR 2.735.420.000,00. Die Wertdifferenz betrage EUR 686 Mio. Dieser Unterschied ergebe sich insbesondere aus der Besteuerung der Ausschüttungen mit persönlicher Einkommensteuer (Abgeltungssteuer). Der werterhöhende Effekt aus der Absetzbarkeit von Fremdkapitalzinsen entfalle, weil aufgrund der hohen Verschuldung im Fall ohne Thesaurierung in allen Detailplanungsjahren die steuerlichen Regelungen zur Zinsschranke zur Anwendung kämen.

148

Ferner hält der Sachverständige an dem geschätzten Wachstumsabschlag i.H.v.

149

1,0 % fest. Entgegen der Annahme der Antragsteller könne das Wachstum der Phoenix KG nicht ohne Thesaurierung aus der Bruttospanne der Großhändler generiert werden. Entgegen dem Anstieg der Verbraucherpreise seien die Preise im pharmazeutischen Großhandel in der Zeit von 1995-2007 um rund 1,0 % pro Jahr gefallen. Das werde bestätigt durch die rückläufige Entwicklung der Handelsmargen in Deutschland und anderen europäischen Ländern in den Jahren 2004-2007. Die von den Antragstellern zitierten empirischen Untersuchungen, die ein Gewinnwachstum deutscher Unternehmen von durchschnittlich 2,4 % pro Jahr für den Zeitraum von 1992 bis 2009 konstatierten, seien jedenfalls auf Pharmagroßhändler nicht anwendbar. Trotz einer alternden Bevölkerung sei mit ein Bevölkerungsrückgang zu rechnen. Ferner sei eine nachhaltige Ertragssteigerung im Hinblick auf die starke Regulierung des Pharmagroßhandel wahrscheinlich. Eine Wachstumsrate von 1,0 % bedeute folglich, dass der erwartete nachhaltige Preisrückgang durch reales Mengenwachstum überkompensiert werde.

Auch die Einwände der Antragsgegnerin zu nachhaltigen Abschreibungen, nachhaltigem Personalaufwand und Minderheitenanteile werden von dem Sachverständigen zurückgewiesen. 150

Auch die 2. ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen ist erneut heftig von den Antragstellern angegriffen worden. Sie haben dem Sachverständigen bewusste Irreführung vorgeworfen. Hinsichtlich des Wachstums der Pharmabranche verweisen sie auf eine Studie von Kaapke u. a. vom 5. November 2008. Danach seien die Umsätze innerhalb der 10 Jahre von 1997-2007 um jährlich 5,2 % (arithmetisches Mittel) gestiegen. Dabei sei die erhebliche Steigerung der Umsätze mit nicht taxpflichtigen Arzneimitteln berücksichtigt. Dieses Marktsegment decke 40 % der Roherträge der Phoenix KG ab und sei völlig unreglementiert. 151

Die Vergleichsrechnung des Sachverständigen zu den beanstandeten bilanziellen Thesaurierungen in Höhe von nahezu EUR 1,8 Mrd. sei falsch. Die Verbesserung bei der Steuerbelastung der Phoenix KG liege nur bei EUR 16 Mio. Ferner sei trotz der Thesaurierungen die angenommene Nettoverschuldung bis 2011/12 nicht gesunken. Die negativen Finanzergebnisse in den Planjahren 2008/09 und 2009/10 152

seien dementsprechend auf EUR -164,02 Mio. noch angestiegen. Selbst in den Folgejahren bis 2011/12 sei die Nettoverschuldung kaum zurückgegangen. Auch die Annahmen des Sachverständigen zum Wachstum des Pharmagroßhandels aus Lieferantenkrediten der Pharmaindustrie seien falsch.

Trotz dieser massiven Einwände hat der Gutachter an seinem Gutachten festgehalten. Ein Widerspruch zu dem empirischen Befund der Antragsteller bestehe nicht, da die Umsatzerlöse der Phoenix KG im Planungszeitraum mit durchschnittlich 5,2 % per anno wachsen würden. Auch die Steigerungsraten der Margen für nicht verschreibungspflichtige Medikamente seien in dem Anstieg der Rohertragspanne von 7,8 % im Jahr 2006/07 auf 8,2 % im Geschäftsjahr 2011/12 abgebildet.

153

Schließlich hat sich der Sachverständige in der Anhörung vom 25. September 2015 zu den Kerneinwänden der Verfahrensbeteiligten — Thesaurierungen i.H.v. ca. EUR 1,8 Mrd. und Wachstumsrate von 1 % für die ewige Rente — geäußert.

154

hat in der Anhörung zunächst auf die Neutralität von Thesaurierungen hingewiesen, da diese ggf. als fiktive Thesaurierungen den Minderheitsaktionären zugutekommen würden. Unterschiedlich sei lediglich der Steuersatz, da fiktive Thesaurierungen mit der halben Abgeltungssteuer von ca. 13 % belastet würden, Dividendenausschüttungen hingegen mit dem vollen Abgeltungssteuersatz.

155

Der Sachverständige hat erneut erläutert, dass die unterstellte Thesaurierung von ca. EUR 1,8 Mrd. im Detailplanungszeitraum vorteilhaft für die Aktionäre sei. Er hat die bereits im Gutachten erläuterten Vorteile nochmals dargelegt. Er hat das Zahlenwerk anhand des Gutachtens und tabellarischer Berechnungen im ersten Ergänzungsgutachten vom 6. Oktober 2014 erläutert. Der Vorteil für die Minderheitsaktionäre bei Thesaurierung betrage EUR 686 Mio. zuzüglich Barausschüttungen.

156

Den Wachstumsabschlag von 1 % hat der Sachverständige ebenfalls unter Bezugnahme auf seine schriftlichen Ausführungen erläutert. Richtig sei zwar, dass nur aufgrund eines unterstellten Mengenwachstums bei der Phoenix KG letztendlich der Wachstumsabschlag mit 1 % positiv sei. Allerdings seien konkrete Vorstellungen

157

zum Mengenwachstum nicht entwickelt worden. Thesaurierungen in der ewigen Rente müssten jedenfalls außer Betracht bleiben, da Thesaurierungen als Wertbeiträge den Aktionären zugerechnet worden seien. Sie stünden folglich für Wachstum nicht zur Verfügung. Insofern sei lediglich ein technisches Wachstum aus allgemeinen Entwicklungen zu erwarten. Dafür sei der Wachstumsabschlag i.H.v. 1,00 % großzügig bemessen. Würde die Thesaurierung berücksichtigt, läge das Wachstum möglicherweise bei 4 % bis 5 %. Insofern hinke auch der Vergleich der Antragsteller mit Statistiken bezüglich der Ergebnissteigerungen deutscher Unternehmen. Die dort ausgewiesene durchschnittliche Wachstumsrate von 2,4 % beziehe sich natürlich auf Wachstum mit Thesaurierungen. Der Einwand der Antragsteller, dass die Erträge beim Wachstum von 1 % auf Dauer real schrumpfen würden, sei zwar richtig, aber letztlich zu akzeptieren. Maßgebend sei das konkrete Unternehmen. Die Phoenix KG stehe unter erheblichen Margendruck, auch in der Zukunft. Die Gründe dafür seien mitgeteilt worden. Bei der Schätzung der Wachstumsrate sei zwar eine Differenzierung zwischen verschreibungspflichtigen und nicht verschreibungspflichtigen Produkten nicht vorgenommen worden, da ein Preis-Mengengerüst nicht vorgelegen habe. Bei der gewählten Orientierung an den Margen sei auch aus dem von der Antragstellerseite vorgelegten Gutachten von Kaapke zu erkennen, dass in allen Preisgruppen ein erheblicher Preisdruck im Pharmagroßhandel entstehen werde, insbesondere im Hinblick auf den zunehmenden Direktvertrieb der Pharmaindustrie, der sich mindernd auf die Ertragszuwächse im Großhandel auswirken werde.

IX. Abschließende Bewertung

Hauptstreitpunkte sind die Thesaurierungen in der Detailplanungsphase von ca. EUR 1,8 Mrd. und die Wachstumsrate von 1 %. Die übrigen Streitpunkte sind aus der Sicht der Kammer durch die schriftlichen Stellungnahmen des Sachverständigen geklärt. Die Verfahrensbeteiligten haben insofern auch keine weiteren Fragen mehr an den Sachverständigen im Rahmen der Anhörung gestellt.

158

1. Thesaurierungen i.H.v. ca. EUR 1,8 Mrd.

Bei vordergründiger Betrachtung sind die Thesaurierungen der Phase 1 i.H.v. ca. EUR 1,8 Mrd. problematisch. Letztlich hat der Sachverständige in der Anhörung

159

unter Bezugnahme auf die zweite ergänzende Stellungnahme vom 6. Oktober 2014 nachvollziehbar und glaubhaft anhand seines Rechenwerks erläutern können, dass entgegen der Annahme der Antragsteller bzw. des gemeinsamen Vertreters keine Erträge der Phoenix KG i.H.v. fast EUR 1,8 Mrd. unberücksichtigt geblieben sind.

Die schriftlichen Ausführungen des Sachverständigen in der zweiten ergänzenden Stellungnahme sind nachvollziehbar anhand der Modellrechnungen, die als Anlage zur ergänzenden Stellungnahme beigelegt waren, erläutert worden. Daraus ist ersichtlich, wie der Sachverständige schriftlich wiederholt bestätigt hat, dass das EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) in beiden Modellrechnungen, das heißt mit und ohne Thesaurierungen, identisch ausfällt. Erste Unterschiede sind erkennbar bei den Finanzergebnissen, die bei der Variante ohne Thesaurierung im jeden Jahr schlechter ausfallen als mit Thesaurierungen. Ursächlich dafür sind die unterschiedlichen (Netto-) Schuldenbestände, die verzinst werden müssen. Die Differenz zwischen den beiden (Netto-) Schuldenbeständen ist der kumulierte Betrag der thesaurierten Beträge; die Differenz beträgt EUR 1.765,70 Mio. Bedingt durch den reduzierten Zinsaufwand bei Thesaurierung wird das Konzernergebnis um ca. EUR 10 Mio. erhöht. Dementsprechend resultiert bezüglich des Konzernergebnisses nach Minderheiten, bedingt durch die vorgenannten Unterschiede, eine Differenz von ca. EUR 70 Mio.

160

Erhebliche Unterschiede ergeben sich erst bei den Brutto- und Nettoausschüttungen. Daraus ist ersichtlich, dass in der Modellvariante 1 (mit Thesaurierungen) Nettoausschüttungen für die Jahre 2007/08-2011/12 ganz bzw. teilweise ausfallen. Lediglich für die ewige Rente ist ein Betrag i.H.v. EUR 377,59 Mio. vorgesehen, der im Vergleich zur ewigen Rente der Modellvariante 2 (ohne Thesaurierung) um ca. EUR 50 Mio. höher ausfällt. Bei der Berechnung mit Thesaurierung fallen daher bis zum Jahr 2010/11 keine persönlichen Steuern auf Nettoausschüttungen an, bei der Berechnung ohne Thesaurierung sind Dividendenausschüttungen hingegen mit der vollen Abgeltungssteuer i.H.v. 26,38 % zu versteuern. Dieser Steuereffekt hat erhebliche Bedeutung in der Vergleichsrechnung.

161

Bedingt durch die Verringerung der Nettoschuldenstände verbessert sich in der Va-

162

riante mit Thesaurierungen auch die Kapitalstruktur. Der Verschuldungsgrad der Phoenix KG wird von 114,87 % im Jahr 2007/08 auf 67,9 % für die Jahre 2012/13 ff. verringert. Die geringeren Verschuldungsgrade in jedem Jahr bei Thesaurierung führen zu niedrigeren Kapitalisierungszinssätzen. Der Risikozuschlag steigt mit zunehmender Verschuldung. Niedrigere Kapitalisierungszinssätze führen bei sonst gleichen Bedingungen zu höheren Ertragswerten, höhere Kapitalisierungszinssätze bei sonst gleichen Bedingungen zu niedrigeren Ertragswerten.

Wie sich aus den Tabellen im Anhang zum zweiten Ergänzungsgutachten ergibt, führen diese Aspekte zu unterschiedlichen Barwerten zum 21. Dezember 2007. Die Ertragswerte zum 21. Dezember 2007 betragen EUR 3.421,34 Mio. bei Thesaurierung und EUR 2.735,42 ohne Thesaurierung.

163

Aufgrund dieser Zahlen könnte der Eindruck entstehen, dass dem Wegfall eines Ergebnisses i.H.v. ca. EUR 1,8 Mrd. lediglich ein Vorteil im Ertragswert i.H.v. ca. EUR 686 Mio. gegenübersteht. Dieser Eindruck trügt hingegen. Das ergibt sich schon daraus, dass in den Modellrechnungen die Nettoszahlungen im Jahr 2012/13 mehr als EUR 2 Mrd. auseinander liegen. Darin kommt die Bruttodifferenz beider Modellvarianten zum Ausdruck. Wird von dieser Bruttodifferenz der Barwert der Nettoausschüttungen der Modellvariante 2 (ohne Thesaurierung) abgezogen, verbleibt eine Nettodifferenz von ca. EUR 1,5 Mrd., wie der Sachverständige bei seiner Anhörung bestätigt hat. Nach seiner Darstellung muss auf den Differenzbetrag aus beiden Ertragswerten i.H.v. 686 Mio. aber noch der Barwert der Nettoausschüttungen addiert werden, woraus sich ungefähr ein Gesamtbetrag i.H.v. EUR 1,5 Mrd. ergebe. Tatsächlich fällt der Unterschied zwischen beiden Varianten daher erheblich höher aus als der vordergründig dargestellte Unterschiedsbetrag i.H.v. EUR 686 Mio. Diese Ausführungen des Sachverständigen sind nachvollziehbar und überzeugend und sind letztlich von den Verfahrensbeteiligten in der Anhörung auch nicht mehr angegriffen worden. Damit ist der zentrale Einwand der Antragsteller widerlegt, dass die Ergebnisse der Phoenix KG i.H.v. ca. EUR 1,8 Mrd. nach den Berechnungen des Sachverständigen nichts zum Unternehmenswert beigetragen haben.

164

2. Wachstumsrate 1 %

Der Sachverständige hat auch die Bedenken gegen die von ihm geschätzte Wachstumsrate von 1 % für die ewige Rente in der Anhörung ausräumen können. 165

Der Sachverständige hat sich zunächst auf seine schriftlichen Äußerungen bezogen. Danach sind folgende Faktoren relevant: 166

- Inflationsrate im Jahr 2007 zwischen 1,8 % bis 2,2 %;
- Preisverfall zwischen den Jahren 1995-2007 um ca. 1 % pro Jahr (gegenüber Anstieg der allgemeinen Verbraucherpreise um ca. 1,5 % pro Jahr);
- rückläufige Margen der Pharmagroßhändler ab dem Jahr 2004;
- schrumpfende Bevölkerung in Deutschland bis zum Jahr 2050 von 82,4 Mio. (2004) auf 74,6 Mio. (2050);
- alternde Bevölkerung mit steigender Lebenserwartung und erhöhten Nachfrage nach pharmazeutischen Produkten mit der Aussicht auf Mengenwachstum; 167
- regulatorische Eingriffe des Gesetzgebers (z.B. Budgets für Ärzte);
- fehlender Einfluss des Pharmagroßhandels auf Preise oder Nachfrage nach pharmazeutischen Produkten;
- bereits erreichter hoher Produktivitätsgrad im Pharmagroßhandel;
- moderate Umsatzanstiege des Pharmagroßhandels;
- Vorleistungen durch den Pharmagroßhandel in Milliardenhöhe;
- notwendige Vorratshaltung des Pharmagroßhandels.

Unter Abwägung all dieser Umstände ist laut Gutachter die Wachstumsrate von 1 % berechtigt. Zutreffend ist die Einschätzung des Sachverständigen, dass lediglich die zu erwartenden Inflationsraten sowie die Aussicht auf Mengenwachstum die ansonsten eher gegen Wachstum sprechenden Umstände ausgleichen können. Zwar hat der Gutachter in der Anhörung konkrete Größen zum Mengenwachstum nicht benennen können. Er ist jedoch zu Gunsten der Minderheitsaktionäre davon ausgegangen, dass die ansonsten wachstumshemmenden Aspekte durch ein moderates Mengenwachstum überkompensiert werden. Die Kammer hat keine Be- 168

denken, insofern der pauschalen Einschätzung des Sachverständigen zu folgen. Diese ist von einer umfassenden Sachkenntnis, einer hinreichenden Erfahrung und einem Gesamtüberblick geprägt.

Dem Einwand der Antragsteller, dass die durchschnittliche EBIT-Marge von 3,1 % der Detailplanungsphase erheblich über der Wachstumsrate von 1 % liegt, hat der Gutachter damit erklärt, dass in dem Wachstumsabschlag langfristige Erwartungen zu den Preis-, Mengen- und Kostenentwicklungen in einer Größe zusammengefasst werden, hingegen die Phase 1 nur einen sehr kurzen Zeitraum berücksichtigt. In der Wachstumsrate seien hingegen auch Jahre negativen oder schwächeren Wachstums zu berücksichtigen. Auch diese Begründung ist nachvollziehbar und überzeugend.

169

Empirische Befunde zu durchschnittlichen Ergebnissteigerungen deutscher Unternehmen in der Vergangenheit stellen die Einschätzung des Sachverständigen ebenfalls nicht in Frage. Denn einerseits handelt es sich um eine branchenübergreifende Erhebung, nicht lediglich um eine Schätzung für den Pharmagroßhandel. Zudem ist völlig unklar, wie diese Ertragssteigerungen zustande gekommen sind. Der Sachverständige hat dazu geäußert, dass in den Ergebnissteigerungen auch Thesaurierungseffekte enthalten seien. Nach seinen Ausführungen wären auch bei der Phoenix KG unter Berücksichtigung von Thesaurierungen Wachstumsraten zwischen 4-5 % möglich. Diese könnten aber nicht in Ansatz gebracht werden, da die Thesaurierungen den Aktionären unmittelbar zugerechnet worden seien.

170

Schließlich gibt auch die von den Antragstellern vorgelegte Studie von Kaapke „Profil und Effizienz des voll versorgenden pharmazeutischen Großhandels“ vom 5. November 2008 sowie die fehlende Differenzierung zwischen verschreibungspflichtigen und nicht verschreibungspflichtigen pharmazeutischen Produkten keine Veranlassung zu Zweifeln an der Einschätzung des Sachverständigen zur Wachstumsrate. Der Sachverständige hat in seiner letzten Stellungnahme ausgeführt, dass aus der Studie hinsichtlich der Gesamtumsätze des pharmazeutischen Großhandels in Deutschland von 1997-2007 eine Wachstumsrate i.H.v. 4,4 % (arithmetisch gerechnet) bzw. 4,3 % (geometrisch gerechnet) hervorgehe. Ferner werde

171

belegt, dass der Umsatzanteil der nicht verschreibungspflichtigen Produkte an den Gesamtumsätzen des pharmazeutischen Großhandels in Deutschland im Zeitraum von 2003-2007 von ca. 9 % auf ca. 22 % angestiegen sei.

Der Sachverständige sieht in diesen Zahlen letztlich eine Bestätigung seiner Einschätzung. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 4,4 % gemäß der Studie von Kaapke werde von der Phoenix KG im Detailplanungszeitraum mit Umsatzerlösen von durchschnittlich 5,2 % pro Jahr überschritten. Zudem werde die Rohertragsspanne von 7,8 % im Geschäftsjahr 2006/07 auf 8,2 % im Geschäftsjahr 2011/12 gesteigert. Das impliziere, dass die rückläufigen Margen für verschreibungspflichtige Medikamente durch steigende Margen von nicht verschreibungspflichtigen Medikamenten mehr als ausgeglichen würden. Die rückläufigen Margen des Pharmagroßhandels bezüglich verschreibungspflichtiger Medikamente würden in dem Gutachten von Kaapke bestätigt; dort befinde sich eine identische Grafik. Im Übrigen werde mittelfristig der Preisdruck auf das Produktsegment der nicht verschreibungspflichtigen Mittel zunehmen.

172

X. Weitere Einwände gegen das Gutachten

Der Sachverständige hat zu den übrigen Einwänden der Verfahrensbeteiligten gegen das Gutachten in den Ergänzungsgutachten wiederholt Stellung bezogen. In der Anhörung ist er dazu nicht mehr befragt worden. Auch die Verfahrensbeteiligten haben insoweit darauf verzichtet, den Gutachter zu befragen. Die Kammer hält die ergänzenden Ausführungen des Sachverständigen für überzeugend. Vor diesem Hintergrund können die Punkte kurz wie folgt abgehandelt werden:

173

1. Basiszinssatz

Der Sachverständige hat in seinen ergänzenden Stellungnahmen und in der Anhörung bestätigt, dass an sich der höhere Basiszinssatz von 4,75 % zum Stichtag berechtigt sei. Dass der Sachverständige entsprechend der Vorgehensweise der den niedrigeren Basiszinssatz von 4,50 % verwendet hat, spricht nicht gegen seine Neutralität. Er hat insoweit entsprechend der Anforderung der Kammer alternative Berechnungen vorgelegt, aber stets klargestellt, dass der höhere Zins stichtagsgerecht sei.

174

2. Marktrisikoprämie

Die nachhaltige Kritik der Antragsteller an der verwendeten Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern überzeugt nicht.

175

In dem Sachverständigengutachten werden die diversen empirischen Kapitalmarktstudien zur Höhe der Marktrisikoprämie dargestellt. Bei arithmetischer Betrachtung liegen die Werte zwischen 5,46 % und 10,43 %, bei geometrischer Betrachtung zwischen 2,66 % und 6,80 %. Bei einer Spreizung der Werte von 2,66 % bis 10,43 % sind die vom FAUB empfohlenen und von dem Sachverständigen verwendeten Marktrisikoprämien von 5,0 % bis 6,0 % (2007), 4,5 % bis 5,5 % (2008) und 4,0 % bis 5,0 % (2009 ff.) gut vertretbar. Den Einwand der Antragsteller unter Verweis auf die Studie der Deutschen Bank AG aus dem Jahr 2011, dass bei dieser Betrachtung neuere Erkenntnisse ausgeblendet würden, wonach die Aktienanlage in den vergangenen 50 Jahren keine Überrendite gegenüber Staatsanleihen erzielt habe, sondern nur eine Unterrendite, hält der Sachverständige nicht für begründet. Es handele sich nur um eine weitere Studie, die andere empirische Ergebnisse aber nicht völlig entkräften könne (in diesem Sinne auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 – 20 B7/11, Rz. 349 juris). Diese Begründung ist tragfähig, da sich Hochzinsphasen und Niedrigzinsphasen ablösen. Bei der gebotenen langfristigen Sicht der Anlage kann nicht ausschließlich auf die derzeit bestehende Hoch- oder Niedrigzinsphase abgestellt werden, sondern es muss aus sämtlichen empirischen Studien ein vertretbarer Mittelwert gebildet werden. Das ist hier geschehen.

176

Entgegen der Darstellung der Antragsteller ergibt sich daraus nicht ein Kapitalisierungszinssatz in der ewigen Rente (vor Wachstumsabschlag) i.H.v. 9,6 % nach Steuern bzw. 13,04 % vor Steuern. Der Gutachter hat klargestellt, dass der von ihm verwendete Kapitalisierungszinssatz i.H.v. 8,6 % nach Steuern (vor Wachstumsabschlag) betrage. Daraus resultiere keine Vorsteuerrendite von 13,04 %, da die Nachsteuerrendite nicht mittels eines Steuersatzes von 26,3 % (Abgeltungssteuer) hochgerechnet werden könne. Wie sie aus dem Gutachten ergebe, betrage die Vorsteuerrendite ca. 8,2 % (Gutachten, Seite 42).

177

3. Thesaurierung für nachhaltiges Bilanzwachstum

hat insoweit ausgeführt, dass der Pharmagroßhandel eine Finanzierungsfunktion habe, was wiederum Einfluss auf die Bilanzpositionen aus Lieferung und Leistung habe. Auch müsse eine entsprechende Vorratshaltung gewährleistet sein. Um ein entsprechendes Wachstum in der Bilanz zu gewährleisten, seien geringe Thesaurierungen erforderlich. Diese Thesaurierungen seien jedoch nicht identisch mit den unterstellten Thesaurierungen i.H.v. 60 %, die den Aktionären unmittelbar als Wertbeiträge zugerechnet worden seien. Im Ergebnis sind die Überlegungen des Gutachters nachvollziehbar und überzeugend.

178

4. Sonderwerte

a. Zerobonds

Die Zerobonds sind von dem Gutachter als Sonderwerte berücksichtigt worden. Sie dürfen daher, wie der Sachverständige zutreffend ausgeführt hat, nicht in der ewigen Rente berücksichtigt werden, da dies zu einer Doppelzählung führen würde. Ansonsten ist die Bewertung der Zerobonds nicht zu beanstanden, da sie zum Ausgabekurs zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen bewertet und zum Bewertungsstichtag aufgezinst worden sind. Die Zerobonds waren zum Stichtag bereits zurückgezahlt oder hatten eine kurze Restlaufzeit. Diese werden bei Fälligkeit zum Nominalwert, d.h. zum Ausgabekurs zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen, zurückgezahlt. Diesen Wertansatz hat auch der Gutachter gewählt.

179

b. Zielstattstraße / ZAO ROSTA

Die Kammer pflichtet der Darstellung des Sachverständigen bei, dass bei der Ermittlung des Liquidationswertes des Sonderwertes GbR Zielstattstraße eventuell anfallende Veräußerungskosten einzurechnen sind. Das entspricht ständiger Rechtsprechung in vergleichbaren Fällen. Auch die ggf. durch die Veräußerung anfallenden Unternehmenssteuern sind zu berücksichtigen. In diesem Punkt hat der Gutachter zutreffend zwischen der GbR Zielstattstraße und der ZAO ROSTA unterschieden. Denn bei dem Verkauf von Anteilen einer Kapitalgesellschaft durch eine Kapitalgesellschaft fallen nach § 8 b KStG grundsätzlich keine Steuern an. Bei der Veräußerung von Personengesellschaften, wozu auch die Gesellschaft bürger-

180

lichen Rechts zählt, fallen hingegen Steuern an. Folglich wurden für die GbR Zielstattstraße fiktive Steuern in Rechnung gestellt, bei der ZAO ROSTA (Aktiengesellschaft) hingegen nicht.

Ferner hält die Kammer die Vorgehensweise des Sachverständigen für richtig, nicht betriebsnotwendiges Vermögen nicht mit persönlicher Einkommensteuer zu belasten (vgl. z. B. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, 21 W 7/11, Tz. 164 juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Tz. 230 juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, W 3/09, Tz. 241 juris; LG Frankfurt, Beschluss vom 21.03.2006, 3-5 O 153/04). Insofern ist den Bedenken der Antragsteller Rechnung getragen worden.

181

c. Marken

Der Gutachter hat es zu Recht abgelehnt, die Marken HAGEDA und weitere ihr zugehörige Marken gesondert zu bewerten. Denn die Marke trägt zur Erwirtschaftung der zukünftigen Erträge bei. Sie gehören daher als immaterielle Vermögenswerte zum betriebsnotwendigen Vermögen, vergleichbar mit sonstigen materiellen und immateriellen Vermögenswerten, mit denen Erträge erwirtschaftet werden.

182

d. Nachhaltiges Ergebnis

(1) Pachtverträge der HAGEDA

hat entgegen der Darstellung der Antragsteller die Pachterträge der HAGEDA zutreffend erfasst. Die behauptete Inkonsistenz in der Ertragsplanung der Phoenix KG kann nicht festgestellt werden. Der Sachverständige hat zutreffend die Regelung des Betriebspachtvertrages zwischen der HAGEDA und der Phoenix KG vom 5. September 1994 zugrunde gelegt. Aus der vertraglichen Regelung ist erkennbar, dass das Ergebnis der Phoenix KG für die Bemessung der ergebnisabhängigen Pacht nur bedingt relevant ist, nämlich dann, wenn es unterhalb der Festpacht für alle von der Pächterin gepachteten Betriebe liegt. Liegt das Ergebnis hingegen oberhalb der Festpacht, bildet diese die Obergrenze für die ergebnisabhängige Pacht. Aus diesem Grund steigen die Pachterträge der HAGEDA nicht proportional zu den Ertragssteigerungen der Phoenix KG.

183

(2) Abschreibungen

Entgegen der Darstellung der Antragsgegnerin hat der Gutachter die Abschreibungen am Ende der Detailplanungsphase 2010/11 nicht lediglich unreflektiert fortgeschrieben. Nach seinen Ausführungen bestehen keine Anhaltspunkte dafür, dass die tatsächlich erforderlichen nachhaltigen notwendigen Investitionen von den Abschreibungen des Planjahres 2011/12 abweichen werden. Für aufgeschobene Investitionen habe es keine Hinweise gegeben. Auch das Investitionsverhalten der Phoenix KG in den Planjahren 2007/08-2011/12 deute nicht darauf hin, dass die nachhaltige Reinvestitionsrate deutlich höher liegen müsse als der Wertverzehr der am Ende des Detailplanungszeitraums vorhandenen Anlagesubstanz. Daher sei es sachgerecht, die nachhaltigen Abschreibungen und damit die nachhaltigen Investitionen auf der Basis des letzten Planjahres 2011/12 aufgrund der oben aufgeführten Überlegungen fortzuentwickeln und mit EUR 85,04 Mio. anzusetzen. Diese Ausführungen sind nachvollziehbar und überzeugend. Die Antragsgegnerin hat dieser Begründung keine substantiellen Einwendungen mehr entgegengesetzt.

184

(3) Personalaufwand

Die Herabsetzung der Planung der HAGEDA zu Sozialabgaben und Aufwendungen für Altersversorgung hat der Sachverständige trotz der Kritik der Antragsgegnerin als zutreffend bestätigt. Der Sachverständige geht für die Jahre 2010 ff. von einem Personalaufwand i.H.v. EUR 0,5 Mio. aus. Seit Oktober 2010 seien bei der HAGEDA gemäß der Planung keine eigenen Mitarbeiter mehr beschäftigt. Deshalb sinke der Personalaufwand seit dem Jahr 2007 kontinuierlich. Personalaufwand entstehe nur noch aus Zinsaufwand für Pensionsverpflichtungen. Dabei handele es sich um Fremdkapital, das wie weitere verzinsliche Fremdkapital-Positionen mit einem Fremdkapitalkostensatz in Höhe des Basiszinssatzes verzinst worden sei. Die Antragsgegnerin erläutert nicht, warum diese Verzinsung von Fremdkapital falsch sein soll. Sie erklärt auch nicht, warum die Planung der HAGEDA richtig und die Annahmen des Sachverständigen falsch sein sollen.

185

(4) Minderheitenanteile

Die von der Antragsgegnerin geforderte Bewertung der Minderheitenanteile in Re-

186

lation zum Konzernjahresergebnis entsprechend der Vorgehensweise der ist nach der Darstellung des Gutachters nicht zwingend. Es handele sich dabei ebenso um eine vereinfachende Annahme wie die des Sachverständigen, die Minderheitenanteile in konstanter Höhe fortzuschreiben, da letztlich das Konzernergebnis der Phoenix KG aus Gesellschaften in mehr als 20 Ländern, deren Anteile zum Teil zu 100 % gehalten worden seien, resultiere. Für die Jahre 2012/13 ff. sei lediglich ein Anteil von ca. 2,7 % des Konzernergebnisses betroffen. In Zahlen ausgedrückt betrage der Unterschied lediglich EUR 0,32 Mio. Bei dieser Sachlage ist nicht erkennbar, dass die von der Antragsgegnerin geforderte Vorgehensweise zu besseren Schätzungsergebnissen als die des Gutachters führt.

(5) Unternehmenssteuern

Der Sachverständige hat die Unternehmenssteuern aufgrund seines Auftrags zur Neubewertung eigenständig ermittelt und ist zu Abweichungen zum Gutachten gelangt. Die von der Antragsgegnerin beanstandete intransparente Darstellung zu den Unternehmenssteuern ist in dem ersten Ergänzungsgutachten erläutert worden. 187

Zur steuerlichen Erfassung der Beteiligungserträge der HAGEDA für die Personengesellschaft Phoenix KG wurde Letztere wie eine Kapitalgesellschaft behandelt. Dies führt im Ergebnis dazu, dass die entsprechenden Beteiligungserträge bereits auf der Ebene der Phoenix KG mit Gewerbe- und Körperschaftsteuer belegt worden sind. Damit ist berücksichtigt worden, dass der Gesellschafter der Phoenix KG eine Aktiengesellschaft ist und Körperschaftsteuer zu entrichten hat. Die Pächterträge sind von dem Sachverständigen bereits bei der Phoenix KG besteuert worden, so dass keine Steuerbelastung auf der Ebene der HAGEDA erfolgt ist. Die Antragsgegnerin hat nachfolgend keine belastbaren Anhaltspunkte dafür geliefert, dass diese Vorgehensweise fehlerhaft ist. 188

Obwohl das Bewertungsgutachten der oder ausländische Steuern ausweist (keine Steuersätze für inländische -Gutachten, Seite 57), hat die Antragsgegnerin das Gutachten von als nicht nachvollziehbar kritisiert, da im Gutachten keinerlei Steuersätze genannt würden. Der Gutachter hat dies nach- 189

geholt und in der zweiten ergänzenden Stellungnahme vom 6. Oktober 2014 die inländischen und ausländischen Steuersätze konkret dargestellt. Darauf kann Bezug genommen werden. Dass diese Steuersätze unzutreffend sind, hat die Antragsgegnerin nicht behauptet.

(6) Ausschüttungsquoten

Der Einwand der Antragsteller, dass die Ausschüttungspolitik der HAGEDA und der Phoenix KG im Detailplanungszeitraum identisch sein müsse, hält die Kammer in Übereinstimmung mit der Auffassung des Sachverständigen für unbegründet. Die Ausschüttungsquoten richten sich für die Phase 1 nach dem individuellen Unternehmenskonzept unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen. Das ist in der Rechtsprechung anerkannt. 190

Mangels individueller Unternehmenskonzepte der HAGEDA zur Ausschüttungspolitik hat sich der Sachverständige berechtigterweise an der Ausschüttungspolitik in der Vergangenheit orientiert. Bezüglich der Phoenix KG kommt der Ausschüttungsquote in der Phase 1 untergeordnete Bedeutung zu, da die Jahresüberschüsse weitgehend zur Innenfinanzierung thesauriert worden sind. 191

Für die Phase 2 ist die Vorgehensweise des Gutachters, für die HAGEDA und die Phoenix KG eine einheitliche Peer Group und dementsprechend auch einheitliche Ausschüttungsquoten von 40 % zu ermitteln, berechtigt. Bei einer Bandbreite der Ausschüttungsquoten von 40-60 % des verwendeten Marktindex liegt die gutachterliche Schätzung innerhalb des Ermessensspielraums. 192

XI. Nebenentscheidungen

Die Gerichtskosten sind gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Billigkeitsgründe, die die Belastung der Antragsteller mit Gerichtskosten rechtfertigen könnten, sind nicht vorgetragen worden und auch sonst nicht ersichtlich. 193

Gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG sind die Antragsteller mit ihren eigenen Rechtsverfol- 194

gungskosten zu belasten. Dem Antragsgegner können die Kosten nur dann auferlegt werden, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Die gesetzliche Regelung trägt dem Grundsatz des FamFG-Verfahrens Rechnung, dass jeder Beteiligte seine außergerichtlichen Kosten selbst trägt und eine Kostenerstattung nur ganz ausnahmsweise in Betracht kommt (vgl. Roskopf, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 9 SpruchG, 3. Auflage 2013, § 15 Rz. 53 mit weiteren Nachweisen). Die Kostenerstattung für Antragsteller durch den Antragsgegner ist daher die Ausnahme. Berechtig ist die Belastung des Antragsgegners mit den Kosten der Antragsteller, wenn die Abfindung durch die Gerichtsentscheidung erheblich angehoben wird (vgl. Roskopf, a. a. O., Rz. 54, m. w. N.). Daran fehlt es vorliegend, da die Anträge zurückgewiesen worden sind.

Die Auslagen und die Vergütung des gemeinsamen Vertreters sind der Antragsgegnerin gemäß § 6 Abs. 2 S. 1 SpruchG aufzuerlegen. Die Auslagen und die Vergütung setzt das Gericht auf entsprechenden Antrag des gemeinsamen Vertreters fest.

195

Der Geschäftswert beträgt EUR 200.000,00. Es handelt sich dabei um den Mindestwert gemäß § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG. Da den Antragstellern keine höhere Abfindung zugesprochen worden ist, kommt ein Geschäftswert in Höhe des gerichtlich zugesprochenen Erhöhungsbetrages nicht infrage. Maßgebend ist dann der Mindestwert.

196

Beglaubigt:

Justizbeschäftigte

als Urkundsbeamter der Geschäftsstelle

