3-05 O 63/09

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN
BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung

der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Techem AG

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 18.5.2010
am 18.5.2010 beschlossen:

Die Anträge der Antragsteller zu
werden verworfen.

Die übrigen Anträge, den angemessene Abfindungsbetrag aufgrund des in der Hauptversammlung vom 5.6.2008 der Techem AG beschlossenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung in Höhe von EUR 59,86 je Stückaktie höher festzusetzen,
werden zurückgewiesen.

Soweit beantragt wurde, Zinsen ab der Beschlussfassung der Hauptversammlung anstelle ab der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister zuzusprechen, wird dies zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller und der Antragsgegnerin findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.

Gründe

I.

Die Techem AG war eine börsennotierte Gesellschaft und hatte im Jahre 2008 ein Grundkapital von EUR 23.538.412,00 welches 23.538.412 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt war. Die Gesellschaft ist ein Energiedienstleister für Immobilienwirtschaft und für private Wohnungseigentümer.
Am 15.11.2006 veröffentlichte die Antragsgegnerin ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb sämtliche Aktien der Techem AG gegen Zahlung einer Geldleistung in Höhe von anfänglich EUR 44,-- je Techem Aktie. Am 22.11.2006 wurde die Absicht der Abgabe eines konkurrierenden Übernahmeangebots zu einem Angebotspreis von EUR 52,-- veröffentlicht. Die Antragsgegnerin erhöhte daraufhin ihren Angebotspreis auf EUR 55,--. Obwohl die Angebotsfrist verlängert worden war, war dieses Angebot mangels Erreichen der Mindesteinnahmenquote erfolglos. Am 22.10.2007 veröffentlichte die Antragsgegnerin erneut ihre Absicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots zu einem Angebotspreis von nunmehr EUR 58,--. Dieser Angebotspreis wurde in der Folgezeit für alle Aktionäre auf EUR 60,-- erhöht. Zum Ablauf der weiteren Annahmefrist hielt die Antragsgegnerin Techem Aktien in Höhe von 96,32% des Grundkapitals, was sich dann nach Beendigung der Andienungsfrist noch auf 98,21% erhöhte.
Durch Beschluss der Hauptversammlung der Techem AG vom 30.1.2008 wurde das Geschäftsjahr der Techem AG vom Kalenderjahr auf den Zeitraum 1. April bis 31. März des darauf folgenden Jahres umgestellt.

Am 13.2.2008 teilte die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin der Techem AG ihr Verlangen mit, die Hauptversammlung der Techem AG möge die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Dies wurde auch durch eine Ad-hoc Mitteilung von gleichen Tag öffentlich bekannt gemacht.
Für die Ermittlung einer angemessen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Techem AG zum Tag der geplanten Hauptversammlung (5.6.2008) zu erstellen.
Als Abfindungsbetrag wurde in der Folgezeit je Stückaktie ein Betrag vom EUR 59,86 ermittelt. Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten Übertragungsbericht verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hatte das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 4.3.2008 – 3-05 O 81/08 -

, zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In ihren Prüfbericht vom 21.4.2008 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 59,86 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 21.4.2008 verwiesen.

Mit Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger vom 28.4.2008 lud die Techem AG zu ihrer Hauptversammlung vom 5./6.6.2008 ein.
In dieser Hauptversammlung der Techem AG wurde auf Verlangen der Hauptaktionärin gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG am 5.6.2008 beschlossen, die Aktien der übrigen Aktionäre der Techem AG (Minderheitsaktionäre) auf die Hauptaktionärin - die hiesige Antragsgegnerin - gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von EUR 59,86 je Stückaktie zu übertragen. Dieser Abfindung liegt der gewichte durchschnittliche Börsenkurs von 3 Monaten vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme am 13.2.2008 zugrunde. Der im Übertragungsbericht ermittelte und vom sachverständigen Prüfer gebilligte Ertragswert lag mit EUR 58,75 (für den Tag der Hauptversammlung am 5.6.2008) darunter.

Nach Durchführung eines Freigabeverfahrens zu der Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre vor dem Landgericht Frankfurt am Main zum Az. 3-05 O 204/08 in dem die Kammer mit Beschluss vom 9.12.2008 die Freigabe erklärt und das Oberlandesgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 17.2.2009 - 5 W 40/08 - die Beschwerden zurückgewiesen hatte, wurde der Ausschluss der Minderheitsaktionäre gem. § 327a AktG am 2.3.2009 in das Handelsregister eingetragen und die Eintragung am 5.3.2009 bekannt gemacht.
Nach Angaben der Antragsgegnerin waren 421.400 Aktien von Minderheitsaktionären der Techem AG von dem Ausschluss betroffen.

Mit Beschluss der Gesellschafterversammlung der Techem AG am 5.3.2009 wurde diese in eine GmbH umgewandelt. Ebenfalls am 5.3.2009 schloss die Techem GmbH mit Zustimmung der Gesellschafterversammlung mit der Antragsgegnerin einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag.

Die Antragsteller, die alle geltend machen, sie seien bis zum Zeitpunkt der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister am 2.3.2009 Aktionäre der Techem AG gewesen, wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag von EUR 59,86 je Aktie sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG. Der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre hat zur Sache Stellung genommen und hält ebenfalls die beschlossene Abfindungshöhe nicht für angemessen.

Alle Antragsteller und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 4,75 % und die Marktrisikoprämie von 5,0 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten Beta-Faktor von 0,75 für unzutreffend - wobei überhaupt das CAPM und das TAX-CAPM zur Ermittlung nicht geeignet seien – und den Wachstumsabschlag von 1,5 % zu niedrig.

Gegenüber der zugrunde liegenden Planung beanstanden einzelne Antragsteller, dass diese im Hinblick auf das Geschäftsmodell und die Marktstellung der Techem AG überhaupt zu vorsichtig sei. Die zeige die tatsächliche Entwicklung. Weiter wird u. a. beanstandet, dass Synergien nicht ausreichend berücksichtigt worden seien, die in der Planung angesetzten Aufwendungen, insbes. die Steigerung der Herstellungskosten zur Generierung der geplanten Erlöse, nicht in sachgerechtem Verhältnis stünden bzw. nicht nachvollziehbar seien, die angesetzten Reinvestitionen für die Größenordnung der dargestellten Erlöse nicht sachgerecht seien und die Steigerung der Zinsergebnisse nicht sachgerecht sei. Die Ausschüttungsquote sei mit 50 % zu hoch angesetzt worden. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei nicht angesetzt worden. Rücklagen hätten aufgelöst und als Sonderwert angesetzt werden müssen. Einzelne Antragsteller wenden sich gegen die Berücksichtigung von Steuern, bzw. diese seien nicht ordnungsgemäß berücksichtigt worden. Ein etwaiges Körperschaftssteuerguthaben sei nicht berücksichtigt worden.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der jeweiligen Antragsschriften sowie der ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist den Anträgen entgegen getreten.

Sie hält zunächst einige Antragsteller nicht für antragsbefugt, da sie ihre Aktionärsstellung zum Zeitpunkt der Eintragung nicht ordnungsgemäß nachgewiesen hätten. Der bloße

Nachweis auf den 2.3.2009 genüge zudem nicht, da der Handel der Techem Aktie am 2.3.2009 erst um 13.13 Uhr ausgesetzt worden sei.
Zudem sei ein erheblicher Teil der Anträge rechtsmissbräuchlich. Einige Antragsteller stünden in engen familiären oder geschäftlichen Beziehungen. Wegen der Wirkung der Entscheidung im Spruchverfahren für alle Aktionäre zum Zeitpunkt der Eintragung, sei es sachgerecht, wenn bei derartigen Beziehungen jeweils nur ein Aktionär als Antragsteller aufträte. Zudem sei eine erhebliche Anzahl von Antragsbegründungen identisch.
Es werde bestritten, dass die Antragschrift der Antragstellerin von einer zur Vertretung berechtigten Person unterzeichnet sei.
Im Übrigen hält die Antragsgegnerin die Abfindung für angemessen.
Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel. Die zur Bewertung herangezogene Ertragswertmethode sei sachgerecht. Der Liquidations- oder Sachwert habe nicht ermittelt werden müssen.
Der Planung hätten realistische Annahmen zugrunde gelegen. Auch die angenommene Ausschüttungshypothese sei sachgerecht. Unternehmens- und Ertragssteuern seien sachgerecht berücksichtigt worden. Die Zinsparameter der Abzinsung (Basiszins 4,75 %, Marktrisikoprämie 5 % und Beta-Faktor 0,75) sowie der Wachstumsabschlag von 1,5 % seien zutreffend und sachgerecht ermittelt worden. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen habe nicht berücksichtigt werden müssen, da derartiges nicht vorhanden gewesen sei. Auch Rücklagen hätten nicht aufgelöst und als Sonderwert berücksichtigt werden müssen. Dies sei nur sachgerecht, wenn eine solche Auflösung auf Grundlage der gegebenen Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung und der mittel- und langfristigen Strategie möglich sei.
Bewertungsrelevante Körperschaftssteuerguthaben hätten nicht vorgelegen. Beim Börsenkurs sei zutreffend der gewichtete Börsenkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme angesetzt worden. Da dieser höher gewesen sei als der ermittelte Ertragswert je Aktie, sei dieser der Abfindung zugrunde zu legen.
Wegen der Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung vom 10.8.2009 (Bl. 1646 ff d. A.) und die ergänzenden Schriftsätze verwiesen.

Die Kammer hat eine ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers gem. Beschluss vom 14.1.2010 (Bl. 2063 f) eingeholt. Wegen des Inhalts wird auf die schriftliche Stellungnahme vom 12.3.2010 sowie auf das Protokoll seiner Anhörung in der mündlichen Verhandlung vom 18.5.2010 verwiesen.

II.

Der Antrag des Antragstellers zu 50) ist unstatthaft. Er hat seine Antragsberechtigung dem Gericht entgegen § 3 Satz 3 SpruchG nicht nachgewiesen. Nach § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG hat die Antragsbegründung die Darlegung der Antragsberechtigung nach § 3 SpruchG zu enthalten. Dazu gehört nach § 3 Satz 3 SpruchG der Nachweis der Stellung als Aktionär zum für die Antragsberechtigung maßgeblichen Zeitpunkt durch Urkunden. Diesen Nachweis muss der Aktionär von sich aus jedenfalls im Bestreitensfalle durch den Antragsgegner führen. Die Antragsgegnerin hat die Aktionärsstellung bestritten. Trotz ausreichend Gelegenheit hat der Antragsteller zu 50) keinen Nachweis ihrer Aktionärsstellung bei der Techem AG zum Zeitpunkt der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister am 2.3.2009 vorgelegt.

Der Antrag der Antragstellerin zu 41) ist ebenfalls unstatthaft. Die Antragsgegnerin hat – ohne das dem die Antragstellerin zu 41) in irgendeiner Weise entgegen getreten wäre - bestritten, dass die Antragsschrift von einer zu Vertretung der berechtigten Person unterzeichnet worden ist. Es hätte auf das Bestreiten der Antragsgegnerin jedoch der Antragstellerin hier oblegen, dies darzutun.
In echten FGG-Streitverfahren wie dem vorliegenden Spruchverfahren trifft die Beteiligten insofern eine Darlegungslast, als es ihnen obliegt, durch Vorbringen des ihnen bekannten Sachverhalts dem Gericht Anhaltspunkte dafür zu liefern, in welche Richtung es mit seinen Ermittlungen ansetzen kann (vgl. Bumiller/Winkler FFG, 8. Aufl., § 12 Anm. 1). Werden solche Anhaltspunkte nicht dargetan, ist nach der sog. Feststellungslast zu entscheiden, die regelmäßig denjenigen trifft, der aus dem materiellen Recht eine für ihn günstige Rechtsfolge herleiten will. Da es hier um private Interessen geht, trifft den Antragsteller die Darlegungs- und Förderungspflicht für die Voraussetzungen der Antragsberechtigung.

Die übrigen Anträge sind zunächst alle zulässig. Im Hinblick auf die obergerichtliche Rechtsprechung (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss v. 30.3.2010 – 5 W 32/09 -; OLG Düsseldorf, Beschluss v. 09.09.2009 - I-26 W 13/06 (AktE)- NZG 2009, 1427, OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009 - 20 W 2/08 - BeckRS 2010 00900; v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, NZG 2007, 302 [303 ff.]; v. 6.7.2007 - 20 W 5/06, AG 2007, 705 [710]; vgl. auch KG v. 16.10.2006 - 2 W 148/01, NZG 2007, 71 = ZIP 2007, 75; BVerfG v. 29.11.2006 - 1 BvR

704/03, AG 2007, 119 = ZIP 2007, 175 [178]) einerseits und die des Bundesgerichtshofs (Beschluß vom 12.03.2001 - II ZB 15/00, AG 2001, 417) anderseits zum Zeitpunkt des zugrunde zu legenden Börsenkurses und sich daher in der Rechtsprechung noch nicht eine einhellige Ansicht durchgesetzt hat, ist nach Ansicht der Kammer – jedenfalls derzeit vor Entscheidung des Bundesgerichtshofs über entsprechende Vorlagebeschlüsse - eine hinreichende Begründung eines Antrags im Spruchverfahren gem. § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG noch anzunehmen, wenn auf einen nach Ansicht des Antragstellers unzutreffenden Zeitpunkt des Börsenkurses in der Antragsschrift abgestellt wird.

Alle übrigen Antragsteller haben weiterhin– jedenfalls durch Vorlage einer Urkunde gegenüber dem Gericht – nachgewiesen, dass sie zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre Aktionäre der Techem AG waren. Soweit die Antragsgegnerin vorbringt, an dem maßgeblichen Tag, dem 2.3.2009 sei der Handel mit Techem Aktien erst um 13.13 Uhr ausgesetzt worden, ändert dies nichts daran, dass die vorgelegten Bescheinigungen genügen. Die Antragsgegnerin trägt zwar vor, dass die Eintragung des Ausschlusses in das Handelsregister am 2.3.2009 vor 11.18 Uhr erfolgt ist, doch es fehlt jeglicher Vortrag in welchem Umfang danach noch ein Handel mit Techem Aktien stattgefunden hat. Es fehlen damit die Kammer Anhaltspunke dafür, dass ggf. ein Antragsteller erst nach dem Zeitpunkt der Eintragung einen Erwerb vorgenommen hat, mithin der Nachweis auf den 3.2.2009 allgemein nicht genügen kann.

Es kann auch ein Rechtsmissbrauch bei den Antragstellern nicht festgestellt werden. Nach dem Gesetzeswortlaut des § 3 Nr. 2 i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG ist jeder ausgeschiedene Aktionär antragsbefugt. Eine Einschränkung auf nur einen Antragsteller bei naher familiärer oder geschäftlicher Beziehung von Antragstellern untereinander kann dem Gesetz nicht entnommen werden. Die Häufung von Anträgen derartiger Antragsteller kann ggf. lediglich bei der Frage der Billigkeit der Anordnung von Kostenerstattung gem. § 15 Abs. 4 SpruchG Berücksichtigung finden. Der gleiche Gesichtspunkt gilt, wenn mehrere Antragsteller wortgleich identische oder nahezu identische Anträge einreichen.

Ein Rechtsmissbrauch ist auch nicht dadurch feststellbar, wenn unter Bezugnahme auf die Studie von Baums/Keinath/Gajek (z. B. Kurzfassung in ZIP 2007, 1629; Langfassung: http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_065.pdf) geltend gemacht wird, einige Antragsteller betrieben geschäftsmäßig die Antragstellung im Spruchverfahren mit geringen

(ehemaligen) Anteilsbesitz und es sei ihr Ziel in rechtsmissbräuchlicher Weise eine pauschale Gebührenerstattung anzustreben. Abgehen davon, dass sich diese Studie nicht mit der Antragstellung im Spruchverfahren sondern mit der Klageerhebung gegen Hauptversammlungsbeschlüsse beschäftigt und wegen des Zeitmoments für die Gesellschaft oder den Hauptaktionär bei der Anfechtung gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen eine andere Situation als im Spruchverfahren vorliegt, in dem ein derartiger Zeitdruck auf Seiten des Antragsgegners nicht feststellbar ist, sind die Ergebnisse dieser Studie zumindest für den Bezirk des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main aufgrund des durch den Vorsitzenden der erkennenden Kammer vorgenommenen Auswertung derartiger Verfahren seit 2007 nicht verifizier- oder nachvollziehbar (vgl. Tagungsbeitrag Brennpunkt AG v. 19.11.2009, Die aktienrechtliche Anfechtungsklage im Fokus de Rechtsprechung, https://www.inform-you.de/Referentenbeitrag.aspx?search=&tid=36&fid=&code=P1103752&id=258302).

Die Anträge auf Erhöhung der angemessenen Barabfindung gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG sind jedoch unbegründet.

Eine Erhöhung der festgesetzten Barabfindung von EUR 59,86 ist nicht vorzunehmen.

Die angemessene Barabfindung nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen.

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht (BVerfGE 14, 263 [284] = NJW 1962, 1667; BVerfGE 100, 289 [304] = NJW 1999, 3769; BGH, NJW 2003, 3272 = NZG 2003, 1017 = AG 2003, 627 [628]; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125 [1126]). Zu ermitteln ist der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (BGHZ 138, 136 [140] = NJW 1998, 1866).
Eine bestimmte Bewertungsmethode zur Ermittlung der angemessenen Abfindung ist allerdings rechtlich nicht vorgeschrieben (vgl. OLG München AG 2007, 411; Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 - NZG 2009, 553 = WM 2009, 1607; Riegger in KölnKomm SpruchG Anhang zu § 11 Rn. 4)

Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Dieser Ertragswert aufgrund der Erwartungen der künftigen finanziellen Überschüsse wurde hier in nicht zu beanstandender Weise mit EUR 58,75 ermittelt.

Das von der Antragsgegnerin beauftragte Wirtschaftsprüfungsunternehmen und der gerichtlich bestellte Vertragsprüfer haben sich zunächst bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in nicht zu beanstandender Weise die in Literatur und Rechtsprechung überwiegend gebilligte Ertragswertmethode angewendet, letztlich aber den höheren Börsenkurs angenommen.
Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte im Spruchverfahren, wobei der im Ertragswertverfahren ermittelte Anteilswert gegebenenfalls einer Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (vgl. BVerfGE 100, 289 [307] = NJW 1999, 3769).
Nach der Ertragswertmethode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens – soweit vorhanden -, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird (BayObLGZ 1998, 231 [235]). Der Ertragswert berechnet sich danach als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens abgeleitet werden. Die zu kapitalisierenden Nettozuflüsse sind bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (nach den Empfehlungen des IDW) unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln. Bezüglich der Ausschüttung der erwarteten Überschüsse an die Aktionäre ist sowohl die Finanzierung der Ausschüttungen als auch die Erhaltung der Ertrag bringenden Substanz zu beachten. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG muss eine angemessene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen.

Dementsprechend ist der Tag der Hauptversammlung der gesetzlich bestimmte Bewertungsstichtag. Im Fall Techem AG ist dies der 5.6.2008.

Mit dem Bewertungsstichtag wird zum einen festgelegt, ab welchem Zeitpunkt finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind. Die erwarteten Auswirkungen von Investitionen und Desinvestitionen sind dabei insoweit zu berücksichtigen, als hierfür am Bewertungsstichtag konkrete Schritte eingeleitet, bzw. sichere Anhaltspunkte hätten erkennbar sein können („Wurzeltheorie", BGH, 17.1.1973, DB 1973, S. 563 ff.). Spätere Entwicklungen sind daher nur zu berücksichtigen, soweit sie zum Stichtag im Kern bereits angelegt waren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112; BayObLG NZG 2001, 1137, 1138, je m. w. Nachw.).
Damit hängen die Erwartungen über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der Alternativinvestition vom Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Bei Auseinanderfallen von Bewertungsstichtag und Zeitpunkt der Durchführung der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.

Technisch werden Unternehmenswerte i. d. R. – und von der Rechtsprechung auch unbeanstandet - zunächst auf den Bilanzstichtag des Vorjahres – wie hier beim vom Kalenderjahr abweichenden Wirtschaftsjahr auf den letzten Tag des vorangegangenen Wirtschaftsjahres – hier der 31.3.2008 - ermittelt, da die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planergebnisse normalerweise auf Geschäftsjahre bezogen werden. Der so ermittelte Wert wird anschließend mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den eigentlichen Stichtag der Bewertung aufgezinst.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist – soweit vorhanden - im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden können, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge jedoch durch das Gericht nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die

Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart, Beschluss v. 13.3.2010 – 20 W 9/08 -; AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).
Zu berücksichtigen ist weiter bei der Bewertung zudem, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren" Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.
Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zurückgreifen.

Der Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers und die vorliegend von der Kammer von ihm eingeholte zusätzliche schriftlichen Stellungnahme sowie seine Erläuterung in der mündlichen Verhandlung vom 18.5.2010 sind geeignet und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Unternehmenswert zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Insbesondere ist die Einholung eines weiteren Gutachtens eines anderen Sachverständigen zum Unternehmenswert nicht erforderlich.
Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Vertragsprüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten Vertragsprüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Vertragsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs sind Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes. Das Gutachten des Vertragsprüfers kann deshalb im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden (OLG Düsseldorf, NZG 2000, 1079 = BB 2000, 1108). Im Übrigen haftet der Vertragsprüfer nach § 327c Abs. 3 i. V. m. § 293d Abs. 2 AktG auch gegenüber den Anteilsinhabern. Dass seine Prüfung regelmäßig gleichzeitig mit dem Erstellen des Vertragsberichts erfolgt, ändert nichts daran, dass es sich um eine unabhängige Prüfung handelt, und begründet für sich genommen auch keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München, Beschluss vom 19. 10. 2006 - 31 Wx 92/05 – NJOZ 2007, 340; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 = ZIP 2003, 2363; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288).

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller, die Vorlage der Arbeitspapiere von und anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die hier als gerichtlich bestellte Prüferin tätige hat das Ergebnis ihrer Prüfungen im Prüfungsbericht detailliert dargestellt und in der ergänzenden Stellungnahmen weiter erläutert. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Übertragungsbericht und der hierzu eingeholten Stellungnahme von wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich (vgl. hierzu OLG Stuttgart, Beschluss v. 17.3.2010 – 20 W 9/08 -).

Der Vorwurf der Antragsteller der Prüfungsbericht weise erhebliche fachliche Mängel auf, greift nicht durch. Die Einwände gegen einzelne Ansätze wurden im Rahmen der ergänzenden Stellungnahme nachvollziehbar erläutert. Die Kammer sieht keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass die sachverständige Einschätzung hier, jedenfalls nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre, nicht zutreffend sein soll.

Der Untersuchungsgrundsatz (§ 12 FGG) gebietet es daher hier nicht ein Sachverständigengutachten erstellen zu lassen. Bei der pflichtgemäßen Ermessensausübung ist auch der Gesichtspunkt der Wirtschaftlichkeit zu berücksichtigen; im vorliegenden Fall ist nicht ersichtlich, dass der damit verbundene Aufwand ein entsprechendes Mehr an Zuverlässigkeit der Aussage des Sachverständigen geschaffen hätte.
Das Gericht sieht keinen weiteren Erkenntnisgewinn darin, wenn die von den Antragstellern und vom Vertreter der aussenstehenden Aktionäre gewünschte Neubegutachtung der Techem AG durchgeführt würde. Der Sachverständige müsste selbst die Planung vornehmen und ein Ergebnis herleiten. Ob diese Planung aus der Sicht des Jahres 2008 heraus letztlich zwingend anders ausfallen müsste erscheint fraglich, insbesondere ob sich diese Planung insbesondere dann auch zu Gunsten der früheren Aktionäre der Techem AG auswirken würde.

Lediglich wenn die Prognosen völlig unplausibel sind, kann hier eine andere Beurteilung durch das Gericht erfolgen. Hiervon kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden.

Die Prognosen für die Techem AG in dem Übertragungsbericht sind auf den Stichtag bezogen nachvollziehbar. Die von durchgeführte Ermittlung des Ertragswertes und der Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers ist hier geeignet und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Unternehmenswert zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Insbesondere ist die Einholung eines weiteren Gutachtens eines anderen Sachverständigen zum Unternehmenswert nicht erforderlich.
Der Prüfungsauftrag an den sachverständigen Prüfer bezog sich ausweislich des Bestellungsbeschlusses vom 4.3.2008 – 3-05 O 81/08 – nicht nur auf eine reine Plausibilitätsprüfung sondern verlangte ein eigenständiges Arbeiten bei der Ermittlung des Ertragswertes. Dem ist der sachverständige Prüfer in vollem Umfang nachgekommen.

Aufgrund des Prüfgutachtens des bestellten Prüfers, der ergänzenden Stellungnahme und der Erläuterung in der mündlichen Verhandlung steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass der vorliegend aus dem Ertragswert der Techem AG herzuleitender Unternehmenswert zum 5.6.2008 von insgesamt ca. TSD EUR 1.382 zu einer Abfindung in Höhe von EUR 58,75je Stückaktie führen würde.

Ausgangspunkt für die Schätzung der den Aktionären zukünftig zufließenden Beträge war die eigene Planung der Techem AG.
Sofern die Antragsteller meinen, die der Bewertung zugrunde gelegte Unternehmensplanung sei zu pessimistisch, sind keine Umstände ersichtlich, die es gebieten würden, einen günstigeren Verlauf anzunehmen. Der sachverständige Prüfer hat zu der zugrunde liegenden Planrechnung eingehend Stellung bezogen und dies noch einmal in der mündlichen Verhandlung eingehend erläutert. Es sind keine weiteren Umstände ersichtlich, die ernsthafte Zweifel an der Plausibilität der vom sachverständigen Prüfer bestätigten Unternehmensplanung erwecken könnten.
Zur Vermeidung von Widerholungen wird hier auf die Ausführungen des sachverständigen Prüfers in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 12.3.2010 – die sich die Kammer hinsichtlich der Beurteilung der Planung inhaltlich zu Eigen macht – Bezug genommen.
Soweit einzelne Antragsteller und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre hierzu Einwendungen vorgebracht haben, hat der sachverständige Prüfer in seiner Anhörung in der mündlichen Verhandlung vom 18.5.2010 seine Ausführungen näher erläutert und klargestellt. Danach entspricht die Planung im Bereich Energy-Services den Erwartungen nach entsprechenden einschlägigen Marktstudien und wie die tatsächliche Entwicklung in den ersten beiden Planjahren gezeigt hat, vielmehr beträchtlich (über 300 % im 2. Jahr) hinter der Planung zurückgeblieben ist
Zu der Planung im Bereich Energy-Contracting hat der sachverständige Prüfer im einzelnen nachvollziehbar ausgeführt, dass die Planung der Techem AG insoweit nicht nur plausibel sondern vielmehr sogar ambitioniert war. Der sachverständige Prüfer hat zudem dargelegt, dass die zitierte BGH-Rechtsprechung hier nicht als Risiko in die Planung eingeflossen ist. Zudem ist auch der Ansatz zutreffend, dass hier die Entscheidung der Geschäftsleitung der Techem AG hinzunehmen ist, dass außer dem Heizkraftwerk in Griechenland keine weiteren Auslandsaktivitäten erfolgen sollen. Dies stellt eine unternehmerische Entscheidung dar, die nicht gerichtlich überprüfbar ist. Denn derartige Entscheidungen werden in aller Regel nicht

allein durch rechtliche Gesichtspunkte, sondern ganz wesentlich auch durch Zweckmäßigkeits- und Wirtschaftlichkeitserwägungen bestimmt, zu deren Abwägung allein die hierfür zuständigen Gesellschaftsorgane berufen sind. Deren Beurteilung in Bezug auf die Zweckmäßigkeit und Unternehmensführung ist dabei einer gerichtlichen Kontrolle entzogen. Dieses Ergebnis folgt nicht nur aus praktischen Erwägungen, sondern findet seinen Grund vor allem darin, dass nach der Rechts- und Wirtschaftsordnung der Bundesrepublik Deutschland zum Schutz des Kernbereichs unternehmerischer Eigenverantwortung ganz allgemein gewährleistet bleiben muss, dass autonome unternehmerische Handlungsbefugnisse weder allgemein durch Entscheidungen des Staates noch speziell durch solche der Gerichte ersetzt werden. Letztere haben deshalb im Falle ihrer Anrufung die Überprüfung von unternehmerischen Entscheidungen grundsätzlich darauf zu beschränken, ob diese mit Gesetz und ggf. der Unternehmensverfassung in Einklang stehen (vgl. OLG Düsseldorf NJW-RR 1995, 1371, Kammerbeschluss vom 7.5.2010 – 3-05 O 283/08 -; Kammerurteil v. 21.12.2007 – 3-05 O 8/07 - m. w. Nachw.).
Der sachverständige Prüfer hat weiterhin nachvollziehbar dargelegt, dass die beiden Firmen Bautech und Mesa vollständig berücksichtigt wurden und es sich bei den Nennung des Betrags von EUR 7,3 Mio. auf Seite 18 der ergänzenden Stellungnahme es sich um einen Schreibfehler handelt. Tatsächlich seien EUR 32 Mio. hier anzusetzen und auch berücksichtigt worden. Die dann in der Planung abgebildete Entwicklung auf ca. 44 Mio. im Jahr 2013, zeigt – wie der sachverständige Prüfer zutreffend ausgeführt hat -, dass hier ein überdurchschnittliches Wachstum angesetzt wurde.

Hinsichtlich der Kritik an Investitionsrate und Aufwand für Forschung und Entwicklung hat der sachverständige Prüfer nachvollziehbar erläutert, dass sich der zusammengefasste Betrag von ca. 77 Mio. EUR sich im Bereich Energy Services auf den sog. Regeltausch, d.h. Austausch von Geräten, mit ca. 50% gründet. Soweit es um Forschung und Entwicklung gehe, gehe es im Wesentlichen darum, moderne Geräte zu entwickeln, um den Preis halten zu können.
Nachvollziehbar sind auch die Ausführungen des sachverständigen Prüfers über das Auseinanderfallen von Investitionen mit ca. 77 Mio. EUR und Abschreibungen mit 66 Mio. EUR, wobei nach Ansicht der Kammer zutreffend ist, dass die Abschreibungen sich an den Betrag der Investitionen annähern müssen. Eine zu niedrige Abschreibungshöhe ist jedoch nicht nachteilig für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre.

Anlass zu einer gutachterlichen Neubewertung gibt auch nicht das tatsächliche Jahresergebnis 2008 und 2009, da sich daraus nichts ergibt, dass die Planung zu Lasten der Minderheitsaktionäre als unplausibel einzustufen wäre.
Hier hat der sachverständige Prüder ausgeführt, dass nach dem testierten Abschluss 2008 und aus dem vorliegenden, aber noch nicht testierten Abschluss 2009 sich folgendes ergibt. Bezüglich des Umsatzes war der Plan für 2008, 2009 642 Mio., während tatsächlich 652 Mio. erzielt wurden. Im Jahre 2009, 2010 war der Plan 700 Mio. bei einem Ist von 688 Mio. Beim EBIT war der Plan für das Jahr 2008, 2009 110,7 Mio. und für das Jahr 2009, 2010 135,9 Mio., während das Ist für das Jahr 2008/2009 109,2 Mio. und für das Jahr 2009/2010 98,8 Mio. betrug.

Entgegen der Auffassung der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ist auch nicht zu beanstanden, dass hier in der Planung nur eine Thesaurierung von 50 % angesetzt wurde.
Selbst wenn bei dem der Bewertung grundsätzlich zugrunde liegenden Standard(entwurf) IDW ES1 2007 (insoweit nicht abweichend von IDW S1 2005, bzw. dem dann verabschiedeten Standard IDW S1 2008) regelmäßig von einer Thesaurierung ausgegangen wird, obliegt es den Gerichten im Spruchverfahren nicht, eine bestimmte, der Planung zugrunde gelegte unternehmerische Einzelentscheidung einer detaillierten Überprüfung dahingehend zu unterziehen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt oder vielmehr durch andere unternehmerische Weichenstellungen hätte ersetzt werden sollen (so ausdrücklich OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 9.2.2010 - 5 W 38/09 - BeckRS 2010 04682; – 5 W 33/09 - BeckRS 2010, 04683 m. w. Nachw.). Vielmehr verbleibt es ebenfalls im Spruchverfahren bei dem schon im Haftungsrecht verankerten Grundsatz der Autonomie unternehmerischer Entscheidungen (vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG).

Dies geht im Wesentlichen einher mit der bereits vor der unternehmerischen Maßnahme gegebenen Stellung des außenstehenden Aktionärs im Unternehmen. Aufgrund der Mehrheitsverhältnisse ist es ihm als Minderheitsaktionär in aller Regel nicht möglich, auf die Geschäftspolitik seiner Gesellschaft aktiven Einfluss zu nehmen. Vielmehr hat er derartige Entscheidungen im Normalfall hinzunehmen, selbst wenn sie sich als suboptimal erweisen sollten. Aufgrund dieser faktisch eingeschränkten Stellung des Minderheitsaktionärs, die auch das Bundesverfassungsgericht seinen Überlegungen regelmäßig zugrunde legt (BVerfGE 100, 289, 305; NJW 2007, 3268), bestehen zugleich an der nur eingeschränkten Überprüfbarkeit

geschäftspolitischer Entscheidungen im Rahmen der Unternehmensbewertung keine verfassungsrechtlichen Bedenken.
Dies gilt insbesondere bei der Frage der Gewinnverwendung. Hier hat es der Mehrheitsaktionär immer in der Hand, dass aufgrund seiner Stimmmehrheit in der Hauptversammlung ein Beschluss über die Gewinnverwendung in seinem Sinne getroffen wird. Ist es daher – wie vorliegend - die Geschäftspolitik des Mehrheitsaktionärs, dass Gewinne nicht in den Unternehmen verbleiben sollen, sondern diese auf eine andere Ebene verlagert werden sollen, müssen dies die Minderheitsaktionäre auch ohne Beherrschungsvertrag hinnehmen. Die Prüfung einer derartigen Geschäftspolitik ist daher auch nicht Aufgabe eines Gerichts bei der Überprüfung der Abfindung bzw. des Ausgleichs in einem Spruchverfahren. Diesem Verständnis des Prüfungsumfanges steht das Urteil des Bundesgerichtshofs vom 30. März 1967 (NJW 1967, 1464) schon deshalb nicht entgegen, weil in dieser Entscheidung - in Abgrenzung von der Verwendung von Buchwerten - von einer möglichst vorteilhaften Verwertung des Gesellschaftsvermögens im Ganzen die Rede ist. Hieraus lässt sich nicht das Gebot einer Optimierung jeder unternehmerischen Einzelentscheidung im Rahmen der Ertragswertermittlung ableiten (OLG Frankfurt a.a.O.). Auch der Beschluss des Oberlandesgerichts Karlsruhe vom 16. Juli 2008 (- 12 W 16/02 -) steht dem nicht entgegen. Zwar wird dort eine mögliche Wertsteigerung durch eine sachgerechte Thesaurierung untersucht. Der vom Oberlandesgericht Karlsruhe aufgeworfenen Frage liegt jedoch die hier nicht gegebene, implizite Annahme einer autonomen Thesaurierungspolitik zugrunde.

Zudem ist es fraglich, ob nicht unter der Geltung der Abgeltungssteuer (steuerliche Gleichbehandlung von Dividendengewinnen und Kursgewinnen) es nicht wieder sachgerecht wäre, bei der Bewertung von Unternehmen zur Ermittlung von Abfindungszahlungen auf die grundsätzliche Vollausschüttung (wie dies vor dem Standard IDW S1 2005 erfolgt ist) abzustellen, bzw. grundsätzlich ohne die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern vorzugehen.

Auch dass hier kein betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt wurde, ist nicht zu beanstanden. Die Antragsgegnerin hat ausgeführt, ohne dass dem ein Antragsteller substantiiert entgegen getreten wäre, dass nicht betriebsnotwendiges Vermögen nicht gegeben war. Auch soweit ein Antragsteller geltend macht Körperschaftsteuerguthaben seinen nicht berücksichtigt worden, hat die Antragsgegnerin ausgeführt, dass hier ein nur geringfügiges

Körperschaftssteuerguthaben von EUR 15.000 bestand, sich mithin nicht auf die Bewertung ausgewirkt hat.

Auch die verwendeten Kapitalisierungszinssätze zur Diskontierung der geplanten zukünftigen Überschüsse sind nicht zu beanstanden.

Die Kammer hält die Festlegung des Basiszinses, die entsprechend der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer – AKU –(IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. IDW Fachnachrichten 11/2008; Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9 ff) anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zum Stichtag 28.4.2008 vorzunehmen ist, für sach- und interessengerecht (seit Kammerbeschluss vom 2.5.2006 - 3-05 O 153/04 -, AG 2007, 42 und seitdem in ständiger Rechtsprechung). Durch das Abstellen auf die (kostenfreien und für jedermann zugänglichen) hypothetischen Zerobond-Zinssätze der Deutschen Bundesbank wird einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen (vgl. auch OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; AG 2007,411, 412; Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, Finanzbetrieb 2005, 647 m. w. Nachw.; s. a. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 -, BeckRS 2008, 19899).

Unter Berücksichtigung dieser Methode ergibt sich jedenfalls kein niedrigerer Basiszins für den Stichtag 5.5.2008 als der angesetzte Wert von 4,75 %.
Dieser Wert liegt unter dem Wert, der sich nach der eigenen Berechnung der Kammer (4,76) zu Stichtag der Hauptversammlung ergibt.
Auch die Umlaufrendite 30-jähriger Bundsanleihen – auf die manche Antragsteller abstellen wollen - betrug zu diesem Zeitpunkt ca. 4,8 %.

Den im Bericht angesetzten und vom sachverständigen Prüfer nicht beanstanden Risikozuschlag nach Steuern von 4,9 % bis 5,1 % sieht die Kammer letztlich im Ergebnis als geeignet an, um hier zu einer angemessenen Abfindung zu gelangen.
Es kann hier dahingestellt bleiben, ob trotz der in der Vergangenheit von der Kammer (vgl. z.B. Beschlüsse vom 13.03.2009 - 3-5 O 57/06 - NZG 2009, 553; vom 2.5.2006 - 3-05 O 153/04 - AG 2007, 42) geäußerten Bedenken gegen das CAPM (bzw. TAX-CAPM) Modell

– die auch grundsätzlich weiterhin bestehen - im Hinblick auf die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung, die das CAPM (bzw. TAX-CAPM) nahezu einhellig anwendet (vgl. z.B. OLG Stuttgart, Beschluss v. 18.12.2009 – 20 W 2/08 – TZ 202 ff, BeckRS 2010, 00900; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.05.2009 - 26 W 5/07 – WM 2009, 2220; KG, Beschluss vom 23.01.2009 - 2 W 68/07 – BeckRS 2009, 08815; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02 – AG 2009, 47; OLG Celle: Beschluss vom 19.04.2007 - 9 W 53/06 – ZIP 2007, 2025; Schlesw.-Holst. OLG, Beschluss vom 01.10.2009 - 16 Kart 2/09 -; OLG Frankfurt, Beschlüsse vom 11.2.2010 - 5 W 52/09 -; v. 9.2.2010 - 5 W 38/09 - BeckRS 2010 04682; – 5 W 33/09 -BeckRS 2010, 04683; v. 2.10.2009 – 5 W 30/09 - , v. 26.08.2009 -5 W 35/09 -; dagegen im Ergebnis nur noch OLG München, Beschluss vom 14.07.2009 - 31 Wx 121/06 – ZIP 2009, 2339), im Interesse einer Einheitlichkeit der Rechtsprechung nicht doch das (Tax-)CAPM Modell zur Ermittlung des Risikozuschlags anzuwenden ist, zumal praktisch verwendbare überlegene Modelle letztlich nicht ersichtlich sind.

Auch die Kammer ist und war nicht der Ansicht, dass überhaupt kein Risikoschlag anzusetzen ist, da ansonsten nicht dem Umstand Rechnung getragen wäre, dass eine Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als bei einer Anlage in öffentlichen Anleihen (vgl. auch die oben zitierte obergerichtliche Rechtsprechung). Zudem gebietet dies das Äquivalenzprinzip des Zwecks der Abfindung. Der Ausscheidende soll hierdurch auch die Chance erhalten eine andere gleichwertige Anlage (gleiche Risikostufe) zu erwerben. Bei der Preisbildung für diese Anlage muss daher auch das Risiko zu einer vergleichsweise sicheren festverzinslichen Anlage einfließen.

Bei der Festlegung des Risikozuschlags, insbesondere zur Überprüfung eines Risikozuschlags der nach der (TAX)CAPM Methode ermittelt wurde, ist nach bisheriger Ansicht der Kammer bei der Prüfung der Angemessenheit eine entsprechende Renditeerwartung nach der eigenen Planungsrechung der Gesellschaft und damit auch die Kapitalrendite der investierenden Gesellschafter zu berücksichtigen. Hierbei wird aufgrund der Renditeplanung das der konkreten Anlage zugemessene spezifische Risiko besser abgebildet. Da die Unternehmensbewertung in die Zukunft gerichtet ist und man sich mit künftigem Cashflow, Gewinnen oder Ausschüttungen beschäftigt, sollte auch der Risikozuschlag im Kalkulationszinsfuss die erwartete Zukunft des konkreten Unternehmens widerspiegeln. Dabei setzt die Kammer als Bezugswert den gewichteten Börsenkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme von EUR 59,86 an.

Eine entsprechende Überlegung anhand eines (modifizierten) dividend discount models (vgl. hierzu Kammerbeschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 – a.a.O. m. w. Nachw.) unter Berücksichtung des für vertretbar gehaltenen Wachstumsabschlags von 1,5 % - hierzu unten - führt dann ebenfalls zu einem Risikozuschlag in der nach Tax-CAPM ermittelten Größenordnung von ca. 5,1 % nach Steuern.

Angesichts dieses Befundes bedarf es einer Auseinandersetzung mit den von einigen Antragstellern aufgeworfenen Fragen, Anwendbarkeit von bestimmten Studien zur Ermittlung der Marktrisikoprämie, Verwendung des arithmetischen oder geometrischen Mittels (vgl. hierzu instruktiv OLG Stuttgart Besch. V. 18.12.2009 – 20 W 2/98 – Tz. 229 ff BeckRS 2010, 00900), Dauer des Beobachtungszeitraum zur Ermittlung des Beta-Faktors und Verwendung einer peer-group zur Ermittlung des Beta-Faktors bzw. Geeignetheit der Gesellschaften in der peer-group nicht mehr.

Auch den verwendeten Wachstumsabschlag von 1,5 % hält die Kammer hier für vertretbar. Im vorliegenden Fall ist aus den nachvollziehbaren Erwägungen der sachverständigen Prüfers, denen sich die Kammer nach Überprüfung anschließt, der Wachstumsabschlag in dieser Höhe bei der Phase 2 (nachhaltige Planung - ewige Rente) vorzunehmen.
Der sachverständige Prüfer hat hierzu in seiner ergänzenden Stellungnahme (Bl. 49 ff) ausgeführt:
„Der Wachstumsabschlag dient dazu, in der Phase der Ewigen Rente die weiteren Steigerungen der zu kapitalisierenden Erträge abzubilden. Die Bestimmung des Wachstumsabschlages unterliegt dabei regelmäßig einem nicht unerheblichen Prognoseproblem, da es gilt, das Wachstum der Erträge in die Ewigkeit zu schätzen.

Der im Bewertungsmodell angesetzte Wachstumsabschlag berücksichtigt sowohl die aus Sicht des Bewertungsstichtages zu erwartenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen als auch die konkreten Planungen des Bewertungsobjektes. Das in der Planungsrechnung der Techem AG abgebildete Ergebniswachstum ist dabei sowohl von inflationsbedingten Preissteigerungen auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten als auch von unterschiedlichen Mengen- und Strukturänderungen in den Geschäftsbereichen der Gesellschaft geprägt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Geschäftsbereiche Energy Services und Energy Contracting

aufgrund der unterschiedlichen Markt- und Wettbewerbspositionen differenzierten Wachstumserwartungen unterliegen.

Den Wachstums- und Inflationseffekten hat der Bewertungsgutachter durch einen einheitlichen Abschlag vom Kapitalisierungszins in Höhe von 1,5 % ab dem Jahr 2012/2013 Rechnung getragen.

Nach unserer Auffassung sind bei der Beurteilung der Angemessenheit des Wachstumsabschlages neben den unternehmensspezifischen Faktoren sowohl die Inflationserwartungen als auch das nachhaltige volkswirtschaftliche Wachstum zu betrachten.

3.7.2. Inflationsrate als Anhaltspunkt für Wachstumsabschlag

Einen ersten Anhaltspunkt für die Schätzung des Wachstumsabschlages kann die erwartete Inflationsrate bieten.

Die Europäische Zentralbank strebt als mittelfristige Obergrenze der Inflationsrate auf europäischer Ebene einen Wert von 2,0 % an. Vor diesem Hintergrund halten wir es für vertretbar, davon auszugehen, dass sich die Inflationsrate um diesen Wert einpendeln wird.

Dies bedeutet allerdings nicht, dass der Wachstumsabschlag notwendigerweise der erwarteten Inflationsrate entsprechen müsste. Vielmehr richtet sich die Höhe des Wachstumsabschlages danach, ob es dem Unternehmen nachhaltig gelingt, die Preissteigerungen, denen das Unternehmen auf der Beschaffungsseite unterliegt, voll über den Absatzmarkt an die Kunden weiterzugeben. Damit sind für den konkreten Bewertungsfall Annahmen zu treffen, ob und in welcher Höhe das Bewertungsobjekt Preissteigerungen an den Beschaffungs- und Absatzmärkten unterliegt. Wir verweisen insofern auf unseren Prüfungsbericht S. 51 f.

Darüber hinaus gibt es weitere Argumente, die gegen einen Wachstumsabschlag in Höhe der Preissteigerung sprechen.

So ist zum einen zu berücksichtigen, dass der herkömmlicherweise über die Inflationsrate gemessene Preisanstieg auf einem Warenkorb beruht, der nicht unmittelbar auf die Beschaffungsmärkte der Techem AG übertragbar ist. Am häufigsten wird zur Messung der

Inflation der Verbraucherpreisindex herangezogen, die so genannte Inflationsrate. Der Index wird mit Hilfe eines Warenkorbs berechnet, der in einem bestimmten Jahr (Basisjahr) repräsentativ für einen durchschnittlichen Haushalt (in Deutschland 2,3 Personen) ist.

Auf Grundlage dieses Warenkorbs und des damit festgelegten Basisjahres werden für jedes Jahr die Lebenshaltungskosten und daraus die prozentuale Steigerung zum Vergleichs- oder Vorjahr ermittelt. Probleme bei der Messung dieser Zahlen ergeben sich vor allem daraus, dass mit zunehmendem Abstand zum Basisjahr der Warenkorb immer weniger repräsentativ ist, da das Konsumentenverhalten sich permanent ändert. So finden zum Beispiel Innovationen im Warenkorb nur teilweise Berücksichtigung. Außerdem wird nicht berücksichtigt, dass sich verteuernde Produkte im Konsumverhalten schnell durch ähnliche Güter ersetzt werden. Außerdem werden wichtige Wirtschaftsbereiche wie die Finanzgüter- und Immobilienmärkte nicht berücksichtigt (Quelle: destatis.de/Statistik von A-Z/Verbraucherpreisindex).

Theoretisch richtig wäre für die Bemessung des Wachstumsabschlages, die Inflationsrate nicht aus einem Verbraucherpreisindex, sondern einem branchentypischen Warenkorb des Bewertungsobjektes, über den die Preisentwicklungen auf den Beschaffungsmärkten abgebildet werden, abzuleiten.

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass in Teilen der Literatur hervorgehoben wird, im Basiszins hätte bereits die erwartete Inflation Berücksichtigung gefunden.

Die Bemessung des Wachstumsabschlages kann damit nicht allein über die erwartete Inflationsrate erfolgen.

3.7.3. Wachstumserwartungen bei der Techem AG

Neben Preisänderungen ist bei der Abschätzung des zukünftigen Wachstumsabschlags insbesondere der mögliche Einfluss von Mengen- und Strukturveränderungen und damit von Markt-, Umwelt- und Wettbewerbsentwicklungen zu analysieren.

Das Wachstum der Techem AG liegt im Detailplanungszeitraum deutlich oberhalb des angesetzten Wachstumsfaktors von 1,5 %. Dies wird vornehmlich damit begründet, dass es der Techem AG in der Zukunft gelingen soll, sich in noch nicht vollständig entwickelten ausländischen Märkten zu etablieren, im Bereich Energy Contracting trotz eines hohen Wettbewerbdrucks Wachstumspotentiale zu generieren und Kostensenkungen umzusetzen.

3.7.4. Volkswirtschaftliches Wachstum als Anhaltspunkt

Dauerhaft hohe Wachstumsraten - insbesondere in jungen Wachstums- oder Pioniermärkten sind jedoch unseres Erachtens nicht unendlich in die weitere Zukunft fortzuschreiben. Dem liegt die Erkenntnis zugrunde, dass eine über dem volkswirtschaftlichen Wachstum liegende Entwicklung zu „Überrenditen" führt, die Wettbewerber anziehen und damit das Angebot erweitern würde und so langfristig zu einer Glättung des Wachstums auf das durchschnittliche volkswirtschaftliche Niveau führen würde. Damit halten wir es für sachgerecht, als Obergrenze für das langfristige Wachstum der nominalen Überschüsse das durchschnittliche erwartete Wachstum einer Volkswirtschaft, ausgedrückt im Bruttoinlandsprodukt, anzusetzen.

Der Techem Konzern erzielt den Großteil seiner Umsätze in Deutschland und im übrigen Euroraum, daher ist das Wachstum der deutschen Volkswirtschaft sowie der Eurozone vorrangig heranzuziehen. Für 2008 prognostizierte das ifo-Institut für Deutschland ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr von 1,8 % und für 2009 in Höhe von 1,5 %. Für den Euroraum wurde in 2008 eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts von 2,0 % und im Jahr 2009 in Höhe von 2,1 % erwartet.

Die vorstehenden Einschätzungen des ifo-Instituts oder anderer Wirtschaftsforschungsinstitute zum Wirtschaftswachstum in 2007 und 2008 sind allerdings im konkreten Bewertungsfall kaum geeignet, eine Aussage über das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in den Jahren ab 2013 zu treffen. Eine für eine belastbare Schätzung der Entwicklung ab 2013 benötigte wissenschaftlich fundierte Aussage über die Höhe des langfristigen Wachstum des Bruttoinlandsproduktes ab 2013 liegt uns nicht vor.

Für die Vergangenheit (1900 bis 2002) ist erkennbar, dass das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes der wichtigsten europäischen Länder durchschnittlich bei 2 % gelegen hat (Ritter, Economic groth and equity returns, Pacific-Basin Finance Journal, 2005, S. 489 ff.).

3.7.5. Ableitung des Wachstumsabschlages bei der Techem AG

Der vom Bewertungsgutachter angesetzte Wachstumsfaktor von 1,5 % ergibt sich als Mittelwert aus den von uns als sachgerecht erachteten Wachstumsunter- und Wachstumsobergrenzen. In der Literatur wird unter Hinweis darauf, dass ein einzelnes Unternehmen zumindest nicht auf Dauer rascher wachsen kann als die Volkswirtschaft, empfohlen, Wachstumsraten anzusetzen, die zwischen der erwarteten Inflationsrate und dem erwarteten Wachstum des Bruttoinlandproduktes liegen (Kruschwitz/Löffler/ Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, S. 103).."

Dies deckt sich im Wesentlichen mit der Einschätzung der Kammer zur Ermittlung des sog. Wachstumsabschlags.
Die Veränderung der nominalen finanziellen Überschüsse wird zunächst einerseits von der Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten, andererseits von Mengen- und Strukturveränderungen bedingt.
Bei der Ableitung des Wachstumsabschlags ist zudem zu beachten, dass dessen Höhe von weiteren Faktoren abhängt, die sich dem Einfluss der Techem AG teilweise entziehen. Zu nennen sind hier neben der konjunkturellen Entwicklung das in Deutschland sehr preissensible Konsumentenbewusstsein sowie das Verhalten der bestehenden und der Eintritt neuer Wettbewerber in den relevanten Absatzmärkten. Zudem kann die Preisentwicklung auf den für die Techem AG relevanten Märkten oder die Entwicklung der Löhne und Gehälter stark vom Verbraucherpreisindex abhängen.

Hinzu kommt, dass die zur Sicherstellung des Wachstums erforderliche Finanzierung berücksichtigt werden muss. Da das Eigenkapital aufgrund der Ausschüttungs- und Verwendungsannahme konstant bleibt, wäre dieses Wachstum z.B. durch Fremdkapital zu finanzieren. Der für dieses zusätzliche Fremdkapital zu zahlende Zins wird tendenziell die zukünftigen Ergebnisse belasten. Alternativ könnten Teile der Überschüsse zur

Wachstumsfinanzierung herangezogen werden. Die wechselseitigen Auswirkungen der vorgenannten Faktoren auf die Höhe des Wachstumsabschlags lassen sich jedoch nicht exakt messen.

Bei der Bestimmung des Wachstumsabschlags im Kapitalisierungszins ist ferner zu berücksichtigen, dass es bewertungstechnisch nicht auf die prognostizierte Entwicklung der Umsatzerlöse, sondern um das im langfristigen Durchschnitt erwartete Gewinnwachstum des Unternehmens ankommt. Dieses Gewinnwachstum wird über die in der Planung abgebildeten zu kapitalisierenden Erträge dargestellt.

Die Europäische Zentralbank strebt als mittelfristige Obergrenze der Inflationsrate auf europäischer Ebene einen Wert von 2,0% an. Vor diesem Hintergrund hält es die Kammer für vertretbar davon auszugehen, dass sich die Inflationsrate langfristig um diesen Wert einpendeln wird.

Dass der Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsrate liegt, wird durch empirische Studien gestützt. Nach ihnen lag das nominelle Wachstum von Unternehmen langfristig unterhalb der Inflationsrate (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006, 1005, 1020; Widmann/Schieszel/ Jeromin, FB 2003, 800, 808 ff.; vgl. ferner die Nachweise bei Simon/Leverkus, in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 136 a. E.)
Nach der empirischen Studie von Widmann/Schieszl/Jeromin (FB 2003, 800, 808 ff.) sind Unternehmensgewinne in dem Zeitraum von 1971 bis 1994 lediglich um 1,7% gestiegen, während die Inflation 3,7 % betrug.
Diese Ergebnisse der Studien werden durch Untersuchungen der Deutschen Bundesbank bestätigt. Danach lagen die erwirtschafteten Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen in dem Zeitraum von 1971 bis 2001 mit Raten von durchschnittlich 1,4 % deutlich unter der jährlichen Inflationsrate von durchschnittlich 3,1 % (vgl. Deutsche Bundesbank, Jahresüberschüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1996, S. 18 – 20; Bundesbank Monatsbericht März 2000, S. 34; Monatsbericht April 2002).
Auch zum Stichtag ergab sich nach den Prognosen der Deutschen Bundesbank (Monatsbericht Juni 2008, S. 17 ff) kein wesentlich anderes Bild.

Soweit von Antragstellern mit u. a. mit Verweis auf eine Studie (Lampenius/Schüler Bewertungspraxis auf dem Prüfstand: Wachstumsannahmen, BewertungsPraktiker 3/2007, S.

2-6) ausgeführt wird, dass die Annahme einer unvollständigen Weitergabe von Preissteigerungen an den Kunden ein negatives Realwachstum zugrunde lege, wird verkannt, dass diese Studie eine Vollausschüttung zugrunde liegt, und Wachstumsraten abhängig sind von der Höhe der Thesaurierungen (vgl. Schüler; Liegen Wachstumsraten in der Rentenphase im Durchschnitt mindestens in Höhe der Inflationsrate?, Tagungsband Symposium Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung vom 18.11.2008 in Frankfurt am Main, S. 83 ff, insbes. S. 96), d.h. die Wachstumsannahme immer in Bezug zur angenommen Thesaurierung in der ewigen Rente zu setzen ist (vgl. hierzu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, Unternehmensbewertung und Wachstum bei Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung (Teil 1), WPg 7/2010, S. 349-357 bzw. (Teil 2), WPg 8/2010, S. 405-412).
Folgt man dem Gedankenmodell von Tschöpel/Wiese/ Willershausen, eine im Bewertungsmodell bei Thesaurierung rechnerisch berücksichtigte Gesamtwachstumsrate zu ermitteln, ergäbe sich im Rahmen der Bewertung der Techem AG ein nominales Gesamtwachstum der Jahresüberschüsse bzw. Ausschüttungen in Höhe von knapp unter 4 % bei angenommener Inflationsrate von künftig 2 %.
Damit ergibt sich, dass danach bei der Bewertung der Techem AG kein negatives Realwachstum der Jahresüberschüsse bzw. Ausschüttungen berücksichtigt wurde.

Damit liegt die angesetzte, unternehmens- und branchenspezifisch bestimmte nominale Gesamtwachstumsrate entsprechend der Beschreibung von Tschöpel/Wiese/Willershausen mit knapp unter 4 % oberhalb der erwarteten Inflationsrate bis 2 % und über dem erwarteten nominalen Bruttoinlandsprodukt zum Stichtag. Nach dem Monatsbericht der EBZ von Juni 2006 wurde hier eine Steigerung von 1,3 - 2,4 % (vgl. auch Monatsbericht Deutsche Bundesbank Mai 2006) erwartet.

Soweit einzelne Antragsteller darauf abstellen, dass sich aus dem verwendeten Risikozuschlag und der damit einhergehenden Renditeerwartung von Kapitalgebern ergebe, dass ein geringer Wachstumsabschlag nicht zutreffen könne, so kann diesem Gedankengang nicht gefolgt werden. Vielmehr läge es nahe bei Verwendung eines Risikozuschlags auf einen Wachstumsabschlag zu verzichten, da dieser aus einem Sicherheitsmodell resultiert, während der Risikozuschlag aus einem Unsicherheitsmodell stammt (vgl. Ballwieser DB 1997, 2396). Letztlich müsste danach die Verwendung einer Wachstumsrate sogar zu einer Erhöhung des Risikozuschlags führen, da dann selbst bei konstanter Risikoaversion das Risiko steigt (vgl.

Munkert: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 337 m. w. Nachw.). Das Wachstum der Cashflows in der ewigen Rente ist dann direkt an die Veränderungsrate des investierten Kapitals gebunden. Entscheidend für die Höhe der Wachstumsrate wäre damit die Preissteigerungsrate für das im Unternehmen gebundene Kapital (vgl. Dörschell/Franken/Schulte; Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 242 f m. w. Nachw.).

Die Bemessung der Abfindung ist aber ggf. - wie auch hier - aufgrund des höheren Börsenkurses als dem Ertragswert vorzunehmen.
Im Anschluss an die neuere Rechtsprechung des BVerfG (BVerfG v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566 m. Anm. Vetter = ZIP 1999, 1436 [1441]; v. 8.9.1999 - 1 BvR 301/89, AG 2000, 40 = ZIP 1999, 1804) und des BGH (BGH v. 12.3.2001 - II ZB 15/00, AG 2001, 417 = ZIP 2001, 734 [736]) ist bei der Bemessung der Entschädigung auf den Verkehrswert der Aktie abzustellen, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig mit dem Börsenkurs identisch ist. Untere Grenze des Unternehmenswertes ist also grundsätzlich die Summe der Börsenwerte der Aktien der betroffenen Gesellschaft. Eine Barabfindung, die niedriger als der Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich nicht als angemessen anzusehen.

Dabei ist entgegen der Auffassung einiger Antragsteller jedoch nicht der für den durchschnittlichen Börsenkurs maßgebliche Referenzzeitraum der Zeitraum von drei Monaten vor der die Strukturmaßnahme beschließenden Hauptversammlung, hier 5.6.2008, maßgeblich.
Angesichts der Unsicherheit der zahlreichen auf Prognosen zukünftiger Entwicklungen beruhenden Parameter des Ertragswertverfahrens ist bei der Ermittlung des Unternehmenswerts das Marktgeschehen verstärkt in die Betrachtung einzubeziehen. Börsenkurs und nach betriebswirtschaftlichen Methoden ermittelte Anteilswerte können zwar differieren, sich aber auch decken (BGHZ 147, 108 = NJW 2001, 2080 [2082]). Im Gegensatz zu fundamental analytisch gewonnenen Bewertungen durch Sachverständigengutachten aufgrund betriebswirtschaftlicher Methoden stellen die Börsenkurse das Ergebnis eines tatsächlich stattfindenden Preisbildungsprozesses am Markt dar und beruhen auf einer Beurteilung des Unternehmens durch die Anleger aufgrund der diesen bekannten oder zumindest allgemein zugänglichen Unternehmensdaten und sonstiger für den Markt relevanter

Informationen. Da auch das Ergebnis einer fundamental analytischen Bewertung letztendlich nichts anderes als eine Schätzung des Unternehmenswertes darstellt, ergibt sich, dass der Börsenkurs der Wertermittlung aufgrund betriebswirtschaftlicher Methoden jedenfalls nicht unterlegen ist (vgl. Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 a.a.O.; Veil in Spindler/Stilz, AktG, § 305 Rz. 51, Tonner in Festschrift für Karsten Schmidt, S. 1581, 1589; kritisch: Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung a.a.O., S. 310 ff), zumal für den (Klein)anleger sich der Börsenwert als der Wert seiner konkreten Anlage im Regelfall darstellt (vgl. Luttermann ZIP 1999, 45, 49; Tonner a.a.O. S. 1587; Posdziech WM 2010, 787, 791 f). Der Börsenkurs bildet aber auch darüber hinaus, beruhend auf der Annahme, dass die Börse auf der Grundlage der ihr zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewertet, unter der Voraussetzung eines funktionierenden Markts einen Indikator für den Unternehmenswert (vgl. BGHZ 147, 108 = NJW 2001, 2080 [2081]). Hierdurch wird das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bei der Wertbestimmung berücksichtigt und darüber hinaus auch der Verkehrsfähigkeit von börsennotierten Aktien Rechnung getragen (BVerfGE 100, 289 = NJW 1999, 3769 [3771]). Im Allgemeinen kann man davon ausgehen müssen, dass bei funktionierenden Marktkräften der Börsenwert der Aktie dem Wert des damit verkörpern Unternehmensanteils entspricht. d.h. der Markt nicht bereit wäre, einen bestimmten Preis für die Aktie zu zahlen, wenn dieser dem darin verkörperten (Zukunftswert) nicht entspricht. Eine Schlechterstellung der (Minderheits)aktionäre ist damit nicht erkennbar, denn alle betriebswirtschaftlichen Bewertungsmethoden beschäftigen sich auch nur damit, auf möglichst gesicherter Basis theoretisch den wirklichen Marktwert zu ermitteln bzw. die interessengerechten Grenzpreise. Die Widerlegung mittels einer anderen Bewertungsmethode würde im Übrigen voraussetzen, dass die andere Bewertungsmethode, z.B. die üblicherweise angewandte Ertragswertmethode, für eine höhere Richtigkeitsgewähr stünde und damit der Preisbildung am Markt überlegen wäre. Dass die Ertragswertmethode immer ein realitätsgerechteres Ergebnis hervorbringen würde, kann aber nicht angenommen werden, weil sie mit Schätzungen und Plausibilisierungen arbeitet (vgl. OLG Frankfurt, Beschl. v. 9.12.2008 – WpÜG 2/08 - NZG 2009, 74; Kammerbeschluss v. 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 – a. a. O.; Tonner a.a.O. S. 1590).

Die Kammer folgt in neuer Rechtsprechung der in der obergerichtlichen Rechtsprechung nahezu einhellig vertretenen Ansicht, wonach statt dessen die Frist von im Regelfall drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme heranzuziehen ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss

v. 30.3.2010 – 5 W 32/09 -; OLG Düsseldorf, Beschluss v. 09.09.2009 - I-26 W 13/06 (AktE)- NZG 2009, 1427), OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009 - 20 W 2/08 - BeckRS 2010 00900; v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, NZG 2007, 302 [303 ff.]; v. 6.7.2007 - 20 W 5/06, AG 2007, 705 [710]; vgl. auch KG v. 16.10.2006 - 2 W 148/01, NZG 2007, 71 = ZIP 2007, 75; BVerfG v. 29.11.2006 - 1 BvR 704/03, AG 2007, 119 = ZIP 2007, 175 [178]).

Es erscheint schon generell fraglich, ob es angemessen ist, die Referenzperiode erst mit der beschlussfassenden Hauptversammlung und nicht mit der Bekanntgabe der Maßnahme enden zu lassen. Die Berücksichtigung eines mit der Hauptversammlung endenden Zeitraums ist an sich schon nicht praktikabel, weil das Abfindungsangebot und der Bericht über die Prüfung seiner Angemessenheit ab Einberufung der Hauptversammlung, die über die zur Abfindung verpflichtende Maßnahme beschließen soll, bereits vorliegen müssen, mithin zumindest vor dem Zeitraum vorliegen (und geprüft werden) muss in dem nach § 123 AktG die Hauptversammlung einzuberufen ist.
Aus der Finanzierungstheorie heraus ist der Tag als Stichtag zu wählen, welcher zu einer Veränderung des Gleichgewichtspreises, d.h. einem neuen Gleichgewicht, führt. Der ökonomisch korrekte Stichtag ist also der Tag, an dem das die Abfindung auslösende somit Erwartungen der Marktteilnehmer ändernde Ereignis dem Markt erstmalig bekannt wird. Da der Tag der Hauptversammlung, insbesondere wenn die Mehrheitsverhältnisse des Unternehmens einen Beschluss direkt implizieren, keine neue Information bringt, spricht nichts für diesen als Stichtag. Es bestehen aber sachliche Bedenken gegen diesen Zeitraum, weil der Börsenkurs zunächst durch die Bekanntgabe der Maßnahme als solcher und dann insb. durch die Bekanntgabe der zu erwartenden Abfindung nachhaltig beeinflusst wird (OLG Stuttgart v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, AG 2007, 209 = NZG 2007, 302 [304 ff.]; KG v. 16.10.2006 - 2 W 148/01, ZIP 2007, 75 [77]; Weber, ZGR 2004, 280 [284 ff.]; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 316). Die Anknüpfung an diesen Referenzzeitraum kann also nicht zu sachlich richtigen und im Interesse der Rechtssicherheit vorhersehbaren Ergebnissen führen, nicht nur wegen der Gefahr einer Manipulation in die eine oder andere Richtung, sondern vor allem deshalb, weil die Abfindung nach Art eines Zirkelschlusses von einem Börsenkurs abhängig gemacht wird, der sich seinerseits nach der Höhe der angebotenen und erwarteten Abfindung entwickelt (OLG Stuttgart v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, AG 2007, 209 = NZG 2007, 302 [304 ff.], m.w.N.).
Insgesamt ist aus diesen Gründen der Referenzzeitraum von im Regelfall drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme zur Bestimmung des Börsenwerts - hier der 13.2.2008 -

vorzuziehen. Er weist noch eine hinreichende Nähe zum Bewertungsstichtag auf, um als Grundlage für die Prognose des Desinvestitionswerts zu diesem Zeitpunkt zu dienen (vgl. OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783). Ob dies in allen Fällen zutrifft (abweichend in einem Spezialfall Kammerbeschluss vom 12.1.2010 – 3-05 O 72/09 - kann hier dahingestellt bleiben, da der Tag der Bekanntmachung hier der 13.2.2008 war, mithin nur ein Zeitraum von weniger als 4 Monaten zwischen diesem Tag und der Tag der Hauptversammlung am 5.6.2008 lag, somit die zu fordernde hinreichende Nähe zum Bewertungsstichtag noch gegeben ist, zumal dieser Zeitraum für die vorzunehmende Unternehmensbewertung, die gerichtliche Bestellung des sachverständigen Prüfers und dessen Prüfung und die Ladung zur Hauptversammlung eher knapp bemessen ist.
Die Kammer verkennt hierbei jedoch nicht, dass es gewissermaßen der Hauptaktionär, (bzw. die Gesellschaft) in der Hand hat, diesen Referenzzeitraum durch Mitteilung der Strukturmaßnahme zu bestimmen, mithin auch gewisse Manipulationsmöglichkeiten hinsichtlich des sich so dann ergebenden Abfindungsbetrages hat, indem ein Zeitpunkt für die Mitteilung gewählt wird, an dem sich ein besonders niedriger gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs ergibt. In diesem Falle ist dieser Zeitpunkt dann nicht geeignet.
Anhaltspunkte für eine derartige Manipulation sind hier jedoch nicht ersichtlich wie sich aus dem Kursverlauf ergibt. Kein Antragsteller hat auch ausgeführt, dass der gewichtete 3–monatige Durchschnittskurs zum 13.2.2009 einen besonders niedrigen Kurs darstellt.

In diesem Falle ist dieser Zeitpunkt dann nicht geeignet.
Anhaltspunkte für eine derartige Manipulation zu Lasten der Minderheitsaktionäre sind hier jedoch nicht ersichtlich, vielmehr ergibt sich aus dem Kursverlauf (vgl. die Übersicht im Übertragungsbericht Bl. 71), dass sich dieser aufgrund der Abfindungsspekulation infolge der Übernahmeangebote in den letzten Monaten erhöht hatte und damit zugunsten der Minderheitsaktionäre von dem zu erwartenden normalen Kursverlauf sich entfernt hatte. Es besteht daher keine Veranlassung einen höheren Abfindungsbetrag festzusetzen, als den, der sich aus dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme ergibt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Rosskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommt, sind aber auch keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnten.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG).
Mangels Erhöhung von Abfindung bleibt es bei dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,--.

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind