

- Ausfertigung -

Geschäftsnummer:
31 O 178/08 KfH AktG



Landgericht Stuttgart
31. Kammer für Handelssachen
Beschluss

Im aktenrechtlichen Spruchverfahren

gegen

wegen gerichtlicher Festsetzung der angemessenen Barabfindung gem. § 327 f AktG

hat die 31. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart unter Mitwirkung von

Vors. Richter

Handelsrichter

Handelsrichter

beschlossen:

1.

Die Anträge auf Festsetzung einer (höheren) angemessenen Barabfindung werden zurückgewiesen.

2.

Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten und die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.

3. Der Geschäftswert wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe

A.

Die Antragsteller begehren als ehemalige Aktionäre der Sappi Ehingen AG die Festsetzung einer angemessenen Barabfindung für ihr Ausscheiden aus der Gesellschaft infolge Übertragung ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin (sog. Squeeze-Out). Die Sappi Ehingen AG produzierte Zellstoff und seit der Investition in eine im Jahr 1991 in Betrieb genommene Papiermaschine auch Papier, hier überwiegend holzfreie (einfach) gestrichene graphische Papiere.

Am 23.03.1990 wurde zwischen der Sappi Ehingen AG, damals firmierend als Schwäbische Zellstoff AG, und der Antragsgegnerin, damals firmierend als _____, als herrschendem Unternehmen ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen (Anl. AG 8 nach Bl. III 469). In dem dazu anhängigen Spruchstellenverfahren wurden letztlich durch rechtskräftigen Beschluss des Oberlandesgerichts Stuttgart vom 04.02.2000 (NZG 2000, 744) anstelle des vereinbarten Barabfindungsbetrags von 150 DM ein solcher von 183 DM je 50 DM-Aktie und anstelle des im Vertrag vereinbarten jährlichen festen Ausgleichs von 2,50 DM ein solcher von 9 DM je 50 DM-Aktie festgesetzt. Dies entspricht nach Berücksichtigung eines im Jahr 1991 durchgeführten Aktiensplits im Verhältnis von 1:26 und nach Euro-Umrechnung einem Ausgleichsbetrag von ca. 0,177 € je 1-€-Stückaktie.

Die Sappi Ehingen AG und die Antragsgegnerin sind integrierte Papier- und Zellstofffabriken und Werke der _____, die wiederum zu der weltweit agierenden _____ gehört. Wegen Einzelheiten zu dieser Konzernstruktur wird auf die Ausführungen im Übertragungsbericht, S. 9 ff (Anlage 2 zu Bl. I 50; *nachfolgend zitiert als „ÜB“ mit Seitenzahl*), Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin beabsichtigte Ende 2002, die Minderheitsanteile an der Sappi Ehingen AG zu übernehmen. Sie gab bei _____ am 16.12.2002 ein Bewertungsgutachten in Auftrag. Dieses wurde bis Anfang März 2003 erstellt; es ist im Übertragungsbericht vom 10.03.2003 auf

S. 22 bis 38 im Wortlaut wiedergegeben. Danach wurde auf der Grundlage einer Ertragswertermittlung nach dem IDW-Standard S 1 ein anteiliger Unternehmenswert von 5,61 € je Aktie ermittelt, der über den zuletzt (05.03.2003) beobachteten Schlusskursen der Börsen Frankfurt (5,00 €) und Stuttgart (4,97 €) liege und auch über dem volumengewichteten Durchschnitt der Schlusskurse dieser Börsen im Zeitraum 05.12.2002 bis 05.03.2003. Die Antragsgegnerin erklärte im Übertragungsbericht auf S. 39, diesen Betrag als Abfindung festzulegen, obwohl an sich ein im Gutachten ebenfalls dargelegter niedrigerer Wert von 3,21 € aus der Diskontierung der jährlichen Ausgleichszahlungen aufgrund des o.g. Unternehmensvertrags maßgeblich sei. Die durch Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 14.01.2003 als sachverständiger Prüfer bestellte

bestätigte in ihrem Prüfbericht vom 13.03.2003, dass die auf 5,61 € festgelegte Barabfindung angemessen sei (Prüfbericht als Teil 3 nach dem Übertragungsbericht). Wegen der Einzelheiten wird auf diese Berichte Bezug genommen.

Von den 20.800.000 Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je 1 € hielt die Antragsgegnerin 19.946.375 Aktien, das sind ca. 95,9 % (Angaben ÜB S. 8 unten). Auf die Minderheitsaktionäre entfielen somit 853.625 Aktien.

Nach Fertigstellung des Übertragungsberichts, des Prüfberichts der gerichtlich bestellten Prüfer und der Abgabe einer Gewährleistungserklärung durch (a.a.O. Teil 4) veröffentlichte die Sappi Ehingen AG am 21.03.2003 eine Ad-hoc-Meldung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre, für den eine Abfindung von 5,61 € pro Aktie gezahlt werden und den die auf den 09.05.2003 einzu-berufende ordentliche Hauptversammlung beschließen solle (Ausdruck von www.dgap.de, Bl. VII 910; Einberufung mit Tagesordnung Bl. I 9).

Nach entsprechender Beschlussfassung auf dieser Hauptversammlung, der eine Vollständigkeitserklärung der Sappi Ehingen AG vom selben Tag vorausging (Anl. 2 zum Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 06.09.2010, nach Bl. V 754 ff), wurde der Beschluss am 01.07.2003 im Handelsregister eingetragen (Bl. I 48). Dies wurde vom Registergericht am 17.07.2003 in der Schwäbischen Zeitung, Ausgabe Ehingen, und am 21.08.2003 im Bundesanzeiger bekannt gemacht (E-Mail AG Ulm vom 26.08.2003, Bl. I 121; Hinweisverfügung vom 26.08.2003, Bl. I 122).

Der Eingang des ersten Antrags auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung am 15.07.2003 (Bl. I 1) wurde im Bundesanzeiger Nr. 143 vom 05.08.2003 auf S. 17509 sowie am selben Tag im elektronischen Bundesanzeiger mit dem Hinweis veröffentlicht, dass Folgeanträge binnen zwei Monaten nach Bekanntmachung gestellt werden könnten (Bl. I 51). Die übrigen Anträge der Antragsteller zu 2 bis 66 gingen bis einschließlich 09.10.2003 ein (vgl. zuletzt Bl. II 285).

Ein Teil der **Antragsteller** hat die Anträge begründet, auch der mit Beschluss vom 29.10.2003 (Bl. II 318 ff) bestellte **gemeinsame Vertreter** der außenstehenden Aktionär hat Bedenken gegen die Angemessenheit der Abfindung geäußert. Im Wesentlichen wird dabei zu der Unternehmenswertermittlung nach dem Ertragswertverfahren beanstandet, dass dieses insbesondere beim Squeeze-Out methodisch nicht zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung geeignet sei, dass die Ansätze und Ergebnisse der Bewertung angesichts der knappen Berichterstattung im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht nicht nachvollziehbar seien. Rückläufige Ergebnisse in der Planungsrechnung seien nicht plausibel. Die hierzu erhobenen Rügen zielen vor allem auf die im Bewertungsgutachten dargestellten oder nach Ansicht einiger Antragsteller auch unzureichend dargestellten Annahmen und Zahlen u.a. zur Entwicklung der Umsatzerlöse, des Materialaufwands, der Pensionsverpflichtungen im Rahmen des Personalaufwands sowie u.a. auf die Länge des Detailplanungszeitraums und der Vergangenheitsbetrachtung, den Ansatz persönlicher Ertragsteuern der Höhe und dem Grunde nach und die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses für die ewige Rente aus den für die Vorjahre geplanten Ergebnissen. Nicht berücksichtigt seien auch nachteilige Auswirkungen der Konzerneinbindung der Sappi Ehingen AG sowie positive Effekte auf die künftige Ertragslage infolge des Squeeze-Out. Ferner werden die bei der Bewertung als Faktoren des Kapitalisierungszinssatzes angesetzten Werte für Basiszins, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag als unzutreffend angesehen.

Zu berücksichtigen sei ferner der Börsenwert, der aus einem Referenzzeitraum vor der beschließenden Hauptversammlung abzuleiten sei und so zu einer das Angebot übersteigenden Abfindung führe.

Der kapitalisierte Wert der Ausgleichszahlung nach dem Gewinnabführungsvertrag sei auf der Grundlage eines niedrigeren Diskontierungssatzes zu ermitteln, stelle aber allenfalls eine Untergrenze für die Abfindung dar.

Einige Antragsteller sind der Ansicht, es habe sich auch erwiesen, dass der wegen des Gewinnabführungsvertrags an die Aktionäre zu zahlende Ausgleich angesichts erheblicher Gewinnausschüttungen an die Hauptaktionärin viel zu gering festgesetzt worden sei. Dies sei zugunsten der Minderheitsaktionäre bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung anlässlich des Squeeze-Out korrigierend zu berücksichtigen.

Wegen der Einzelheiten der Antragsbegründungen wird auf die Schriftsätze der Antragsteller Bezug genommen, ebenso auf die Schriftsätze des gemeinsamen Vertreters; ergänzend wird auch auf die Übersicht über die Antragsgründe in Anlage 2 zum Gerichtsgutachten sowie die Zusammenfassungen im Gerichtsgutachten zu Beginn jedes einzelnen Gliederungspunktes unter der Überschrift „Antragsgründe“ hingewiesen.

Die **Antragsgegnerin** vertritt den Standpunkt, dass sich der Wert der abzufindenden Aktien wegen des ungekündigten Gewinnabführungsvertrags ausschließlich nach dem kapitalisierten Wert des jährlichen festen Ausgleichsbetrags ergebe, der sich mit 3,21 € errechne.

Es komme deshalb nicht auf die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswert an, die allerdings auch unter den von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter vorgebrachten Gesichtspunkten zur Planung der Ergebnisse und deren Kapitalisierung nicht zu beanstanden sei; dazu führt die Antragsgegnerin hilfsweise weiter aus.

Der Börsenwert sei wegen geringen Handels im Zeitraum vor der Hauptversammlung und vor der Bekanntgabe des Ausschlussverlangens nicht heranzuziehen, jedenfalls sei aber nur auf einen Durchschnittskurs aus einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dieser Bekanntgabe abzustellen, mithin auf einen unter dem Abfindungsangebot liegenden Wert.

Weitere Einzelheiten ihres Vortrags ergeben sich aus ihren Schriftsätzen, auf die hierzu verwiesen wird.

Das Gericht hat mit Beweisbeschluss vom 06.07.2004 eine Begutachtung zur Angemessenheit der angebotenen Barabfindung angeordnet; wegen der Einzelheiten wird auf diesen Beschluss (Bl. III 533 ff) Bezug genommen. Der Sachverständige hat sein Gutachten am 27.05.2010 erstattet (Anl. zu Bl. IV 712, nachfolgend zitiert als „GA“ mit Seitenzahl). Den Beteiligten wurde mit Verfügung vom 06.07.2010 eine Frist zur Stellungnahme gesetzt, wovon, teils nach Fristverlängerungen, die Antragsteller zu 2, 7, 16 und 42, 19-28, 30 und 33, 32, 35-38, 39, 52-57 und 58-60 sowie die Antragsgegnerin Gebrauch gemacht haben; auf ihre Schriftsätze Bl. IV 754 bis V 876 sowie eine weitere Erwiderung der Antragsgegnerin vom 08.03.2011 (Bl. V 902 ff) wird Bezug genommen. Der gemeinsame Vertreter hat in der Stellungnahmefrist den Sachverständigen wegen Besorgnis der Befangenheit abgelehnt (Schriftsatz vom 30.09.2010, Bl. V 843). Das Ablehnungsgesuch hat die Kammer mit rechtskräftigem Beschluss vom 29.10.2010 zurückgewiesen; auf diesen wird wegen der Einzelheiten Bezug genommen (Bl. V 877 ff).

B.

Die zulässigen Anträge sind unbegründet. Eine höhere Abfindung als angeboten ist nicht festzusetzen, weil das Abfindungsangebot angemessen ist.

I.

Die Anträge sind zulässig.

Auf das Verfahren ist nicht das SpruchG, sondern das bis 31.08.2003 geltende Verfahrensrecht nach §§ 327 f Abs. 2 Satz 2, 306 AktG i.V.m. mit den dort (§ 306 Abs. 2 AktG) erwähnten Regelungen aus § 99 AktG und ergänzend den Vorschriften des FGG anzuwenden. Das SpruchG ist nach § 17 Abs. 2 SpruchG nur auf Verfahren anwendbar, in denen ein Antrag ab dem 01.09.2003 eingegangen ist. Soweit wie hier später verbundene Anträge teils vor, teils nach dem 01.09.2003 eingegangen sind, gilt einheitlich das alte Recht (Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl. 2010, § 17 SpruchG Rn. 4 m.w.N. in Fn. 7).

1.

Die Anträge aller Antragsteller sind fristgerecht eingegangen.

Die Antragsfrist von 2 Monaten nach § 327 f Abs. 2 Satz 2 AktG i.V.m. § 10 Abs. 2 HGB (je a.F.) begann mit der letzten Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Bundesanzeiger vom 21.08.2003 zu laufen und sie endete deshalb erst am 21.10.2003. Alle Anträge sind vorher eingegangen, auch soweit sie erst aufgrund der Bekanntmachung nach §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 3 Satz 1 AktG a.F. als Folgeanträge gestellt worden sind. Auf die bereits am 06.10.2003 endende Frist für Folgeanträge nach §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 3 Satz 2 AktG a.F., die am 05.08.2003 mit der Veröffentlichung des ersten Antrags im Bundesanzeiger begann, kommt es deshalb nicht an.

Soweit die Antragsgegnerin zu Beginn des Verfahrens die Unzulässigkeit einiger Anträge mit der Begründung gerügt hat, sie seien vor der Veröffentlichung über die Eintragung des Ausschlusses im Handelsregister und damit vor Fristbeginn gestellt worden (vgl. etwa Schriftsatz vom 21.08.2003, Bl. 115 f), ist dies zum einen unzutreffend, weil die Minderheitsaktionäre mit der Eintragung der Maßnahme ihre Aktien verloren haben und deshalb die Abfindung im Spruchverfahren überprüfen lassen können, was selbstverständlich anschließend bis zum Ablauf der Frist unabhängig von ihrem Beginn beantragt werden kann (Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 4 SpruchG Rn. 6 m.w.N. in Fußnote 29; zur Rechtslage vor Inkrafttreten des SpruchG auch OLG Frankfurt, NZG 2005, 1016). Die Anträge sind ab dem 15.07.2003 eingegangen (Bl. 1). Zum anderen ist der Einwand unerheblich, denn die anhängigen Anträge wären jedenfalls mit der Bekanntmachung zulässig geworden (vgl. Drescher a.a.O. m.w.N. in Fußnote 30, auch zur Rechtslage vor Inkrafttreten des SpruchG).

2.

Es berührt die Zulässigkeit von Anträgen nicht, dass etliche Antragsteller ihre Anträge nicht näher begründet, sondern sich mit pauschalen Äußerungen beispielsweise dahin gehend begnügt haben, die Abfindung sei zu niedrig oder unangemessen, bei der zugrunde liegenden Unternehmensbewertung seien die Chancen zu gering und die Risiken zu hoch bewertet worden. In Spruchverfahren, die vor Inkrafttreten des SpruchG

anhängig geworden sind, war ein Antragsteller nicht verpflichtet, seine Ansicht, die angebotene Kompensation sei angemessen, näher zu begründen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 24.06.2010, 20 W 2/09, Juris Rn. 32 ff m.w.N. - dieser und die weiteren nachfolgend nach Juris zitierten Beschlüsse des OLG Stuttgart sind auch über dessen Homepage www.olg-stuttgart.de, Stichwort „Entscheidungen“ abrufbar).

3.

Soweit in Antragsschriften die Sappi Ehingen AG als Antragsgegnerin bezeichnet war, sind die Anträge entgegen der in der Antragserwiderung vom 25.03.2004 auf S. 9 (Bl. 384) vertretenen Auffassung nicht als unzulässig zurückzuweisen. Wen ein Antragsteller im Spruchverfahren als Antragsgegner benennt, ist für die Frage der Stellung als verfahrensbeteiligter Antragsgegner im Ausgangspunkt ohne Bedeutung (vgl. Drescher a.a.O. § 5 SpruchG Rn. 1, § 4 Rn. 18; abweichend für die Rechtslage nach dem SpruchG LG München I ZIP 2010, 1995). Das gilt insbesondere auch nach den vor Inkrafttreten des SpruchG geltenden Verfahrensregeln. § 306 AktG a.F., der nach § 327 f Abs. 2 Satz 2 AktG a.F. sinngemäß auch beim Verfahren über die Barabfindung beim Squeeze-Out anzuwenden war, enthielt anders als die Parallelvorschrift § 307 Abs. 2 UmwG keine ausdrückliche Regelung des Antragsgegners (Bilda in MünchKomm-AktG, 2. Aufl., § 306 Rn. 52). Gerade deshalb war für Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären vor Einführung der Regelung in § 5 Nr. 3 SpruchG streitig, ob die Gesellschaft, der Hauptaktionär oder beide als Antragsgegner anzusehen seien (vgl. etwa Wasmann in KölnKomm-SpruchG, § 5 Rn. 5 m.w.N. zum Meinungsstand); dieser Unsicherheit dürfte es auch geschuldet sein, dass die Antragsteller vorsorglich beide in Frage kommenden Unternehmen als mögliche Antragsgegner benannt haben. Richtigerweise war auch nach altem Verfahrensrecht alleine der Hauptaktionär als Antragsgegner am Verfahren zu beteiligen, weil er die Abfindung schuldet, deren Höhe im Spruchverfahren überprüft und gegebenenfalls neu festgesetzt werden soll (vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.03.2010, 5 W 32/09, Juris Tz. 21 m.w.N., in NZG 2010, 664 nicht abgedruckt; OLG Stuttgart, Beschluss vom 24.06.2010, 20 W 2/09, Juris Tz. 69). Die Verfahrensstellung als formell Beteiligter ergab sich in diesen Fällen nach den allgemeinen Verfahrensgrundsätzen der freiwilligen Gerichtsbarkeit aus der materiellen Beteiligung am Verfahrensgegenstand (vgl. dazu etwa Schmidt in Keidel/Kuntze/Winkler, Freiwillige Gerichtsbarkeit, 15. Aufl., § 12 FGG Rn. 141). Vor diesem Hintergrund wurde im Verfahren von Anfang an ausschließlich (jetzt: GmbH) im Passivrubrum als

Antragsgegnerin geführt, was die Vorsitzende bereits bei Eingang des ersten Antrags des Antragstellers zu 1 dort handschriftlich vermerkt hat (vgl. Bl. I 1 d.A.). Dementsprechend wurde die Sappi Ehingen AG nicht am Verfahren beteiligt (vgl. auch Ziff. III der Verfügung der Vorsitzenden vom 26.03.2004, Bl. III 458). Diese Verfahrensweise ist auch mit den diversen Verfügungen zur Zustellung der Anträge, den Verbindungsbeschlüssen oder auch den Beschlüssen über die Bestellung des gemeinsamen Vertreters vom 29.10.2003 (Bl. III 318 ff) und über die Anordnung der Begutachtung vom 06.07.2004 (Bl. III 533 ff) jeweils im Rubrum eindeutig dokumentiert. Auch die Zustellungen der Anträge an die Antragsgegnervertreter sind ersichtlich nur für die im Rubrum als Antragsgegnerin geführte _____ veranlasst und durchgeführt worden; das belegen die Empfangsbekanntnisse zu den einzelnen Zustellungen, die im Passivrubrum ausschließlich die _____ nennen ohne einen Zusatz „u.a.“, wie er sonst bei den vom Gericht erstellten Dokumenten üblich ist und aufgrund der Eingabe des Kurzrubrums in der EDV des Gerichts gegebenenfalls auch stets mit ausgedruckt wird. Die fälschliche Benennung der Sappi Ehingen AG als Antragsgegnerin in mehreren Antragsschriften hat unter diesen Umständen nicht zu ihrer formellen Beteiligung geführt, denn sie ist durch das Gericht nicht vom Verfahren informiert und deshalb nicht zu Unrecht in das Verfahren als formell Beteiligte hineingezogen worden (vgl. zu dieser Fallgestaltung Drescher a.a.O. § 4 Rn. 18). Das ist nicht deshalb anders zu beurteilen, weil auch die Antragsgegnervertreter in der Antragserwiderung und weiteren Schriftsätzen die Sappi Ehingen AG als zusätzliche Antragsgegnerin geführt haben (anders zu Recht ihre neueren Schriftsätze seit Mitte 2009). Es besteht somit kein Raum, gegen sie gerichtete Anträge als unzulässig zu verwerfen und insoweit den Antragstellern Kosten aufzuerlegen, was ohnehin angesichts der 2003 bestehenden Rechtsunsicherheit nicht billigem Ermessen entsprochen hätte (§ 13 a FGG). Dass eine solche unberechtigte Beteiligung gegebenenfalls nicht zur Unzulässigkeit des Antrags, sondern mangels Passivlegitimation zur Unbegründetheit geführt hätte (OLG Frankfurt a.a.O.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 24.06.2010, 20 W 2/09, Juris Tz. 70), ist nicht entscheidungserheblich.

4.

Die Antragsberechtigung der Antragsteller ist nicht weiter bestritten und, wie vom Landgericht in den einzelnen Verbindungsbeschlüssen bereits festgestellt oder aufgrund nachgereichter Dokumente geprüft, auch nachgewiesen.

II.

Unbegründet ist der Antrag der Antragstellerin zu 18 in ihrem Schriftsatz vom 29.08.2003 (S. 5, Bl. 168), der Antragsgegnerin einen Nachweis darüber abzuverlangen, dass sie über 95 % der Aktien der Sappi Ehingen AG gehalten habe. Gegenstand des Spruchverfahrens ist alleine die Angemessenheit der Abfindung, die von der Antragsgegnerin wegen der mit Eintragung im Handelsregister nach § 327 e Abs. 3 Satz 1 AktG wirksam gewordenen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin zu leisten ist. Ob die Voraussetzungen für diese Übertragung nach § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG gegeben waren, ist dafür ohne Bedeutung, war entgegen der Auffassung dieser Antragstellerin weder vom Bewertungsgutachter noch vom sachverständigen Prüfer zu untersuchen und ist auch im Spruchverfahren nicht mehr zu prüfen. Die Voraussetzungen hatten bei der Beschlussfassung der Hauptversammlung vorzuliegen. Ihr Fehlen hätte allenfalls im Wege einer Anfechtungsklage gegen den Hauptversammlungsbeschluss beanstandet werden können.

III.

Dem Antrag der Antragsteller 52-57 im Schriftsatz vom 02.10.2003, nach Art. 100 Abs. 1 GG das Verfahren auszusetzen und die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur Frage der Verfassungswidrigkeit der Regelungen der §§ 327 a ff AktG einzuholen (Bl. 263), war nicht stattzugeben. Diese Regelungen sind verfassungsgemäß, wie auch das Bundesverfassungsgericht mittlerweile entschieden hat (BVerfG NJW 2007, 3268).

IV.

Die Anträge sind nicht begründet. Die angebotene Abfindung von 5,61 € ist nicht unangemessen.

Sie wäre nur dann unangemessen, wenn sie den ausgeschlossenen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bieten, also nicht den Ver-

kehrswert der Aktie ersetzen würde (BVerfGE 14, 263; 100, 289). Der Verkehrswert ist vom Gericht im Wege einer Schätzung (§ 287 Abs. 2 ZPO) zu ermitteln (BGHZ 147, 208; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 67). Die dazu in Betracht kommenden Bewertungsmethoden wie die fundamentalanalytische Ertragswertmethode oder die Orientierung an Börsenkursen können Grundlage einer Schätzung sein, die dabei erzielten Rechenergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert wieder. Sie können nur Anhaltspunkt für die Schätzung sein, da die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Annahmen oder Schätzungen und auch mit methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die ihrerseits nicht einem absoluten Richtigkeitsurteil zugänglich sind, sondern nur die Wertung erlauben, dass gefundene Werte bei einer Gesamtbetrachtung der nach verschiedenen Methoden ermittelten Werte innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegen (OLG Stuttgart a.a.O.; außerdem Beschluss vom 08.07.2011, 20 W 14/08, Juris Rn. 118 f und 333 ff; vgl. auch Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Rn. 168 ff).

Keiner der denkbaren Ansatzpunkte für die Wertermittlung ergibt den Befund, dass der Betrag von 5,61 € den Verkehrswert nicht ersetzt hätte.

1. Börsenwert

Die angebotene Abfindung ist bei Betrachtung von Marktpreisen nicht unangemessen. Der Börsenkurs der Aktien darf nicht unberücksichtigt bleiben, wenn er aufgrund eines ausreichend liquiden Handels den Verkehrswert der Aktien selbst wiedergibt, denn er bildet dann den Grenzpreis ab, zu dem ein Aktionär freiwillig desinvestieren könnte (BVerfGE 100, 289 - DAT-Altana). Abzustellen ist dabei auf einen nach Handelsumsätzen gewichteten Durchschnittskurs einer dreimonatigen Referenzperiode vor der öffentlichen Bekanntmachung des Verlangens der Hauptaktionärin, die Minderheitsaktionäre auszuschließen (BGH NZG 2010, 939 - Stollwerck). Dieser Wert beträgt nach den Feststellungen des Sachverständigen, die dieser auf der Grundlage der Schlusskurse an den Börsen Stuttgart und Frankfurt getroffen hat, bei 5,00 € (GA S. 165), also unter dem Abfindungsangebot von 5,61 € pro Aktie. Ob der Wert auf der Grundlage eines ausreichenden Handels ermittelt wurde (siehe dazu GA S. 167 oben) und inwieweit dies Voraussetzung für seine Heranziehung als Mindestwert wäre, kann in diesem Zusammenhang dahingestellt bleiben.

Eine Anpassung des so ermittelten Börsenwerts an eine günstige Entwicklung von Markt- oder Branchenindizes, wie sie der Bundesgerichtshof ausnahmsweise für Fälle erwogen hat (a.a.O. Rn. 29), in denen ein längerer Zeitraum zwischen der Ankündigung und dem Tag der Hauptversammlung verstrichen ist (im entschiedenen Fall 7 ½ Monate), ist nicht veranlasst. Dahinter steht die Überlegung, dass Minderheitsaktionäre durch das Abstellen auf einen Zeitraum vor der Bekanntgabe benachteiligt sein können, wenn damit ein Börsenwert fixiert, die angekündigte Strukturmaßnahme anschließend aber nicht zügig in der gebotenen und möglichen Zeit vorangetrieben, sondern zögerlich und unter Umständen sogar missbräuchlich umgesetzt wird (vgl. BGH a.a.O.). Diese Annahme ist regelmäßig jedenfalls dann nicht gerechtfertigt, wenn weniger als 6 Monate verstrichen sind (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 91; OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.03.2012, 21 W 11/11, Juris Rn. 18). Hier sind von der Ankündigung durch die Ad-hoc-Mitteilung vom 21.03.2003 bis zur Hauptversammlung am 09.05.2003 sogar nur 7 Wochen vergangen. Eine so kurze Zeitspanne rechtfertigt eine Anpassung von vornherein nicht (vgl. auch BGH AG 2011, 590). Von einer zögerlichen Behandlung in diesem Zeitraum kann außerdem schon deshalb keine Rede sein, weil am 21.03.2003 bereits das geprüfte Abfindungsangebot vorlag und samt dem Datum der für die Beschlussfassung vorgesehenen Hauptversammlung bekannt gemacht wurde.

2. Ausgleichsverpflichtung aus dem Unternehmensvertrag

Eine Berücksichtigung der kapitalisierten Garantiedividende, die den Minderheitsaktionären vor ihrer Ausschließung aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 23.03.1990 in der gerichtlich festgesetzten Höhe zustand, führt weder dazu, dass die Betrachtung des aus fundamentalanalytischer Betrachtung (Ertragswertmethode) abgeleiteten Unternehmenswerts zu vernachlässigen ist, noch rechtfertigt sie über eine abweichende Berechnung des kapitalisierten Betrags oder gar eine Korrektur der früheren Festsetzungen zur Kompensation (Ausgleich oder Abfindung) anlässlich des Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrags von 1990 eine höhere Abfindung.

a)

Es erscheint zweifelhaft, kann aber letztlich offen bleiben, ob ein kapitalisierter Jahresbetrag des festen Ausgleichs als Mindestwert oder gar, wie die Antragsgegnerin meint als allein maßgeblicher Wert anzusetzen wäre (so Vorlagebeschluss OLG Frankfurt vom

30.03.2010, 5 W 32/09, Juris Rn.52 ff ; a.A. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29.07.2009, I-26 W 1/08 (AktE), Juris Rn. 49 ff; offen gelassen von BGH AG 2011, 590).

aa) Der Ausgleichsanspruch der Minderheitsaktionäre ist allerdings ein vermögensrechtlicher Aspekt des durch ihre Ausschließung verloren gehenden Anteilsrechts, der wie auch dessen Börsenwert bei der Festsetzung der angemessenen Barabfindung nicht unberücksichtigt bleiben kann (ausführlich, auch zu den in Literatur und Rechtsprechung angeführten Gegenargumenten OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 244 ff). Entscheidend kommt es nach § 327 b Abs. 1 AktG aber auf die Verhältnisse der Gesellschaft - und nicht nur einzelner Aktien - an, weshalb Ausgangspunkt der Wertermittlung der aus Fundamentalwerten abgeleitete Wert des gesamten Unternehmens bleibt (OLG Stuttgart a.a.O. Rn. 246). Insofern dürfte auch bei Berücksichtigung eines aus der Garantiedividende abgeleiteten Werts des einzelnen Anteils nicht anders wie bei Berücksichtigung seines aus Börsenkursen abgeleiteten Werts gelten, dass die Abfindung nach § 327 b Abs. 1 AktG nie geringer sein kann als der anteilige Unternehmenswert (so ausdrücklich BGH NZG 2010, 939, 942, Tz. 27 - Stollwerck; vgl. auch BGH NZG 2011, 780, Tz 24). Selbst wenn dies differenzierter zu sehen wäre, käme es auf eine Prognose darüber an, inwieweit der Fortbestand des Unternehmensvertrags als gesichert anzusehen wäre (vgl. hierzu OLG Stuttgart a.a.O. Rn. 250; OLG Frankfurt a.a.O. Rn. 69 ff). Dabei könnte nicht unberücksichtigt bleiben, dass selbst wenn eine Kündigung nicht konkret absehbar ist, eine Kündigungsmöglichkeit und deshalb wie auch immer zu bemessende Beendigungswahrscheinlichkeit besteht, so dass eine Fiktion einer unendlichen Laufzeit problematisch erscheint (vgl. OLG Stuttgart a.a.O.; unklar OLG Frankfurt a.a.O., wonach zwar eine Prognose, die Wahrscheinlichkeit einer Vertragsbeendigung sei gleich Null, Voraussetzung für die ausschließliche Heranziehung des Ausgleichswerts sein soll [vgl. Rn. 69], nachdem aber eine Prognose mit diesem absoluten Ergebnis angesichts einer rechtlich bestehenden Kündigungsmöglichkeit schlechterdings nicht gestellt werden kann, stattdessen auf eine Fiktion unendlicher Laufzeit abgestellt wird [insb. Rn. 82 ff]). Letztlich können diese Fragen auch hier offen bleiben (vgl. zu alledem erneut OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.09.2011, 20 W 7/08, Juris Rn. 80 ff).

bb) Jedenfalls ergibt sich rechnerisch bei der Kapitalisierung des Ausgleichs kein das Abfindungsangebot übersteigender Betrag.

Nach obergerichtlicher Rechtsprechung ist es sachgerecht, als Kapitalisierungszins den Mittelwert zwischen risikolosem Basiszins und risikobehaftetem Kapitalisierungszins anzusetzen (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Rn. 254 f). Der Sachverständige hat im Gutachten berechnet, dass sich bei den Werten, die im Bewertungsgutachten für diese Zinssätze angesetzt worden sind, ein Abfindungsbetrag von 3,10 € errechnet (GA S. 175, Tabelle erste Spalte). Ob dabei hinsichtlich der einzelnen Parameter und insbesondere hinsichtlich des Risikozuschlags Änderungen angebracht wären (siehe dazu unten 3. c) bb)), kann in diesem Zusammenhang dahingestellt bleiben. Denn selbst wenn man nur den risikolosen Basiszins von 5 %, wie er sich nach der Zinsstrukturkurve ergibt (siehe unten 3. c) aa)), ansetzen würde, würde sich der kapitalisierte Ausgleich auf 4,49 € belaufen (Tabelle a.a.O. zweite Spalte). Würde dabei statt des typisierten Einkommensteuersatzes von 35 % (unten 3. a)) ein Spitzensteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag von 44 % angesetzt, wie er zum Bewertungsstichtag absehbar war (GA S. 175 unten unter 2.), dann würde sich der Wert auf 4,93 € ändern:

Jährlicher Ausgleich		0,18 €
pers. ESt im HEV	22,0%	0,04 €
Ausgleich nach Steuer		0,14 €
Zinssatz vor Steuer		5,00%
typ. Steuer	44,0%	2,20%
Zinssatz nach Steuer		2,80%
Kap.faktor		35,714
Barwert		4,93 €

Dieselbe Berechnung mit dem antragstellerseits angeführten Zinssatz für 30-jährige Bundesanleihen von 4,49 %, der mangels Laufzeitäquivalenz allerdings nicht sachgerecht erscheint (vgl. GA S. 175 unter 1.), ergibt einen Barwert von 5,49 €.

Jährlicher Ausgleich		0,18 €
pers. ESt im HEV	22,0%	0,04 €
Ausgleich nach Steuer		0,14 €
Zinssatz vor Steuer		4,49%
typ. Steuer	44,0%	1,98%
Zinssatz nach Steuer		2,51%
Kap.faktor		39,771
Barwert		5,49 €

Sämtliche Werte liegen unter der angebotenen Abfindung von 5,61 €.

b)

Nicht begründet ist das Ansinnen einiger Antragsteller, bei der Festsetzung der Barabfindung sei zugunsten der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigen, dass sie in den Jahren vor dem Ausschluss zu niedrige Ausgleichszahlungen erhalten hätten. Dem steht schon die Rechtskraft des Beschlusses des OLG Stuttgart vom 04.02.2000 entgegen, mit dem die Höhe der Ausgleichszahlungen endgültig festgesetzt worden war (zur Rechtskraftwirkung Bilda in MünchKomm-AktG, 2. Aufl., § 306 Rn. 125). Eine Korrektur dieser rechtskräftigen Festsetzung ist im Verfahren über den späteren Squeeze-Out schon deshalb nicht mehr möglich.

Der Ausgleich für die Gewinnabführung an den Hauptaktionär und eine etwaige Benachteiligung dabei ist außerdem vom Verfahrensgegenstand nicht erfasst. Die ausgeschlossenen Aktionäre haben nach § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG eine angemessene Abfindung dafür zu bekommen, dass sie ihre Anteile infolge deren Übertragung auf die Antragsgegnerin verlieren. Mit der Abfindung ist ihnen also der Wert der Aktien zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses (§ 327 b AktG) zu erstatten. Ob sie in der Zeit davor infolge der Konzernierung Nachteile hinnehmen mussten und ob diese hinreichend ausgeglichen wurden, spielt für diesen Wert insbesondere dann keine Rolle, wenn er nach Ertragswertgesichtspunkten ermittelt wird. Insoweit hat der Sachverständige zutreffend ausgeführt, dass es für den Wert des gesamten Unternehmens zum Stichtag nicht darauf ankommt, wie die Gewinne in der Zeit davor unter den Aktionären verteilt worden sind (Gutachten S. 5). Gerade dies spricht allerdings auch dafür, den aus Fundamentalwerten abgeleiteten Unternehmenswert bei der Festsetzung der Barabfindung nicht unberücksichtigt zu lassen (oben a) aa)).

Erst recht nicht in Betracht kommt eine nachträgliche Anpassung des damaligen Abfindungsangebots, etwa, wie von einigen Antragstellern geäußert, durch eine Erhöhung in der Relation, in der im früheren Verfahren der Ausgleich vom OLG Stuttgart erhöht wurde, und durch anschließende Aufzinsung (so etwa die Antragsteller zu 43-47 und 50, 51 im Schriftsatz vom 29.04.2004, Bl. III 498 und die Antragsteller zu 52-57 im Schriftsatz vom 10.06.2004, Bl. III 527). Gegen welche Abfindung damals Aktionäre ausscheiden konnten, spielt keine Rolle für die Höhe der Abfindung, die nunmehr anlässlich des Squeeze-Out den Aktionären zu gewähren ist, die das damalige Abfindungsangebot nicht angenommen oder die ihre Anteile seither erworben haben.

c)

Schließlich spielt die Ausgleichsverpflichtung aus dem früheren Unternehmensvertrag auch nicht unter dem Gesichtspunkt eine Rolle, dass infolge des Squeeze-Out kein anteiliger Ausgleichsanspruch für das laufende Geschäftsjahr mehr angefallen ist. Der Ausgleichsanspruch wurde nach § 4 Abs. 1 Satz 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 23.03.1990 (Anl. AG 08 nach Bl. III 469) jeweils am Tag nach einer ordentlichen Hauptversammlung für das vorangegangene Geschäftsjahr fällig. Da die ordentliche Hauptversammlung, die auch die Aktienübertragung beschloss, im Jahr 2003 am 09.05.2003 stattfand, wurde also am 10.05.2003 der für das bis 30.09.2002 dauernde Geschäftsjahr geschuldete Ausgleich fällig. Für das am 01.10.2002 begonnene Geschäftsjahr ist dagegen kein Ausgleichsanspruch mehr entstanden, auch nicht zeitanteilig bis zur Eintragung des Squeeze-Out am 01.07.2003, denn durch die Eintragung haben die bisherigen Minderheitsaktionäre ihre Aktien verloren, bevor für das Geschäftsjahr 2002/2003 ein Ausgleichsanspruch entstehen konnte (vgl. BGH NZG 2011, 780). In dieser Konstellation erfolgt der Ausgleich des Verlusts des (anteiligen) Ausgleichsanspruchs über die Barabfindung, die infolge des Squeeze-Out geschuldet ist (vgl. dazu BGH a.a.O. Rn. 24, Bödeker/Fink NZG 2010, 296). Die zu erwartenden Erträge aus dem Unternehmensvertrag sind in einem Börsenwert eingepreist oder sie fließen in eine Abfindungsermittlung nach dem kapitalisierten Ausgleich ein (BGH a.a.O.; vgl. dazu auch Bödeker/Fink, NZG 2011, 816, 818). Auch der Ertragswert, wenn er ohne Rücksicht auf den Unternehmensvertrag und also auch die Ausgleichsverpflichtungen ermittelt wird, erfasst bereits die Ertragserwartungen für das am 01.10.2002 beginnende Geschäftsjahr, dem ersten Planjahr 2002/2003 des Detailplanungszeitraums (siehe unten).

Selbst wenn man die Ansicht vertreten wollte, dass diese Abfindungswerte nur den Verlust des „Stammrechts“ ausgleichen und darüber hinaus für den Zeitraum bis zur Eintragung des Übertragungsbeschlusses für den Entfall des „Fruchtziehungsrechts“ ein zusätzlicher Ausgleich geboten sei (so wohl OLG Köln, AG 2010, 802, Rn. 25) würde sich daraus keine Erhöhung des Abfindungsangebots ergeben. Der anteilige Ausgleich vom Beginn des Geschäftsjahrs 2002/2003 am 01.10.2002 bis Eintragung des Übertragungsbeschlusses am 01.07.2003 beläuft sich auf ca. 13 Cent. Mit dieser Abweichung von rund 2 % ist, insbesondere mit Blick auf die Gesamtwürdigung des Abfindungsangebots (unten 5.), dessen Unangemessenheit nicht belegt.

3. Ertragswert

Auch unter Ertragswertgesichtspunkten ergibt sich kein höherer Abfindungsbetrag.

a)

Die fundamentalanalytische Bewertung im Ertragswertverfahren zu dem nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Tag der Hauptversammlung am 09.05.2003 (Bewertungsstichtag) begegnet keinen methodischen Bedenken. Die Ertragswertmethode ist als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung auch in Squeeze-Out-Fällen anerkannt und verfassungsrechtlich unbedenklich (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.0211, 20 W 14/08, Juris Rn. 121). Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge des Unternehmens zu schätzen (nachfolgend b), c)) und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen (d)). Dem sich dabei ergebenden Barwert sind Sonderwerte aus der fiktiven Veräußerung nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (e)). Bei der Überprüfung einer solchen Ertragswertermittlung im Unternehmenswertgutachten ist zu berücksichtigen, dass im Rahmen der Tatsachenfeststellung in Spruchverfahren § 287 Abs. 2 ZPO anwendbar ist, weil eine Bewertung in diesem Bereich naturgemäß nur eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung und keine punktgenaue Messung sein kann (vgl. §§ 738 Abs. 2 BGB, § 260 Abs. 2 Satz 3 AktG), die zu Werten kommt, die innerhalb einer begrenzten Bandbreite als vertretbar angesehen werden müssen. Das folgt vor allem aus dem heute allgemein anerkannten Grundsatz, dass eine Unternehmensbewertung notwendigerweise auf Prognosen über künftige Entwicklungen gestützt werden muss, von denen es nicht nur eine Richtige gibt und die im seltensten Fall auch so wie vorhergesagt eintreffen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 96 f; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 108, je m.w.N.).

Dabei ist es auch vertretbar, sich grundsätzlich an einer anerkannten Bewertungsmethode, wie sie mit Einzelaspekten im Standard IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer empfohlen wird, zu orientieren. Da es sich dabei nicht um eine Rechtsnorm, sondern um eine Expertenauffassung handelt, ist das Gericht im Spruchverfahren nicht gehindert, zugunsten oder zulasten der Beteiligten neuere Fassungen dieser Empfehlungen heranzuziehen, die zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags noch nicht bekannt oder veröffentlicht waren (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn.

172 ff, 203 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, Juris Rn. 259 ff; siehe auch zum TAX-CAPM noch unten 3. c) bb)).

Danach war - wie im Bewertungsgutachten geschehen und auch vom Gerichtssachverständigen zugrunde gelegt - außerdem eine Nachsteuerbewertung vorzunehmen, die die steuerlichen Auswirkungen auf den Unternehmenswert abbildet. Sie erweist sich tendenziell für die außenstehenden Aktionäre als vorteilhaft (vgl. GA S. 151). Dabei werden die Auswirkungen persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner einerseits auf der Ebene der künftigen Zuflüsse und andererseits beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Für den im Jahr 2003 liegenden Stichtag der Bewertung ist dabei von dem seit 2001 geltenden Halbeinkünfteverfahren auszugehen. Dabei ist notwendigerweise ein typisierter Steuersatz anzusetzen, der mit dem angenommenen Wert von 35 % nicht zu beanstanden ist. Für die Besteuerung der Ausschüttungen mit einem halben Steuersatz bedeutet dies einen Wert von 17,5 % (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 210 ff).

b) Planung des Betriebsergebnisses

Unter dem Gesichtspunkt der Planansätze und der vom Sachverständigen dargestellten oder auch vorgenommenen Veränderungen einzelner Positionen erweist sich die Abfindung nicht als unangemessen.

Im Ausgangspunkt gilt für die Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung in Spruchverfahren, dass die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nur eingeschränkt überprüfbar sind. Diese Beschränkung der gerichtlichen Prüfungsdichte folgt aus der Natur der Prognose. Planungen und Prognosen 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 (st. Rechtsprechung OLG Stuttgart, siehe Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 117 m.w.N.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 180; ebenso z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss

vom 13.03.2008, 26 W 9/07 AktE, Juris Rn. 26; OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.12.2010, 5 W 51/09, Juris Rn. 28; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16.07.2008, 12 W 16/02, Juris Rn. 32; OLG München, Beschluss vom 14.07.2009, 31 Wx 121/06, Juris Rn. 12). Sind die bei der Planung getroffenen Annahmen dagegen nicht widerspruchsfrei oder nicht realistisch, so sind sie durch vertretbare Annahmen zu ersetzen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 131 ff).

Nach diesen Gesichtspunkten sind die in dem Bewertungsgutachten zugrunde gelegten planerischen Annahmen jedenfalls in der Gesamtschau nicht zulasten der Minderheitsaktionäre unrealistisch, wie die umfangreiche Begutachtung durch den Gerichtssachverständigen und die mündliche Verhandlung mit seiner Anhörung ergeben haben.

Zu Unrecht verlangen einige Antragsteller oder der gemeinsame Vertreter in seinem bereits rechtskräftig zurückgewiesenen Befangenheitsgesuch sinngemäß, die Anpassungen im Gerichtsgutachten gegenüber einzelnen Annahmen in der Ausgangsplanung oder im Bewertungsgutachten insbesondere dann schon von vornherein unberücksichtigt zu lassen, wenn sie nicht Gegenstand konkreter Beanstandungen in den Antragsbegründungen waren und sich zulasten der Antragsteller auswirken. Nach dem bis 31.08.2003 geltenden und hier anzuwendenden Verfahrensrecht sind konkrete Bewertungsrügen nicht verlangt (s.o.) und dementsprechend ist die gerichtliche Überprüfung auch nicht zwingend auf diese beschränkt, sondern es gilt im Wesentlichen der Amtsermittlungsgrundsatz (§§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 2, 99 Abs. 1 AktG i.V.m. § 12 FGg). Vor diesem Hintergrund ist dem Sachverständigen im Beweisbeschluss aufgegeben worden, bei der Begutachtung nicht nur das Vorbringen der Verfahrensbeteiligten, sondern auch „eventuelle ihm weiter auffallende Gesichtspunkte“ zu berücksichtigen, die für die Frage nach der Angemessenheit der Barabfindung relevant sind. Auftragsgemäß ist der Sachverständige deshalb bei der Begutachtung sowohl den von den Antragstellern vorgebrachten „Antragsgründen“ als auch sonstigen „Auffälligkeiten“ nachgegangen und er hat dies im Gutachten auch im Detail dargestellt (vgl. schon Beschluss vom 29.10.2010, S. 12 f; Bl. V 888 f). Die hierbei gewonnenen und im Gutachten wiedergegebenen Erkenntnisse sind Verfahrensstoff und können bei der vom Gericht zu beantwortenden Frage nach der Angemessenheit des Abfindungsangebots nicht übergangen werden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011, 20 W 14/08, Juris Rn. 167 zu einer vergleichbaren Fallgestaltung).

Dies gilt um so mehr, als es nicht etwa darum geht, das Ergebnis zulasten der Minderheitsaktionäre etwa zu senken, sondern lediglich die Tatsachengrundlage für die Über-

prüfung zu schaffen, ob sich das Abfindungsangebot auf der Grundlage des im Bewertungsgutachten dargestellten Unternehmenswerts in der Gesamtschau als unangemessen erweist.

Eine Betrachtung der Planung zunächst zum Betriebsergebnis wie auch der einzelnen Ansätze zu den betrieblichen Erträgen oder Aufwendungen zeigt in der Gesamtschau keine den Minderheitsaktionären nachteilige, unangemessene Bewertung.

aa) Die Planung des Betriebsergebnisses, wie sie im Bewertungsgutachten für den Detailplanungszeitraum und für die ewige Rente angesetzt ist (ÜB S. 32, Tz. 51), weist zunächst im Vergleich zu den Vorjahren keine auffälligen Nachteile zulasten der Antragsteller auf. Richtigerweise kann sie nur mit der Entwicklung seit dem Geschäftsjahr 1995/1996 verglichen werden, in dem die Großinvestition in die Papiermaschine getätigt und Anlaufschwierigkeiten überwunden waren - das durchschnittliche Betriebsergebnis aus diesem siebenjährigen Zeitraum wird im Detailplanungszeitraum durchschnittlich um ca. 2,6 Mrd € überschritten und liegt in der ewigen Rente in etwa gleich (GA S. 86 f).

Die Überlegung des Antragstellers zu 39, ein Hauptaktionär sei an einem Squeeze-Out der Minderheitsaktionäre nicht interessiert, wenn er für die Zukunft nicht wenigstens den Durchschnitt der Ergebnisse der letzten Jahre erwarte, steht so nicht in Widerspruch zum tatsächlichen Befund. Dabei ist diese Argumentation nicht einmal zwingend, denn es kann schon beispielsweise ein ausreichendes Motiv sein, dass künftig Verwaltungsaufwand wie für die Aufrechterhaltung der Börsennotierung oder die Durchführung von Hauptversammlungen entfällt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 177).

bb) Umsatzerlöse

Die Planung der Umsatzerlöse, wie sie im Bewertungsgutachten (ÜB S. 32, Tz. 51 und 52) dargestellt und der Bewertung zugrunde gelegt ist, begegnet im Ergebnis keinen durchgreifenden Bedenken, auch nicht unter Berücksichtigung der vom Gerichtsgutachter aufgedeckten Korrekturen der ursprünglichen Planungsannahmen der Unternehmensleitung im Rahmen des Bewertungsvorgangs.

Der Sachverständige hat diese korrigierten Annahmen zur Umsatzplanung bei seiner Begutachtung einer sorgfältigen Untersuchung unterzogen; dazu wird auf das Gutachten

S. 16 bis 27 Bezug genommen. Dabei wurde nach den beiden wesentlichen Produkten von Sappi Ehingen, den einfach gestrichenen Papieren und dem Zellstoff, sowie nach Nebenerzeugnissen unterschieden.

(1) Bezüglich des wichtigsten Produkts, den einfach gestrichenen Papieren, hat die Begutachtung ergeben, dass im Bewertungsgutachten die Annahmen aus der ursprünglichen Unternehmensplanung übernommen wurden, soweit es um die geplanten Absatzmengen geht. Anhaltspunkte dafür, dass bei dieser Planung Umsätze auf andere Konzerngesellschaften „verschoben“ wurden, wie die Antragsteller zu 58 bis 60 in Ihrer Stellungnahme zum Gutachten gemutmaßt haben (Bl. V 787), ergeben sich daraus nicht und auch nicht aus der Umsatzentwicklung bei der Antragsgegnerin. Vielmehr entsprechen die geplanten Schwankungen den vorzufindenden Konjunkturzyklen. Der Durchschnittswert der Planung, wie er auch der ewigen Rente zugrunde gelegt wurde, liegt sogar über dem Durchschnitt der Vergangenheitswerte (siehe i.E. GA S. 26 unter b).

Nicht zugrunde gelegt wurden aber die Verkaufspreise, wie sie in der Jahresplanung der Geschäftsleitung der Sappi Ehingen AG noch angesetzt waren; wegen der differierenden Annahmen in der Ausgangsplanung und im Bewertungsgutachten im Detail wird auf die übersichtliche Darstellung im Gerichtsgutachten S. 19 f verwiesen. Wie dort auf S. 25 Mitte ausgeführt ist, ergibt sich daraus ceteris paribus ein Unterschied bei der Abfindung von 3,76 € pro Aktie. Das bedeutet aber nicht, dass die Abfindung deshalb unangemessen ist. Insbesondere sind die prognostizierten Verkaufspreise aus der Ausgangsplanung der Geschäftsleitung nicht deshalb zugrunde zu legen, weil sie unverändert als plausible oder vertretbare Unternehmensplanung der Bewertung zugrunde gelegt werden müssten.

Nach den Ergebnissen des Gerichtsgutachtens beruht die geänderte Prognose zu den Verkaufspreisen zwar auf Anregungen der Bewertungsgutachter von . Sie gründeten sich auf die Überlegung, dass die Sappi Ehingen AG mit ihrer (einzigen) Papiermaschine nur in der Lage war, einfach gestrichene Papiere zu produzieren, für die aufgrund von Überkapazitäten am Markt mit künftigen Preisabschlägen zu rechnen war (zu der Begründung siehe GA S. 20 f und S. 24 f). Dies war gestützt auf seinerzeit aktuelle Marktstudien, wie sie im Bewertungsgutachten genannt sind (ÜB S. 26 Tz 31 - 34; dazu GA S. 24). Der Sachverständige hat in der mündlichen Verhandlung dazu erläutert, dass die Ausgangsplanung von Mitte 2002 stammte und dass sich bereits bei Aufsichtsratsitzungen im September und Dezember 2002 zeigte, dass die geplanten Werte im laufenden Geschäftsjahr, das das erste Planungsjahr für die Bewertung war, nicht zu errei-

chen waren (Protokoll vom 25.03.2011, S. 3 f = Bl. VI 945 f). Dies war dann offenbar Anlass für Überlegungen zur Aktualisierung der Prognosen zu den Absatzpreisen für derartige Papiere. Damit sind nicht nur die mit dem Bewertungsgutachten beauftragten Wirtschaftsprüfer ihrer Aufgabe gerecht geworden, die vorgelegten Planungen auf ihre Plausibilität und auf die hinreichende Berücksichtigung einschlägiger zukunftsgerichteter Informationen zur Marktentwicklung zu überprüfen (vgl. etwa Rz. 75, 76, 80 ff, 86 f nach IDW S 1 Stand 28.06.2000), was insbesondere auch mit Blick darauf geboten war, dass zum Bewertungsstichtag der Hauptversammlung die Unternehmensplanung schon ca. ein Jahr zurück liegen würde und deshalb die weitere Marktentwicklung wenigstens bis zur Erstellung des Bewertungsgutachtens als zutreffende Information für realistische Annahmen (s.o.) zu berücksichtigen war. Wie die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen hat, sind diese Anpassungen auch im Einvernehmen mit der Unternehmensführung der Sappi Ehingen AG erfolgt, die damit ihre Planungen selbst angepasst hat (Schriftsatz vom 06.09.2010, S. 27 f, Bl. V 780 f).

Die Begutachtung durch den Sachverständigen, seine weiteren Erläuterungen und die Erörterung in der mündlichen Verhandlung unter Berücksichtigung der antragstellerseits vorgebrachten Bedenken erlauben nicht die Feststellung, dass diese Plananpassung bei den Verkaufspreisen für einfach gestrichene Papiere unvertretbar war. Zunächst beruheten die Anpassungen auf Erkenntnissen aus diversen damals aktuellen Quellen über die Marktlage (siehe hierzu oben und ÜB S. 26 f, Tz. 31 bis 34). Zum Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens war der Markt einerseits gekennzeichnet durch starke Konzentration, dem Druck zu weiteren Investitionen und Überkapazitäten. Andererseits war er stark konjunkturabhängig mit der Folge erheblicher Schwankungen beim Absatz und den Papierpreisen. Mitte 2002 noch bestehende Hoffnungen auf einen Preisanstieg hatten sich nicht bestätigt, die Preise waren noch weiter zurückgegangen. Während für Papier generell eine Stabilisierung der Preise auf niedrigem Niveau in 2003 und ein Preisanstieg für 2004 prognostiziert wurden, waren die Erwartungen für das von der Papiermaschine der Sappi Ehingen AG seinerzeit allenfalls zu produzierende einfach gestrichene Papier wegen geringerer Nachfrage gegenüber zwei- oder mehrfach gestrichenen Papieren und Überkapazitäten weniger optimistisch: hier wurde eher mit einer Verstärkung des Trends und einer weiteren Differenzierung zwischen den unterschiedlichen Qualitäten gestrichenen Papiers gerechnet (zu alldem ÜB S. 26 bis 28, Tz. 25 - 38). Die veränderte Markteinschätzung spiegelt sich auch in der späteren Vollständigkeitserklärung des Vorstands der Sappi Ehingen AG vom 09.05.2003 wieder, wonach

sogar absehbar war, dass nicht einmal die Ergebnisse aufgrund der angepassten Planung, wie sie dem Bewertungsgutachten zugrunde gelegt waren, erzielt werden konnten (Anl. 2 zum Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 06.09.2010, nach Bl. V 754 ff).

Die Begutachtung durch den Gerichtssachverständigen hat nicht ergeben, dass diese Einschätzung der Absatzpreisentwicklung unvertretbar war. Nach seinen Feststellungen im schriftlichen Gutachten hat sich aus der Auswertung verschiedener Studien ein langfristig zu beobachtender Abwärtstrend ergeben (GA S. 21 ff). Der vom Sachverständigen vorgenommenen Analyse lagen nicht nur Studien aus der Zeit nach dem Bewertungsstichtag vor, wie etwa die auf S. 22 mit Fn. 54 erwähnte McKinsey-Studie, aus der auch die Grafik mit der von verschiedenen Antragstellern als unrichtig beanstandeten Trendlinie S. 23 oben stammt. Abgesehen davon, dass auch Studien aus 2007 oder aus 2010 (vgl. GA S. 22 Fn. 54), die einen Zeitraum ab 1980 betrachten, für eine 2002/2003 erkennbare langfristige Entwicklung aussagekräftig sein können, hat der Sachverständige auch eine Vielzahl von Studien aus dem unmittelbaren Zeitraum vor dem Bewertungsgutachten und dem Bewertungsstichtag ausgewertet (GA S. 21 mit Fn. 47). Letztlich kann auch dahingestellt bleiben, ob sich aus diesen Studien und den Werten, wie sie etwa a.a.O. im Gutachten dargestellt sind, langfristig ein Abwärtstrend oder eher eine Seitwärtsbewegung ergibt, wie verschiedentlich von Antragstellern vorgebracht. Zu bedenken ist jedenfalls, dass die Studien den Papiermarkt insgesamt im Blick haben, während es für die Bewertung der Sappi Ehingen AG entscheidend auf die Prognose für die Preisentwicklung der am Markt nicht so stark angenommenen ungestrichenen und vor allem einfach gestrichenen Papiere ankommt.

Deren Prognose entsprechend den Annahmen im Bewertungsgutachten war auch angesichts der IST-Entwicklung, wie sie sich aus heutiger Sicht darstellt, nicht unangemessen oder unvertretbar. Die spätere tatsächliche Entwicklung darf zwar nicht Grundlage der Abfindungsbemessung sein, weil der Unternehmenswert, aus dem die Abfindung abgeleitet wird, nur nach den Verhältnissen des Unternehmens zu ermitteln ist, wie sie zum Bewertungsstichtag angelegt waren. Sie kann aber zum einen Anlass geben, eine Prognose zu überprüfen. Und eine tatsächliche Entwicklung, die weit hinter den prognostizierten Werten zurückbleibt, ist jedenfalls nicht geeignet zum Beleg, dass die Prognose zulasten der Antragsteller unvertretbare Werte ergeben hat (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 242). Das gilt insbesondere für das hier zu bewertende Unternehmen, bei dem ein solcher Vergleich angesichts des wenig komplexen Geschäftsprozesses, der abgesehen von der Aufrüstung der Papier-

maschine zur Erweiterung der Produktion auf mehrfach gestrichene Papiere kaum Veränderungen unterlag, nicht verfehlt ist, wie der Sachverständige zutreffend ausgeführt hat (GA S. 108).

Der Sachverständige hat, wie von den Antragstellern zu 30 und 33 zu Unrecht vermisst, die tatsächliche Entwicklung der Papierpreise seit dem Bewertungsstichtag über sechs Jahre hinweg untersucht. Danach weicht der in den Planjahren und auch im ersten Jahr der ewigen Rente erzielte Papierpreis der Sappi Ehingen AG gravierend nach unten von den Planzahlen und auch den in der Vergangenheit vor dem Planungszeitraum erzielten Preisen ab: Während nach der um den Jahreswechsel 2002/2003 angepassten Planung Preise zwischen ca. 751 und 781 € pro Tonne in diesem Zeitraum von sechs Jahren prognostiziert wurden, konnten tatsächlich in diesem Zeitraum nur Preise zwischen 683 und 727 € erzielt werden; dies entspricht einem Durchschnitt tatsächlicher Preise von 696 € gegenüber dem geplanten Durchschnitt von 768 € (GA S. 109). Diese Werte liegen unter dem Durchschnitt der letzten vier Vergangenheitsjahre von 802 € (GA S. 109). Im längerfristigen Vergleich zum Siebenjahresdurchschnitt (717 €; vgl. Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 5, Bl. VI 947) war ein besserer Durchschnittswert, auch für die ewige Rente, geplant gewesen, der aber in der Realität nicht erzielt, sondern weit unterschritten wurde. Die vom Sachverständigen dazu in der mündlichen Verhandlung übergebene Grafik (Anl. 1 zum Protokoll a.a.O. Bl. 958) belegt, dass die im Rahmen der Bewertung nach unten korrigierten Prognosen in der Realität in jedem einzelnen betrachteten Jahr unterschritten wurden. Diese Entwicklung ließ sich nach den Feststellungen des Sachverständigen nicht einmal dadurch kompensieren oder gar umkehren, dass im Geschäftsjahr 2005/2006 Investitionen getätigt wurden, die die Herstellung der vom Markt besser angenommenen mehrfach gestrichenen Papiere erlaubten (GA S. 109). Die genannte Grafik Anl. 1 sowie die weitere in Anl. 2 zum Protokoll überreichte Grafik mit indexierter Preisentwicklung seit 2000, die auch einen Vergleich mit Angaben des Statistischen Bundesamts und mit Wettbewerbern zulässt, zeigen außerdem, dass sich die Preise bei der Sappi Ehingen AG unter dem Marktniveau bewegt haben. Damit hat sich ersichtlich die bereits in der Vergangenheit zu beobachtende Entwicklung bestätigt, dass die Sappi Ehingen AG im zu bewertenden Zeitraum und davor nur ungestrichene und einfach gestrichene Papiere mit entsprechend geringeren Absatzchancen und Preisen produziert und dafür geringere Preise erzielt hat (vgl. GA S. 104 f).

All dies gilt auch für die Ansätze der ewigen Rente, beginnend mit dem Geschäftsjahr 2006/2007. Es kann dahingestellt bleiben, ob es methodisch richtig war, angesichts der Annahme sinkender Preise die ursprüngliche Planung in der Weise anzupassen, dass stufenweise der Planwert eines jeden Jahres um einen zusätzlichen Prozentpunkt verringert wurde (vgl. dazu GA S. 20). Der Sachverständige hat überzeugend dargelegt, dass bei einer längerfristigen Betrachtung eines 10-jährigen Durchschnittspreises annähernd derselbe Endwert zu errechnen ist (GA S. 26). Den dabei vorgenommenen Abschlag von 2 % auf den Durchschnittswert hat er mit dem langfristigen Abwärtstrend der Papierpreise, den er aus den zitierten Studien abgeleitet hat, begründet. Dies erscheint nicht deshalb unangemessen, weil der Trend durch Zahlen des statistischen Bundesamts nicht bestätigt wird. Abgesehen davon, dass der Sachverständige eine Vielzahl von Untersuchungen und Marktberichten ausgewertet hat, ist der Trend jedenfalls für das Produktportfolio der Sappi Ehingen AG durch die Realität bestätigt worden. Eben mit dessen Besonderheiten war auch von den Bewertungsgutachtern die Preisanpassung gegenüber der ursprünglichen Planung von Mitte 2002 begründet worden (s.o.).

Ferner erscheinen die vorgenommenen Preisanpassungen auch insofern nicht unvertretbar als die Vergangenheitsanalyse zur Planungstreue gezeigt hat, dass die Planungen der Sappi Ehingen AG bereits in den Jahren vor dem Bewertungszeitraum regelmäßig - mit einer Ausnahme - zu optimistisch waren (ÜB S. 31 Tz. 47; GA S. 16). Das hat sich selbst nach den fraglichen Plananpassungen bei den Papierpreisen auch für den Planungszeitraum so herausgestellt. Diese Entwicklung war, wie die o.g. Vollständigkeitserklärung vom 09.05.2003 zeigt, schon am Bewertungsstichtag absehbar.

Schließlich gilt auch unter dem Gesichtspunkt der Preise, dass keine Anhaltspunkte für ein „Verschieben“ von Umsätzen innerhalb des Konzerns bestehen: nach den Feststellungen des Sachverständigen wurden beim Vertrieb der Produkte über die Sappi Europe SA die Preise durchgereicht (GA S. 104; zu den insoweit angefallenen Vertriebskosten s.u.).

(2) Zellstoff

Zu den Umsatzerlösen bei Zellstoff, die in der Planung wie schon in der Vergangenheit nicht einmal 10 % des Umsatzes mit den Papiererzeugnissen ausmachen (vgl. ÜB S. 29, Tz. 41, und S. 32, Tz. 52) haben sich bei der Begutachtung keine Auffälligkeiten ergeben, insbesondere wurden hier die Planansätze aus der ursprünglichen Unterneh-

mensplanung übernommen (GA S. 18 ff, 20 oben). Dass dabei unvertretbare Ansätze gewählt wurden, ist nicht ersichtlich und wird auch von den Antragstellern nicht behauptet.

(3) Nebenerzeugnisse

Mit dem Sachverständigen hält es die Kammer für geboten, die Umsatzerlöse um den im Gutachten angesprochenen Betrag von 618.000 € jährlich in den Planjahren und beim Ansatz für die ewige Rente für die Nebenerzeugnisse zu erhöhen (GA S. 26 f), denn die Planung ist insoweit zumindest unklar, wenn nicht gar widersprüchlich. Der Sachverständige hat dort ausgeführt, dass sich nach den Prüfungsberichten zu den Jahresabschlüssen der betrachteten Vergangenheitsjahre konstant derartige Umsatzerlöse ergeben haben, die im Durchschnitt rund 618.000 € ausmachen. Der Sachverständige hat weiter ausgeführt, dass die ihm gegebene Darstellung, im Bewertungsgutachten seien diese Umsätze bei den Papiererlösen integriert worden, angesichts deren Planung nicht nachvollziehbar ist (a.a.O. S. 27). Diese behauptete Integration wird auch nicht durch die Argumentation der Antragsgegnerin nachvollziehbarer, es handele sich um Abfallprodukte aus der Papierproduktion, die mit einem Anteil von durchschnittlich nur 0,3 % des Gesamtumsatzes wegen sich ständig ändernder Vermarktungschancen nicht seriös planbar und deshalb auch für einen potentiellen Erwerber ohne Relevanz seien. Das lässt vollends offen, ob diese Erlöse tatsächlich ganz unberücksichtigt geblieben oder ob und gegebenenfalls wie sie in den Papiererlösen enthalten sein sollen. Tatsächlich zeigen die vom Sachverständigen genannten Zahlen aus den Jahresabschlüssen, dass sich in der Vergangenheit zwar in unterschiedlichem Umfang, aber doch ausnahmslos solche Umsätze ergeben haben, die in der Tat in den angegebenen vier Jahren teils ca. 0,2 % und teils 0,4 %, im Durchschnitt also 0,3 % des Umsatzes ausgemacht haben. Gerade wenn sie im Detail nicht endgültig planbar sind, in der Summe aber doch regelmäßig erzielt werden, rechtfertigt dies dann den Ansatz des durchschnittlichen Vergangenheitswerts beim geplanten und nachhaltigen Ergebnis, wo die Umsätze weiterhin zwischen 0,3 und 0,4 % der geplanten Umsatzerlöse ausmachen. Da diese Berücksichtigung nach den Berechnungen des Sachverständigen den Unternehmenswert *ceteris paribus* immerhin um 6.253.000 € und damit rund 5 % erhöht, ist der Betrag auch nicht ohne Weiteres vernachlässigbar.

cc) Materialaufwand:

Hinsichtlich der Planung des Materialaufwands folgt die Kammer der Einschätzung des Sachverständigen, dass hier - mit Ausnahme des im Details geplanten Aufwands beim Zellstoff - zu Unrecht von konstanten Preisen über den gesamten Planungszeitraum hinweg und auch zum Beginn der ewigen Rente keine Preiserhöhungen geplant worden sind (GA S. 31). Dies betrifft Material für die Papierproduktion wie Holz, sonstige Rohstoffe wie Chemikalien, Verpackungsmaterialien etc. ebenso wie Energie und Betriebsstoffe (vgl. GA S. 28 f). Die Planung ist deshalb insofern nicht nur unplausibel, sondern widersprüchlich, weil bei anderen Aufwendungen solche Preiserhöhungen von 2 % jährlich oder mehr angesetzt worden sind (GA S. 31; vgl. z.B. die preisbedingten Steigerungen laut Planung bei den Personalkosten, den überwiegend fixen Vertriebskosten, den Reparaturaufwendungen oder den Versicherungsaufwendungen, GA S. 33, 65, 68, 77) und weil keine Anhaltspunkte dafür bestehen, dass tatsächlich tragfähige Informationen oder Erwartungen vorhanden waren, dass das Preisniveau entgegen sonstigen Ansätzen in der Unternehmensbewertung bei den weiteren Rohstoffen oder auch bei den Energielieferungen konstant bleiben würde. Dass eine solche Annahme nicht gerechtfertigt gewesen wäre, belegen auch die tatsächlich bereits in den ersten Planjahren eingetretenen Preissteigerungen insbesondere bei Holz und Strom (dazu GA S. 109 f), die in der IST-Entwicklung zu einer deutlichen Steigerung des Materialaufwands geführt haben.

Die Kammer hält es deshalb gerechtfertigt, mit dem Sachverständigen die eher moderate Steigerung von 1 % jährlich anzusetzen, mit Auswirkungen auf den Materialaufwand und den Unternehmenswert wie im Gutachten ausgeführt (GA S. 31 f).

dd) Personalaufwand

(1) Löhne und Gehälter

Durchgreifende Bedenken gegen die Planung der Löhne und Gehälter für die Detailplanungsphase und den Ansatz im nachhaltigen Ergebnis bestehen nicht. Die Planungen beruhen zum einen auf der Annahme eines Personalabbaus, wie im Bewertungsgutachten dargestellt (ÜB S. 33 Tz. 54; detaillierter GA S. 33, Tabelle in der vierten Zeile). Hier ist nicht, wie vom Antragsteller zu 33 vorgetragen, ein höherer Personalabbau zugrunde zu legen, weil er auch hätte geplant werden können. Wie der Sachverständige ausgeführt hat, korrespondieren die im Bewertungsgutachten dargestellten Zahlen mit dem

Umstand, dass über die Planjahre von etwa gleichbleibender Produktionsleistung ausgegangen wurde (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 8, Bl. VI 950). Auch für Kostensenkungsmaßnahmen wie einen Personalabbau gilt, dass sie im Grundsatz zu berücksichtigen sind, wenn sie nach den Planungen oder der Beschlusslage zum Stichtag angelegt sind (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 130, 136). Da den vom Sachverständigen eingesehenen Aufsichtsratsprotokollen nicht einmal konkret geplante Maßnahmen zum Personalabbau zu entnehmen waren (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 7, Bl. VI 949), besteht kein Korrekturbedarf gegenüber den Plannahmen im Bewertungsgutachten. Insbesondere lässt er sich nicht mit der Behauptung des Antragstellers zu 33 begründen, es gebe nach seiner eigenen Erfahrung als Aufsichtsratsmitglied bei Aufsichtsräten Praktiken, wonach einem engen Kreis von Arbeitgebervertretern andere Planungen vorgelegt würden, als dem Gesamtaufsichtsrat unter Einschluss von Arbeitnehmervertretern. Es gibt keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass es bei der Sappi Ehingen AG solche rechtlich mehr als fragwürdigen Praktiken gegeben hätte, denen jedes pflichtbewusste Aufsichtsratsmitglied Einhaltung gebieten müsste. Abgesehen davon ist die Behauptung des Antragstellers zu 33, der tatsächliche Personalbestand sei in den fraglichen Planjahren unter die geplanten Zahlen gesunken, nicht belegt. Nach der Darstellung der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 09.05.2011, S. 4 (Bl. VI 988), lagen die Mitarbeiterzahlen nach den Durchschnittswerten aus den geprüften Jahresabschlüssen der Sappi Ehingen tatsächlich jeweils über den Planzahlen, selbst nach der dort erwähnten Reduzierung des Personals im Jahr 2007, die mit den zum Stichtag nicht geplanten Investitionen in Papier- und Streichmaschine zur Erweiterung der Produktpalette zusammenhängt und deshalb nicht bewertungsrelevant ist.

Ebenso wenig besteht Korrekturbedarf unter dem Gesichtspunkt, dass die Sappi Ehingen AG nach dem Squeeze-Out in eine GmbH umgewandelt werden könnte und deshalb ein Vorstand durch einen Geschäftsführer ersetzt werden müsste. Abgesehen davon, dass hierzu nur allgemeine Überlegungen angestellt waren (ÜB S. 12), die freilich Ende 2003 umgesetzt wurden (vgl. Antragsrüge S. 6, Bl. III 381), muss ein GmbH-Geschäftsführer nicht billiger sein als ein AG-Vorstand. Ob etwaige Vorteile als Synergieeffekte überhaupt berücksichtigungsfähig wären, kann dahingestellt bleiben.

Ebenfalls akzeptabel sind die Annahmen zu Lohnsteigerungen, die mit 3 % im ersten Planjahr nicht deshalb zu beanstanden sind, weil der erst nach dem Stichtag getätigte und also zuvor nicht bekannte Lohnabschluss eine Steigerung von nur 2,5 % ergeben

hat (dazu GA S. 33f, 36; Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 8, Bl. VI 950). Dass in den Folgejahren Steigerungen von 2 % geplant wurden, geht eher zugunsten des Unternehmenswerts (vgl. GA S. 36) und ist auch mit Blick auf sonst bei den Aufwendungen angenommene Steigerungsraten nicht unangemessen.

(2) Sozialabgaben

Für die gesetzlichen Sozialabgaben, die nach den gesetzlich geregelten Sätzen im Einzelnen aus den Löhnen und Gehältern prozentual abgeleitet wurden (vgl. „Zusatzerläuterungen Personalaufwand“ des Sachverständigen, Anlage zur Verfügung vom 01.04.2011, Bl. VI 973), gilt Entsprechendes; konkrete Beanstandungen ergeben sich hier nicht und sind auch von den Antragstellern nicht vorgebracht worden.

(3) Aufwendungen für die Altersvorsorge

Im Ergebnis haben auch die im Bewertungsgutachten vorgenommenen Ansätze für die Altersvorsorgeaufwendungen nicht zu einer unangemessenen Abfindung geführt.

Die dritte Unterposition beim Personalaufwand wird von den verschiedenartigen Aufwendungen bestimmt, die im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge anfallen, also insbesondere die Renten, Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen und Pensionszahlungen. Das vom Sachverständigen vor der mündlichen Verhandlung übersandte Rechenwerk („Bewertungsmodell“), das den Beteiligten mit Verfügung vom 22.03.2011 übersandt worden ist (Bl. VI 920 ff), erhellt mit der Tabelle zum Personalaufwand (Seite 9 von 12), dass dieser sich zusammensetzt aus den Löhnen und Gehältern (oben aa), den Sozialabgaben (oben bb) und weiteren Aufwendungen für Altersversorgung; letztere betreffen ausschließlich die betriebliche Altersvorsorge und teilen sich auf in Renten, Zuführungen zu Pensionsrückstellungen und Pensionszahlungen sowie geringe übrige Aufwendungen. Inwiefern hierin eine doppelte Berücksichtigung von Altersvorsorgeaufwendungen liegen soll, wie der Bevollmächtigte der Antragsteller zu 16 und 42 meint, erschließt sich nicht. Gesetzliche Sozialabgaben, die laufend mit den Löhnen zu zahlen sind, sind von den hier behandelten Altersvorsorgeaufwendungen zur betrieblichen Altersvorsorge zu unterscheiden.

Ausgegangen wurde von den Zahlen des letzten Vergangenheitsjahres 2001/2002 mit 24.742 TEUR Löhnen & Gehältern, 4.796 TEUR Sozialabgaben (die sich wiederum zu-

sammensetzen aus den Arbeitgeberanteilen und den Aufwendungen für Berufsgenossenschaften) und 1.295 TEUR Aufwendungen für Altersversorgung; die Zahlen finden sich wieder auf S. 11 des Geschäftsberichts 2002 der Sappi Ehingen AG. Der aus diesen Komponenten zusammengesetzte Personalaufwand des letzten Vergangenheitsjahres wurde umgerechnet auf einen Personalaufwand pro Mitarbeiter. Dieser Wert wurde dann in der Planung in der Weise fortgeschrieben, dass der Gesamtbetrag pro Mitarbeiter um die jeweilige Steigerungsrate (3 % bzw. 2 %, s.o. aa) jährlich erhöht und dann mit der jeweiligen Mitarbeiterzahl nach Personalplanung multipliziert wurde (vgl. GA S. 34 unten; ferner „Zusatzerläuterungen Personalaufwand“, Bl. VI 973). Dieses Vorgehen im Bewertungsgutachten ist zum einen deshalb methodisch zweifelhaft, weil damit die Altersvorsorgeaufwendungen nicht in Abhängigkeit von der Zahl der Versorgungs- bzw. Pensionsberechtigten angesetzt werden. Zum anderen wurde damit unterstellt, dass sich die Aufwendungen (insbesondere Rückstellungen für künftige Auszahlungen) und die Auszahlungen an Pensionsberechtigte die Waage halten. Der unstrittige Umstand, dass das Versorgungswerk zum 01.01.1989 geschlossen wurde und deshalb seitdem keine neuen Versorgungszusagen im Wege von Einzelzusagen oder einer Versorgungsordnung zustande gekommen sind, ist deshalb, wie etliche Antragsteller zu Recht anführen, bei der Bewertung unberücksichtigt geblieben (vgl. GA S. 37 f). Dementsprechend hat der Sachverständige auch ausgeführt, dass unter diesen Umständen eine versicherungsmathematische Detailberechnung als Grundlage für die Unternehmensbewertung gefragt gewesen wäre (GA S. 38).

Eine Anpassung der pauschalen Fortschreibung ist tatsächlich nur insoweit erfolgt, als der Unterschied zwischen der Bewertung der Rückstellungen nach HGB und IFRS berechnet und als Annuität mit dem Betrag von 148.000 € bei der ewigen Rente berücksichtigt worden ist (siehe zur Berechnung, die dem Bewertungsgutachten zugrunde liegt, GA S. 35 f und die übereinstimmende Darstellung von Sappi Ehingen AG vom 16.05.2003, Anl. 2 zum Antrag des Antragstellers zu 2, Bl. I 22); dies entspricht rechnerisch dem in der Tabelle „Zusatzerläuterungen Personalaufwand“ (Bl. VI 973) angesetzten „Korrekturfaktor 0,4 %“ in der ewigen Rente zu der für diesen Zeitraum angenommenen Steigerung der Personalkosten von 0,5 %. Der Einwand der Antragsteller zu 16 und 42, es dürften nicht Ansätze aus der Steuerbilanz zur Unternehmensbewertung herangezogen werden, ist (nur) insofern richtig, als das Handelsrecht keine Bewertungsregeln für Pensionsrückstellungen enthält und die Rückstellungen nach der Bewertungsvorschrift des § 6 a EStG deshalb handelsrechtlich allenfalls das Minimum der

möglichen Rückstellungen darstellen (vgl. etwa Ballwieser in MünchKomm-HGB, 2. Aufl., § 253 Rn. 84). Für Zwecke der Unternehmensbewertung ist jedenfalls der tatsächlich zu prognostizierende Aufwand zu erfassen. Der Sachverständige hat insofern zutreffend ausgeführt, dass die Bewertung nach HGB (bzw. nach § 6 a EStG) künftige Veränderungen nicht berücksichtigt, die sich aus Lohnsteigerungen oder auch Karriereerwartungen, sprich Beförderungen, ergeben können. Diese Effekte werden nach IFRS/IAS berücksichtigt, was zu der genannten Anpassungsrechnung führt, denn dadurch werden im Bewertungsmodell die tatsächlich zu erwartenden Aufwendungen realistischer abgebildet. Dass die Vergleichsrechnung nach den Ausführungen auch noch die nach IAS 19 mögliche Glättung eliminieren müsste, um zu realistischen Werten zu kommen, was dann sogar eine Annuität von 271.000 € statt 148.000 € rechtfertigen würde (GA S. 37, vorletzter Absatz), fällt nicht entscheidend ins Gewicht, nachdem sich beide Beträge und erst recht der Unterschied zwischen ihnen nur marginal auf den Unternehmenswert auswirken (je unter 1 %, vgl. auch GA S. 36 oben).

Die auch nach dieser Differenzrechnung bleibende Unschärfe der pauschalen Fortschreibung der Personalaufwendungen auch in Bezug auf die Altersvorsorgeaufwendungen bedarf gleichwohl keiner Korrektur, denn im Ergebnis würde sich daraus keine nennenswerte Erhöhung der Abfindung ergeben. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich aus den fortbestehenden Verpflichtungen noch auf Jahre hinaus, insbesondere auch in den früheren Jahren des Zeitraums der ewigen Rente, erhebliche Aufwendungen ergeben können und insoweit erst in fernerer Zukunft Erleichterungen einstellen werden. Da dieser Effekt also erst relativ spät eintritt, die ersten Jahre der ewigen Rente aber den Wert maßgeblich beeinflussen, ist schon bei einer Ausgangsüberlegung zu vermuten, dass der Werteffekt des Auslaufens des Versorgungswerks eher gering sein dürfte. Der Sachverständige hat aber zur weiteren Plausibilisierung eine überschlägige Hochrechnung vorgenommen (GA S. 38 mit Fn. 96), die vor allem korrigiert, dass bei der pauschalen Fortschreibung im Bewertungsgutachten der aktuelle Stand aktiver Mitarbeiter und nicht die künftige Zahl von Pensionsberechtigten zugrunde gelegt ist. Dabei ist er zu dem Ergebnis gelangt, dass sich keine wesentliche Abweichung gegenüber der vorgenommenen Pauschalbetrachtung ergeben hätte (GA S. 36, Protokoll vom 25.03.2011, S. 8, Bl. VI 950). Angesichts der absehbar ausbleibenden Auswirkungen zugunsten des Unternehmenswerts ist es deshalb gerechtfertigt, von dem hohen Aufwand eines weiteren versicherungsmathematischen Gutachtens und seiner entsprechenden Umsetzung ins Bewertungsmodell abzusehen.

ee) Abschreibungen und Reinvestitionsrate

Auch aus der Betrachtung der Abschreibungen und der Reinvestitionsrate ergibt sich im Ergebnis kein Anhaltspunkte dafür, dass das Abfindungsangebot unangemessen ist.

Der Sachverständige hat die Planung der Abschreibungen und der Reinvestitionsrate, wie sie dem Bewertungsgutachten zugrunde gelegt wurden, einer sorgfältigen Analyse unterzogen. Die Kammer nimmt dazu Bezug auf die Ausführungen des Sachverständigen im Gutachten unter III.4. (S. 39 bis 57), die sie sich zu eigen macht.

Danach waren die Annahmen im Bewertungsgutachten zu den Investitionen im Detailplanungszeitraum aus mehreren Gründen nicht ohne Weiteres nachvollziehbar und widerspruchsfrei, insbesondere nachdem es eine eigentliche Investitionsplanung nicht gab, nachdem teilweise zur Begründung Instandhaltungsaufwendungen angeführt wurden, die keine Investitionen, sondern sonstige betriebliche Aufwendungen sind, und nachdem vor allem nach den sonst vorliegenden oder von der Sappi Ehingen AG gegebenen Informationen die wesentlichen, zahlenmäßig überschaubaren Anlagen (Papier- und Streichmaschine, Zellstofffabrik) auf technisch neuestem Stand mit noch lange währender Nutzungsdauer waren, so dass ein im Detailplanungszeitraum abzubauen Investmentstau so nicht begründbar war (i.E. vgl. GA S. 46 bis 49). In einer plausibilisierten Alternativberechnung hat der Sachverständige deshalb jährliche Ersatzinvestitionen von 3.990 TEUR jährlich angesetzt und die Werte ergänzt um die weiteren azyklischen Zusatzinvestitionen (GA S. 50, dort in der Tabelle obere Hälfte „Geplante Investitionen“; vgl. auch „Bewertungsmodell“ a.a.O., S. 6 von 12). Dies führt zu Folgeanpassungen bei den Abschreibungen, wie sie im Gutachten auf S. 50 in der unteren Hälfte der Tabelle („Geplante Abschreibungen“) in der Zeile „Sachanlagen“ dargestellt sind (die Werte in der Zeile „Zusatzinvestitionen“ darunter sind hierin enthalten, die Zeile „Summe“ beruht auf einem Darstellungsfehler, ist inhaltlich ohne Bedeutung und deshalb hinweg zu denken, vgl. „Bewertungsmodell“, a.a.O., S. 2, Hinweis B. 2). Die Werte aus dieser Zeile finden sich wieder auf S. 94 oben in der Zeile „zzgl. Abschreibungen nach Korrekturen“ und führen zu dem dort weiter unten in der vorletzten Zeile genannten „Anpassungsbedarf Abschreibungen“.

Entsprechende Anpassungen des Sachverständigen bei der Reinvestitionsrate für den Zeitraum der ewigen Rente (Geschäftsjahre 2007/2008 ff) waren dann aus Sicht der Kammer folgerichtig und veranlasst wegen nicht nachvollziehbarer Prämissen und Ansätze bei der Bewertung wie etwa der undifferenzierten Annahme von Nutzungsdauern,

die insbesondere den Verhältnissen bei der Zellstofffabrik oder auch der Papiermaschine nicht gerecht wurde (siehe hierzu im Detail GA S. 50 bis 56 mit Anlage 6). Diese Anpassungen führen zu einem Betrag von 12.700 TEUR (GA S. 56) anstelle von 11.293 TEUR, wie im Bewertungsgutachten angesetzt (GA S. 40, ÜB S. 32 Tz. 51).

In der Übersicht stellt sich dies wie folgt dar:

Anpassung Abschreibungen	Detailplanungszeitraum					Ewige Rente (=Investitionsrate)	
	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008 ff	
SV - GA S. 50, Zeile "Sachanl."	- 14.908	- 14.400	- 13.377	- 9.025	- 10.623	- 12.700,00	GA S. 56
- GA S. 42	- 14.908	- 15.300	- 14.220	- 10.396	- 10.537	- 11.293,00	GA S. 40
Anpassungsbedarf, GA - S. 94 u.	-	900	843	1.371	- 86	- 1.407,00	

Die sachverständige Anpassung der Reinvestitionsrate in der ewigen Rente bewirkt zwar für sich genommen eine Minderung des Unternehmenswerts um ca. 9,3 Mio. €, die aber durch den erhöhten Finanzmittelbestand und damit ein besseres Zinsergebnis wegen der geringeren Investitionen in der Detailplanungsphase (s.o.) im selben Umfang kompensiert wird (GA S. 56 f, 95). Wegen der zugleich in dieser Phase geringeren Abschreibungen bleibt insgesamt in der Summe der Anpassungseffekte eine Steigerung des Unternehmenswerts von rund 1.097 TEUR (GA S. 111, Tabelle dritte Zeile).

Der antragstellerseits gegen diese Analysen und Berechnungen lediglich erhobene konkrete Einwand, der Sachverständige stelle bei seinen Überlegungen eine nicht stichtagsbezogene ex-post-Betrachtung an, die die erst nach dem Stichtag getätigte Investition in die Erweiterung der Papiermaschine zur Produktion mehrfach gestrichener Papiere einbeziehe, ist unberechtigt. Der Sachverständige hat ausdrücklich ausgeführt, dass die Investitionen für den Umbau der Papiermaschine ab dem Geschäftsjahr 2004/2005 in der Planung zum Bewertungsstichtag nicht enthalten waren und deshalb nicht berücksichtigt werden dürfen (GA S. 47 unter (2)). Sie sind ersichtlich auch nicht in seine Berechnungen zur Reinvestitionsrate eingeflossen, die insoweit lediglich von einer Wiederbeschaffung der bestehenden Anlagen ausgehen (vgl. GA S. 55 f mit Anlage 6). Angesichts dessen und im Hinblick auf die im Gutachten im einzelnen dargestellte Analyse der Investitionen und Abschreibungen sind auch die Einwendungen des Antragstellers zu 39 kaum nachvollziehbar und jedenfalls nicht berechtigt, der Sachverständige habe die Nutzungsdauer der Papiermaschine und die bisherigen darauf bezogenen Abschreibungen nicht berücksichtigt.

ff) Sonstige betriebliche Erträge

Keine konkreten Einwendungen haben die Antragsteller gegen die Ansätze der sonstigen betrieblichen Erträge im Bewertungsgutachten erhoben. Diese sind mangels konkreter Planung als Durchschnittswerte der vier letzten Vergangenheitsjahre mit jährlicher Steigerung von 2 % im Detailplanungszeitraum und von 0,5 % beim Übergang in die ewige Rente angesetzt, wobei die Ansätze in diesen Jahresabschlüssen um die sogenannten neutralen Erträge bereinigt seien (GA S. 57 f).

Der Sachverständige hat allerdings ausgeführt, dass nicht nachvollziehbar ist, wie sich der Durchschnitt von 1.500 TEUR ergibt, da sich bei Bereinigung der IST-Werte aus diesen Jahresabschlüssen um sämtliche neutralen Erträge, wie sie den dazu erstellten Prüfberichten entnommen werden können, ein Durchschnittswert von nur 368 TEUR ergibt (GA S. 58, 111). Bei Ansatz nur dieses Werts und gleichbleibenden Steigerungsraten würde sich eine Minderung des Unternehmenswerts von ca. 12.384 TEUR ergeben. Da sich hier also die Ableitung dieser Erträge aus den Vergangenheitswerten auf eine offensichtlich unzureichende Bereinigung der konkreten Vergangenheitszahlen auf der Grundlage der geprüften Jahresabschlüsse gestützt hat, ist die vom Sachverständigen dargelegte Anpassung aus Sicht der Kammer geboten.

gg) Sonstige betriebliche Aufwendungen

Der Sachverständige hat bei der Überprüfung der Ansätze zu den sonstigen betrieblichen Aufwendungen unterschiedliche Korrekturen vorgenommen, die sich weder einzeln noch in der Summe entscheidend auf den Unternehmenswert auswirken (vgl. die Angaben GA S. 111).

(1) Die Frachtkosten sind in der Planung und im Bewertungsgutachten nur in Abhängigkeit von der Produktionsmenge und ohne Änderung des im ersten Planjahr angesetzten Preises von 53 € je Tonne berücksichtigt worden (GA S. 62). Demgegenüber erscheint es vertretbar, wie beim Materialpreis (s.o.) und anderen Aufwendungen mit einer Preissteigerung von 2 % zu rechnen, was bei isolierter Betrachtung zu einer Minderung des Unternehmenswerts von ca. 9.929 TEUR führt (GA S. 64). Ob dies der einzig vertretbare Ansatz wäre oder ob in dem einheitlichen Ansatz letztlich eine vertretbare Glättung von Preisschwankungen liegt (in diese Richtung argumentieren etwa die Antragsteller zu 35 bis 38), kann dahinstehen. Es kann auch auf sich beruhen, inwieweit die Ausführungen dieser Antragsteller zu verschiedenen Schwankungen des Rohölpreises in den

Jahren nach 2001, die allenfalls beispielhaft kurzfristige Veränderungen aufzeigen, relevant für die langfristige Frachtkostenentwicklung sind.

Letztlich würde sich auch bei einem stimmigen unveränderten Ansatz von Frachtkosten kein geringerer Aufwand ergeben. Denn der Sachverständige hat zutreffend darauf hingewiesen, dass der Frachtpreis je Tonne im letzten Vergangenheitsjahr 2001/2002 bei knapp 58 € je Tonne lag (vgl. GA S. 62), was mit einer höheren Exportquote zu erklären war, die nach der Planung auch künftig beibehalten werden sollte (vgl. GA S. 63, 2. und 3. Abs), und dass bei einer - insofern dann aus Sicht der Kammer folgerichtigen - unveränderten Übernahme dieses Werts in allen Detailplanungsjahren auch ohne weitere Steigerungen sogar eine höhere Minderung des Unternehmenswerts von rund 12,1 Mio. € festzustellen wäre (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 9 unten; Bl. VI 951).

(2) Die Kammer hat keine Bedenken, mit dem Sachverständigen die auch von den Bewertungsgutachtern übernommenen Planannahmen zu den Vertriebskosten, d.h. insbesondere den als Konzernumlage gezahlten Vertriebsprovisionen für den innereuropäischen Vertrieb, zu akzeptieren (siehe dazu i.E. GA S. 65 ff und 102 ff, 105). Soweit die Antragsteller zu 35 bis 38 aus der Aufteilung in quasi-fixe und variable Anteile (2002: ca. 83 % zu 17 %) ableiten wollen, dass sich im Geschäftsjahr 2005/2006 ein Betrag von 9,9 Mio. € (statt 10 Mio. €) ergebe, führen sie selbst aus, dass dies eher unwesentlich sei; tatsächlich ergibt sich daraus keine nennenswerte Änderung des Unternehmenswerts.

Das gilt selbst für ihre weitere Annahme, die Vertriebskosten seien um mindestens 300.000 € zu hoch - was überschlägig allenfalls einen Unterschied im Unternehmenswert von rund 3.000 TEUR € ergeben würde. Diese Annahme wird indes zu Unrecht auf die Ergebnisse der Betriebsprüfung gestützt, wie sie der Sachverständige im Gutachten anführt und würdigt (GA S. 103 - 106): danach wurde ein Betrag in der genannten Größenordnung nicht in Bezug auf die an die Sappi Europa SA bezahlten Vertriebsprovisionen, sondern in Bezug auf Verwaltungskostenumlagen für Leistungen der Sappi Ltd. beanstandet. Außerdem beruht die Beanstandung in der Betriebsprüfung auf dem formalen Grund unzureichender Dokumentation der Vertragsbeziehungen zu Sappi Ltd. und dieser Befund ist auch auf das Geschäftsjahr 2000/2001 beschränkt (GA S. 103 unter a). Die laufende steuerliche Außenprüfung für die Folgejahre hat nach dem Ergebnis der Vorbesprechungen keine Beanstandungen ergeben (GA S. 103 unter b).

Alles in allem ist der Sachverständige deshalb zutreffend zu dem Ergebnis gelangt, dass auch in Bezug auf die Vertriebsprovisionen kein Anhaltspunkt für eine Gewinnverschiebung zulasten der Sappi Ehingen AG besteht (GA S. 105 unten). Es kommt deshalb nicht entscheidend darauf an, dass nach der obergerichtlichen Rechtsprechung auch solche konzerninternen Verkaufsprovisionen zu berücksichtigen wären, die einem Fremdvergleich nicht standhalten könnten, weil im Falle eines Squeeze-Outs bei einem abhängigen Unternehmen nicht die fiktive Planung eines unabhängigen Unternehmens, sondern die tatsächliche Planung des beherrschten Unternehmens zugrunde zu legen ist und damit auch etwaige ungünstige, von der Konzernobergesellschaft gesteuerte Konzernumlagen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 95 ff; Beschluss vom 08.07.2011, 20 W 14/08, Juris Rn. 134, 176).

(3) Die als Provisionen ausgewiesenen Aufwendungen für den außereuropäischen Vertrieb unterliegen nach den Untersuchungen des Sachverständigen keinen Beanstandungen (GA S. 67 ff); Abweichendes wird auch antragstellerseits nicht vorgebracht. Die Kammer folgt dem.

(4) Bezüglich der Reparaturaufwendungen hat der Sachverständige im Rahmen seiner Untersuchungen aus Sicht der Kammer zutreffend beanstandet, dass der sprunghafte Anstieg im Planjahr 2001/2002 von 17,1 % gegenüber dem Vorjahr nicht mit erhöhten Aufwendungen und/oder Selbsthalten (die Versicherungen infolge des Terroranschlags vom 11.09.2001 möglicherweise abverlangt haben) bei plötzlichen katastrophentypischen Großschäden etwa im Brandfall und auch nicht in vollem Umfang mit erhöhter Reparaturanfälligkeit der alternden Papiermaschine begründet werden kann. Die Antragsgegnerin führt zu Unrecht an, dass solche Großschäden zwar nicht sicher prognostizierbar seien, aber nach der Lebenserfahrung immer wieder auftreten. Nicht planbare und ständig wiederkehrende, vielmehr nur zufällig eintretende und auch nicht bereits am Stichtag angelegte Ereignisse sind richtigerweise nicht anzusetzen. Dies gilt umso mehr, als die Reparaturaufwendungen in der Vergangenheit nicht durch Versicherungsfälle verursacht wurden (GA S. 71).

Dass allerdings die im Wesentlichen einzige Maschine der Sappi Ehingen reparaturanfälliger werden kann, ist nicht deshalb unberücksichtigt geblieben, weil der Sachverständige „gleichmäßige“ Reparaturaufwendungen ansetzt, wie die Antragsgegnerin in ihrer Stellungnahme zum Gutachten meint. Vielmehr hat er - aus eben diesem Grund -

„gleichmäßig steigende“ Reparaturaufwendungen mit einer Steigerungsrate von 3 % angesetzt (GA S. 74). Aufgrund welcher Annahmen ausgerechnet im ersten Planjahr ein sprunghafter Anstieg solcher Aufwendungen zu prognostizieren sein sollte, ist auch der Kammer nicht erkennbar.

Sie hält es deshalb und auch mit Blick auf die weiteren Widersprüche zu den Annahmen für die ewige Rente (i.E. GA S. 74 f) für gerechtfertigt, mit dem Sachverständigen hier einen abweichenden, eher widerspruchsfreien Ansatz vorzunehmen, der eine Steigerung von 3 % in der Detailplanungsphase und weiteren 0,5 % für die ewige Rente unterstellt und so bei isolierter Betrachtung zu positiven Auswirkungen auf den Unternehmenswert von 8.315 TEUR gelangt (GA S. 75).

(5) Sachverständige Beanstandungen zu den geplanten Versicherungsaufwendungen rühren daher, dass im Jahr 2001/2002 erheblich höhere Aufwendungen (2.186 TEUR) angefallen sind als in den Vorjahren (2000/2001: 1.395 TEUR), sich dies aber nicht als stetige Entwicklung in den Folgejahren fortgesetzt hat, sondern die Aufwendungen im Folgejahr, dem ersten Planjahr wieder merklich auf sogar 1.243 TEUR zurückgegangen sind (siehe i.E. zu den Gründen für die Erhöhung in 2001/2002 und dem signifikanten Rückgang im Folgejahr GA S. 76 ff). Dieser Rückgang war zum Bewertungsstichtag bereits angelegt, weil die Aufwendungen für dieses schon laufende Geschäftsjahr nach den Verhandlungen und Verträgen mit den Versicherungen auch nach Darstellung der Antragsgegnerin zwar vielleicht noch nicht während der Bewertungsarbeiten, aber doch noch im Februar oder März 2003 und jedenfalls vor dem Stichtag der Hauptversammlung feststanden (Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 06.09.2010, S. 19, Bl. V 772; Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 10 oben, Bl. VI 952). Im Grundsatz erscheint es deshalb berechtigt, mit dem Sachverständigen von diesem IST-Wert des ersten Planjahrs und einer entsprechenden Steigerungsrate von 2 % im Detailplanungszeitraum und 0,5 % beim Übergang zur ewigen Rente auszugehen, was zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts von ca. 10.296 TEUR (GA S. 81). Ob sich dem entgegenhalten ließe, bei Berücksichtigung von Änderungen zwischen der Vorlage des Bewertungsgutachtens und dem Bewertungsstichtag hätten auch die bereits bekannten Umsatzrückgänge einfließen müssen (Antragsgegnerin a.a.O. S. 19 f), kann dahingestellt bleiben, da auch die - nach Ansicht der Antragsgegnerin - einseitige Berücksichtigung von Veränderungen zugunsten der Antragsteller nicht zu dem Ergebnis führt, dass das Abfindungsangebot unangemessen ist (s.u.).

(6) Im Übrigen haben sich keine Bedenken gegen die Ansätze beim sonstigen betrieblichen Aufwand ergeben (vgl. GA S. 81 bis 83).

Für den Ansatz von Rechts- und sonstigen Beratungskosten in Zusammenhang mit dem Squeeze-Out, wie sie die Antragsteller zu 35 bis 38 für die Geschäftsjahre 2001/2002 und 2002/2003 vermutet haben, haben sich nach der Darstellung des Sachverständigen keine Anhaltspunkte ergeben (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 10, Bl VI 952).

Kostenvorteile, die sich nach durchgeführtem Squeeze-Out ergeben, wie insbesondere der Wegfall des Aufwands für die Durchführung von Hauptversammlungen und die Fertigung von Geschäftsberichten, sind nach obergerichtlicher Rechtsprechung aus Rechtsgründen nicht zu berücksichtigen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 129; OLG München, Beschluss vom 26.10.2006, 31 Wx 12/06, Juris Rn. 27). Sie würden sich außerdem, wenn sie wie antragstellerseits behauptet, mit rund 200.000 € jährlich angesetzt würden, allenfalls mit rund 2 Mio. € bzw. 2 % Unterschied auf den Ertragswert auswirken, was weder für sich genommen noch in der Gesamtschau mit weiteren gebotenen Anpassungen (s.u.) zur Unangemessenheit des Abfindungsangebots führt. Das gilt erst recht, wenn man nur 50.000 € jährlich ansetzt, wie zuletzt von den Antragstellern zu 30 und 33 verlangt (Schriftsatz vom 29.03.2011, S. 4, Bl. VI 969).

c) Finanzergebnis

Auch das Finanzergebnis ist nicht zulasten der Antragsteller angesetzt worden. Vielmehr hat die Begutachtung ergeben, dass hier die Planung, wie sie von den Bewertungsgutachtern - abweichend von den negativen pauschalen Ansätzen der Geschäftsleitung - zugunsten der Minderheitsaktionäre vorgenommen wurde, Widersprüche und Ungereimtheiten enthält, die sich in der Summe zugunsten der Minderheitsaktionäre ausgewirkt haben.

aa)

Zunächst haben die Bewertungsgutachter die nur pauschale Fortschreibung in der Planung der Sappi Ehingen AG, die durchgängig ein negatives Finanzergebnis hervorgebracht hat, durch eine detaillierte Finanzplanung auf der Grundlage einer Finanzbedarfsrechnung ersetzt, was zugunsten der Minderheitsaktionäre ein jeweils positives Finanzergebnis zur Folge hatte (GA S. 88 f).

bb)

Allerdings wurde dabei nach den Ausführungen des Sachverständigen übersehen, dass der zum Beginn des Planungszeitraums als Finanzierungsüberschuss aus dem vorigen Geschäftsjahr angesetzte Saldo (vgl. GA S. 90) in Höhe von ca. 9,8 Mio. € unverzinsliche Forderungen und Verbindlichkeiten aus wechselseitigen Lieferungen und Leistungen von oder an verbundene Unternehmen enthielt. Insoweit war deshalb eine Verzinsungsannahme nicht gerechtfertigt (GA S. 91) und der Finanzierungsüberschuss für das Planjahr 2002/2003 war dementsprechend um diesen Betrag zu korrigieren (Einzelheiten GA S. 92, Berechnung S. 94). Diese nachvollziehbaren Überlegungen werden von der Kammer geteilt, sie sind zu Recht auch seitens der Antragsteller unbeanstandet geblieben.

cc)

Darüber hinaus ist die von den Bewertungsgutachtern erneuerte Planung deshalb inkonsistent, weil sie die Factoringaufwendungen als den entscheidenden Faktor, der in den letzten IST-Jahren ein negatives Finanzergebnis hervorgebracht hat (GA S. 91), außer Betracht gelassen hat. Wäre geplant gewesen, künftig kein Factoring mehr zu betreiben, hätte sich dies, wie der Sachverständige zutreffend ausgeführt hat, in einem Anstieg des Bestands an Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und erhöhten Zinsaufwendungen widerspiegeln und dies dementsprechend in der Planung abgebildet sein müssen, was nicht der Fall war (GA S. 91 f unter 2.). Der Sachverständige ist deshalb von einer Inanspruchnahme des Factoring auch in der Zukunft ausgegangen (GA S. 92). Das ist schon deshalb zutreffend, weil die Factoringvereinbarungen (dazu GA S. 91 Mitte) nach den Angaben im Übertragungsbericht zum Stichtag fortbestanden (ÜB S. 11). Auch seitens der Antragsgegnerin wurde bestätigt, dass nicht geplant war, das Factoring aufzugeben (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 11). Das deckt sich mit dem Befund, dass die ursprüngliche, lediglich pauschale Planung der Sappi Ehingen AG über den gesamten Zeitraum ein negatives Finanzergebnis hervorgebracht hat (s.o.) und damit die Tendenz des letzten Vergangenheitsjahrs, in dem der Factoringaufwand zu einem negativen Finanzergebnis geführt hatte, fortgeschrieben hatte.

Die Kammer teilt auch die Überlegungen des Sachverständigen zur Höhe der Factoringaufwendungen, die demnach beim Finanzergebnis berücksichtigt werden müs-

sen. Aus den vom Sachverständigen ausgewerteten zum Bewertungsstichtag aktuellen Factoringvereinbarungen (vgl. GA S. 91) war abzuleiten, dass das Entgelt für den Forderungsverkauf aus zwei Komponenten besteht.

Zum einen ist ein Finanzierungsentgelt in Höhe des laufzeitabhängigen EURIBOR zu bezahlen (Discount), berechnet auf Basis des Nominalwerts der Forderungen. Dabei ist der Gesamtbestand der Forderungen zugrunde zu legen, da nach den vom Sachverständigen bestätigten Angaben der Antragsgegnerin tatsächlich sämtliche Forderungen einschließlich derjenigen aus dem Auslandsgeschäft, die angesichts des geringen Volumens nicht über Akkreditive abgewickelt werden, verkauft werden (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 12 unten, Bl. VI 954). Gegen die Ermittlung des Ausgangszinssatzes von 3,4 % nach dem durchschnittlichen 1-Monats-EURIBOR und die entsprechenden Zinssteigerungen analog den Annahmen zur Guthabenverzinsung (GA S. 93) bestehen keine Bedenken. Dies führt zu den Werten für den sog. Factoring-Discount, wie in der Tabelle im Gutachten (S. 93) angeführt.

Zum anderen ist eine Factoring-Fee zu entrichten, die nicht nur ein Ausfallrisiko abdeckt, sondern auch Entgelt für den bei der Forderungsbearbeitung und -einziehung entstehenden Aufwand darstellt (Sachverständiger im Gutachten, GA S. 91, und in der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, Protokoll S. 12 oben, Bl. VI 954); nach den vertraglichen Vereinbarungen beträgt diese Gebühr abhängig vom Sitzland des Kunden zwischen 0,51 bis 1 %. (GA S. 91), weshalb diese Gebühr anzusetzen ist und bei im Wesentlichen gleichbleibenden Umsätzen den ebenfalls in der o.g. Tabelle ausgewiesenen Jahresbetrag von 958 TEUR ergibt.

Die antragstellerseits vorgebrachten Bedenken, es handele sich um Finanzierungsbedingungen, wie sie nur Kunden schlechtester Bonität gewährt würden, sind schon angesichts dieser vertraglichen Ausgestaltung und Zusammensetzung der Factoring-Gebühr nicht berechtigt. Es trifft auch nicht zu, dass damit nur eine Gewinnverlagerung bezweckt werde. Der Sachverständige hat zum einen festgestellt, dass die von der Sappi Ehingen AG vereinbarten Konditionen einem Drittvergleich mit Factoring Konditionen ohne Weiteres standhalten, wie sie verschiedene Factoring-Unternehmen bieten und wie sie bei einigen seiner Mandanten verlangt werden (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 12, Bl. VI 954 mit Anlage 4, Bl. VI 961 f). Zum anderen

werden die Forderungen nach den Angaben der Antragsgegnerin lediglich deshalb an verbundene Gesellschaften verkauft, um sie konzernweit zu bündeln und dann im Paket an ein externes Factoring-Unternehmen zu verkaufen und dabei angesichts des Gesamtumfangs verkaufter Forderungen günstigere Konditionen zu erzielen (Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.03.2011, S. 12, Bl. VI 954). Diese vertretbare unternehmerische Entscheidung ist der Planung und Bewertung zugrunde zu legen (s.o.; vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011, 20 W 14/08, Juris Rn. 175, 176) und die dadurch veranlassten Aufwendungen sind somit, wie vom Sachverständigen sachgerecht ermittelt, anzusetzen. Es besteht insbesondere kein Anlass, die einzelnen Forderungen, wie vom Antragsteller zu 33 beantragt, danach zu untersuchen, ob abweichend von der Vertragslage und der Planung der Geschäftsleitung von einem Verkauf in bestimmten Fällen hätte abgesehen werden können oder ob einzelne Auslandsgeschäfte über Akkreditive hätten abgewickelt werden können.

dd)

Im Wesentlichen aus diesen beiden Anpassungen ergibt sich nach den Berechnungen des Sachverständigen ein Effekt auf den Unternehmenswert von minus 21,7 Mio. €; die ebenfalls beim Finanzergebnis anzusetzenden erhöhten Zinsaufwendungen bei einer veränderten Reinvestitionsrate werden, wie oben unter b) ee) ausgeführt, im Wesentlichen neutralisiert durch höhere Zinsergebnisse bei niedrigerer Investitionstätigkeit im Detailplanungszeitraum (GA S. 95).

Der allgemeine Verweis des Antragstellers zu 39 darauf, wegen Rückführung der Bankverbindlichkeiten zum Bewertungsstichtag könnten keine Zinsaufwendungen mehr anfallen, trägt den differenzierten Untersuchungen des Sachverständigen keine Rechnung und übersieht, dass auch nach den vom Sachverständigen für richtig gehaltenen Anpassungen keine Sollzinsen veranschlagt sind (vgl. „Bewertungsmodell“, a.a.O. S. 5 von 12).

d) Kapitalisierung

Die den Anteilseignern künftig zufließenden Erträge sind mit dem Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zum Stichtag der Hauptversammlung zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich dabei aus einem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammen; da der Unternehmensbewertung eine Nominal-

rechnung zugrunde liegt, ist zudem ab den Jahren der ewigen Rente ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.

aa) Basiszins

Der Basiszins soll dem durchschnittlichen landesüblichen Zinssatz für eine quasi risikofreie Anlage entsprechen. Für die Ertragswertberechnung kommt es nicht auf Werte der Vergangenheit oder auf einen aktuellen Stichtagswert an, sondern auf eine Prognose des in der Zukunft nachhaltig erzielbaren Nominalzinses. Nach dem heutigen Stand der Bewertungspraxis ist dieser Basiszins anhand der Zinsstrukturkurve herzuleiten. Diese Methode ist in aller Regel unabhängig davon anzuwenden, welche Fassung des IDW Standard S 1 zum Bewertungsstichtag vom Institut der Wirtschaftsprüfer verabschiedet war, und sie kann deshalb im Spruchverfahren als zum Zeitpunkt der Gerichtsentscheidung aktuelle Expertenauffassung rückwirkend herangezogen werden (ausführlich zu alldem OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 165 bis 183; ebenso im Ergebnis GA S. 123).

Für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag ergibt sich bei der Herleitung aus der Zinsstrukturkurve nach den Feststellungen des Sachverständigen ein Wert von 5,0 %, der sich auch annähernd mit den Ergebnissen nach anderen Methoden deckt (vgl. i.E. GA S. 124 bis 128 mit Übersicht auf S. 128), während die Bewertungsgutachter unter Zugrundelegung einer damaligen IDW-Empfehlung bei einer Betrachtung nur 10-jähriger Anleihen mit durchschnittlicher Rendite von 4,1 % und der Annahme einer Anschlussverzinsung von 6,5 % zu einem tendenziell zu hohen Wert von 5,5 % gelangt waren (vgl. GA S. 122, 128).

bb) Risikozuschlag

Der Basiszins ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der nach § 287 ZPO zu schätzen ist. „Da bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind, ist der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Der Risikozuschlag beruht auf dem Gedanken der Risikoaversion der Marktteilnehmer, wonach das Unternehmerrisiko durch entsprechend höhere Renditechancen abgegolten wird.“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 287).

(1) Es ist nicht zu beanstanden, dass die Unternehmensbewerter nach den Ausführungen im Übertragungsbericht zur Ermittlung des Risikozuschlags die Capital-Asset-Pricing-Method (CAPM) herangezogen haben, bei der eine aus der langjährigen Differenz (Überrendite) am Markt beobachtbarer Renditen von Aktien und quasi risikofreier Anleihen ermittelte durchschnittliche Marktrisikoprämie (2) mit einem unternehmensspezifischen Beta-Faktor (3) multipliziert wird. Angesichts der gebotenen Nachsteuerbetrachtung kann diese Methode in der Variante des sog. TAX-CAPM angewandt werden (vgl. dazu GA S. 178 ff), mit der berücksichtigt werden soll, dass seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens, das auch für den hier zu beurteilenden Bewertungsanlass relevant ist, Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer unterschiedlichen Besteuerung unterliegen. Dies entspricht der ständigen Rechtsprechung des Oberlandesgerichts Stuttgart in einer Vielzahl von Spruchverfahren, in denen Antragsteller dieselben Einwendungen grundsätzlicher Art gegen die Anwendung des CAPM und insbesondere des TAX-CAPM vorgebracht haben, wie sie auch im vorliegenden Verfahren Gegenstand mehrerer Bewertungsprüfungen sind. Das Oberlandesgericht Stuttgart hat wiederholt zu diesen Einwendungen Stellung genommen und an der Anwendbarkeit auch in seiner neueren Rechtsprechung unter Berücksichtigung neuerer Erkenntnisse und Argumente, die in den dortigen Verfahren teils inhaltlich übereinstimmend mit den Einwänden einiger Antragsteller im vorliegenden Verfahren, teils sogar darüber hinaus vorgebracht worden sind, festgehalten; insoweit kann zunächst Bezug genommen werden auf die Entscheidungen OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 191 ff und insbesondere Rn. 197 bis 206 zum TAX-CAPM; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, Juris Rn. 209 bis 215 sowie Rn. 255 bis 280 zur rückwirkenden Anwendung des TAX-CAPM auf alle Bewertungsanlässe seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 174 bis 187, je mit weiteren Nachweisen zum Stand der Diskussion und Rechtsprechung sowie zu vorausgegangenen Entscheidungen). Insbesondere mit der weiteren Entscheidung vom 17.10.2011, 20 W 7/11, hat sich das OLG Stuttgart nochmals mit den neueren Stellungnahmen für und wider die Anwendung von CAPM und TAX-CAPM auseinandergesetzt - auch mit dem (dort so bezeichneten) „Privatgutachten“ des , dessen dortige Ausführungen zum Übergang vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren beim TAX-CAPM in sein weiteres Gutachten vom 10.11.2009 (Anl. zum Schriftsatz des Antragstellers zu 2 vom 05.05.2011, abgeheftet nach Bl. VII 980) insoweit unverändert übernommen worden sind. Danach hält das Oberlandesge-

richt Stuttgart weiterhin daran fest, dass es ungeachtet der wissenschaftlich umstrittenen Details und der dabei diskutierten Schwächen in der Anwendung des theoretischen Modells auf einen realen Sachverhalt oder auch in seinen Modifikationen anlässlich geänderter steuerlicher Rahmenbedingungen vertretbar ist, wenn bei Bewertungsanlässen wie dem Vorliegenden das CAPM u.a. schon mangels besserer Alternativen herangezogen wird und wenn auch das TAX-CAPM zur Anwendung gelangt, sofern der Bewertungsstichtag im zeitlichen Geltungsbereich des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens liegt. Auf die umfangreichen Ausführungen in diesem Beschluss kann Bezug genommen werden (a.a.O. Juris Rn. 293 bis 312). Da es sich bei Modellen um Bewertungsmethoden und bei den entsprechenden Anwendungsempfehlungen in den jeweiligen IDW-Standards S 1 nicht etwa um Rechtsnormen, sondern um in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannte Expertenauffassungen handelt, bedeutet dies, dass eine Heranziehung des TAX-CAPM, die erst mit dem Standard in der Version des Jahres 2005 empfohlen worden war, im Rahmen einer Gesamtanwendung des Standards in der neueren Version rückwirkend in allen Fällen im zeitlichen Geltungsbereich des Halbeinkünfteverfahrens möglich ist, auch wenn der Bewertungsstichtag vor der Einführung dieser Version oder seines Entwurfs lag (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, Juris Rn. 255 bis 280; Beschluss vom 14.09.2011, 20 W 7/09, Juris Rn. 170 ff; Beschluss vom 03.04.2012, 20 W 6/09, Juris Rn. 119 ff und 164 ff).

(2) Nach dieser Rechtsprechung ist es auch nicht zu beanstanden, wenn als Nachsteuer-Marktrisikoprämie unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens ein Wert von 5,5 % angesetzt wird (ausführlich OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 220 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 192 ff; Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 188 bis 198; Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, Juris Rn. 284, jeweils bei Anwendung des IDW S 1 2005 mit TAX-CAPM; ebenso OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11. 2011, 21 W 7/11, Juris Rn. 115 ff; Beschluss vom 02.03.2012, 21 W 11/11, Rn. 61 f).

Dieser Nachsteuer-Wert ist aus dem korrespondierenden Wert einer Vorsteuer-Marktrisikoprämie von 4,5 % abgeleitet, wie er nach ständiger Rechtsprechung des Oberlandesgerichts Stuttgart im Rahmen einer Bewertung nach dem Modell des IDW S 1 2000 angesetzt wurde (siehe zur Herleitung im Einzelnen OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 230 bis 232; vgl. auch Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, 740 f; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszins-

satz in der Unternehmensbewertung, S. 116). Eine solcher Vorsteuer-Wert von 4,5 % ist schon in früheren Entscheidungen des Oberlandesgerichts Stuttgart geschätzt worden, wobei auch eine Abwägung verschiedener Ansätze und Überlegungen vorgenommen und dabei letztlich ein Zwischenwert zwischen einem arithmetischen und einem geometrischen Mittel von Werten aus langjährigen Betrachtungszeiträumen nach unterschiedlichen Studien mit abweichenden Ergebnissen angesetzt worden ist (ausführlich dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 26.10.2006, 20 W 14/05, Juris Rn. 49 f; OLG Stuttgart, Beschluss vom 16.02.2007, 20 W 25/05, Juris Rn. 39; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 159 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, Juris Rn. 213 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.09.2011, 20 W 6/08, Juris Rn. 148). Nichts anderes gilt für den korrespondierenden Nachsteuerwert von 5,5 % bei Überleitung in das Modell nach IDW S 1 2005 (OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 229 bis 232; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 197; vgl. auch OLG Frankfurt a.a.O.).

Dies ist unter weiterer Auseinandersetzung mit der Rechtsprechung anderer Gerichte und mit bekannten und neuen Argumenten und Literaturlauffassungen, wie sie auch einige Antragsteller in diesem Verfahren vor, in und nach der mündlichen Verhandlung noch einmal vorgebracht haben, erneut vom OLG Stuttgart in weiteren Beschlüssen bekräftigt worden. Dort wird u.a. nochmals betont, dass der genannte Wert aus einer Gesamtbetrachtung einer Vielzahl einschlägiger Studien und Übersichten zum Umfang von Überrenditen von Aktien gegenüber Renten resultiert - einschließlich derjenigen, an denen der Antragsteller zu 2 beteiligt war -, dass in die Überlegungen auch der bislang unentschiedene Meinungsstreit darum, ob ein arithmetischer oder geometrischer Mittelwert zu bilden ist, mit einer vermittelnden Lösung Eingang gefunden hat, und dass letztlich der gefundene Wert von 5,5 % ungefähr in der Mitte der Bandbreite der zur Diskussion gestellten möglichen Werte liegt, von denen keiner wissenschaftlich eindeutig als richtig oder falsch bezeichnet werden kann (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 188 bis 197; zuletzt ausführlich Beschluss vom 14.10.2011, Juris Rn. 313 bis 384; Beschluss vom 03.04.2012, 20 W 6/09, Juris Rn. 157 ff; vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, 21 W 7/11, Juris Rn. 115 bis 134). Die Kammer sieht keinen Grund, hiervon abzuweichen und einen anderen Wert festzusetzen.

Somit liegt der im Bewertungsgutachten angesetzte Vorsteuerwert von 5 % als Mittelwert einer angegebenen Bandbreite von 4 % bis 6 % (ÜB S. 35 Tz. 66, dazu GA S. 132) über dem o.g. Wert von 4,5 %, wie er der Rechtsprechung des OLG Stuttgart zugrunde

liegt, aber möglicherweise noch einer akzeptablen Bandbreite (so GA S. 136 bis 138). Entscheidend kommt es darauf nicht an, wie sich bei der gebotenen Gesamtbetrachtung aller bewertungsrelevanten Umstände zeigt (s.u.).

Der vom Sachverständigen für seine Alternativberechnung nach dem IDW-Standard S 1 in der 2005 herausgegebenen Version angesetzte Nachsteuerwert von 5,5 % (GA S. 180) deckt sich mit dem vom OLG Stuttgart angesetzten Wert.

(3) Die Kammer hat auch keine Bedenken gegen den Ansatz des aus einer Peer-Group abgeleiteten Beta-Faktors.

Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Er drückt demnach die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus. Dabei misst der Betafaktor das systematische Risiko einer Aktie; er beschreibt, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist. Dies bedeutet, dass der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung (§ 287 ZPO) zu ermittelnder Zukunftswert ist. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf hinreichend aussagekräftiger Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst oder derjenige einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 208 m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, 21 W 7/11, Juris Rn. 136).

(1.1.) Es somit nicht zu beanstanden, dass der eigene, aus historischen Kursdaten abgeleitete Beta-Faktor der Sappi Ehingen AG nicht herangezogen worden ist. Dies ist mit der geringen Aussagekraft dieses Werts angesichts geringer Handelsumsätze und der daraus resultierenden Marktengte begründet worden (vgl. GA S. 132).

Die geringe Liquidität bzw. ein geringer Handel beeinträchtigen in der Tat die Aussagekraft eines Beta-Faktors und umstrittene Korrekturverfahren wie das vom Antragsteller zu 2 angeführte können dieses Problem nicht zwingend beheben (OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 255; Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 211; Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 165 ff; Beschluss vom 08.07.2011, 20 W 14/08, Juris Rn. 259; Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 394 ff m.w.N.). Dabei ist, wie auch bei der Ermittlung eines Börsenwerts, auf eine Referenzperiode abzustellen, die vor der Bekanntgabe der Maßnahme, hier also

des Squeeze-Out, endet (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 211; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 167; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 239 ff).

Der Sachverständige hat nach Untersuchungen der von ihm erhobenen Daten zum Börsenhandel den Befund einer geringen Handelsaktivität bestätigt. Im Zeitraum vom 01.01.2001 bis 31.12.2002, der also vor der Ad-hoc-Meldung vom 21.03.2003 liegt, fand an rund 70 % der Handelstage kein Handel mit den Aktien der Sappi Ehingen AG statt (GA S. 138). Im Zeitraum von einem Jahr vor der Ad-hoc-Meldung fand nur an 56 von 253 Handelstagen (ca. 22 %) ein Handel statt. Mit 40.238 in diesem Zeitraum gehandelten Aktien wurden nur 0,19 % der ausgegebenen Aktien oder 4,71 % des Free Float (ca. 4 % der ausgegebenen Aktien) gehandelt (GA S. 164). Insbesondere ab Mai 2002 und dann weiter gegen Ende des Zeitraums verringerten sich die Handelsaktivitäten weiter, in den letzten drei Monaten vor der Ad-hoc-Meldung wurden noch 0,03 % der ausgegebenen Aktien oder 0,69 % des Free Float gehandelt (vgl. Grafik GA S. 164 sowie GA S. 166 f). Über den gesamten betrachteten Zeitraum sind an weit weniger als einem Drittel der Handelstage Aktien gehandelt worden, was auf den zu geringen Liquiditätsgrad hinweist (vgl. auch Dörschell/Franken/ Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 137, unter Hinweis auf § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV); hinzu kommen die vergleichsweise geringen Volumina. Die Kammer teilt deshalb die Einschätzung des Sachverständigen (GA S. 138), dass bereits wegen der geringen Handelsaktivität der eigene Beta-Faktor der Sappi Ehingen AG nicht geeignet ist, das spezifische Unternehmensrisiko abzubilden.

Ob darüber hinaus auch gängige Gütekriterien wie das Bestimmtheitsmaß R^2 oder der t-Test, auf die der Sachverständige Beta-Faktoren aus zwei- und fünfjährigen Beobachtungszeiträumen untersucht hat, belegen, dass es an statistischer Signifikanz und damit Tauglichkeit dieser Beta-Faktoren fehlt (so GA S. 138), oder ob diese Kriterien keine Relevanz haben, wie etwa der Antragsteller zu 2 unter Hinweis auf seine Veröffentlichung in Wpg. 2010, 1106 ff, vorträgt, kann dahingestellt bleiben.

Eine abweichende Beurteilung scheint auch nicht im Hinblick auf die Veröffentlichung von Erhardt/Novak (AG 2005 Sonderheft, S. 3 ff) geboten, die Beta-Faktoren für Squeeze-Out-Fälle untersucht und lediglich dann von ihrer Untersuchung ausgenommen haben, wenn sie an weniger als 30 Tagen innerhalb des Referenzzeitraums gehandelt wurden. Denn diese Autoren sind zum Ergebnis gelangt, dass der Beta-Faktor in Squeeze-Out-Fällen regelmäßig nahe Null liegt. Der Umstand, dass die von einem

Squeeze-Out betroffenen Unternehmen regelmäßig - wie hier auch die Sappi Ehingen AG - zuvor bereits beherrschte Unternehmen sind, rechtfertigt aber nicht die Annahme, dass alleine deshalb das unternehmerische Risiko in einem solchen Ausmaß sinkt, dass das Engagement in dieses Unternehmen einer Investition in eine nahezu risikolose Anleihe gleichkommt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 255 m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17.06.2010, 5 W 39/09, Juris Rn. 51; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 396; OLG Stuttgart, Beschluss vom 03.04.2012, 20 W 6/09, Juris Rn. 173). Soweit beim vertraglich beherrschten Unternehmen der Beta-Faktor gegen Null tendiert, dürfte dies allenfalls das geringere Risiko zum Ausdruck bringen, das für die aus der Ausgleichsverpflichtung des herrschenden Unternehmens zu erwartenden Zahlungsströme besteht (vgl. zum geringeren Risiko auch GA S. 173 ff) und dementsprechend für die Preisbildung am Kapitalmarkt ausschlaggebend ist. Dem wäre konsequenterweise Rechnung zu tragen, wenn für die Anteilsbewertung auf die Kapitalisierung der Ausgleichszahlungen abgestellt würde (siehe oben 2. a)). Die Heranziehung derselben Risikoüberlegungen bei der Diskontierung der aus der Ertragsplanung abgeleiteten Ergebnisse und Ausschüttungen, deren wegen der Gewinnabführung an das herrschende Unternehmen tatsächlich nicht bestehende Erwartung in den Börsenkurs auch nicht eingepreist sein kann, erscheint aber, auch mit Blick auf das Äquivalenzprinzip, nicht konsequent (Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O. S. 306 ff). Vielmehr ist in einer solchen Situation das mit der Investition in die Aktie verbundene Risiko entkoppelt von demjenigen eines Engagements in das Unternehmen selbst und daher für die Bewertung des Unternehmens nach dem Ertragswertverfahren ungeeignet (OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.03.2012, 21 W 11/11, Juris Rn. 69, 75). Dementsprechend hat jetzt auch das Oberlandesgericht Stuttgart für Squeeze-Out-Fälle nach vorausgegangenem Gewinnabführungsvertrag entschieden, dass die Börsenkurse das individuelle Unternehmensrisiko allenfalls eingeschränkt widerspiegeln können und deshalb ein aus historischen Kursen abgeleiteter unternehmenseigener Betafaktor keine hinreichende Aussagefähigkeit hat (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03.04.2012, 20 W 6/09, Juris Rn. 170).

Ungeachtet dieser Erwägungen erscheint jedenfalls ein Beta-Faktor, der niedriger liegt als der plausibel aus einer Peer-Group abgeleitete Beta-Faktor und damit ein geringeres Risiko als die Vergleichsunternehmen oder gar nahezu ein Null-Risiko ausdrückt, als nicht zutreffend, weil bei der gebotenen ökonomischen Betrachtung keine Gesichtspunkte für ein gegenüber den Vergleichsunternehmen geringeres unternehmensspezifisches

Risiko erkennbar sind. Bei dessen Betrachtung sind unter Risikogesichtspunkten externe und interne Einflüsse wie Standort-, Umwelt-, Brancheneinflüsse, Kundenbeziehungen, sonstige Aspekte des Marktumfelds und auch das Produktprogramm unter Gesichtspunkten wie dem Grad der Diversifizierung zu berücksichtigen (eingehend OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 257 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 399 ff m.w.N.).

Der gerichtliche Sachverständige hat deshalb zutreffend nicht nur den Beta-Faktor aus einer Peer-Group, wie ihn die Bewertungsgutachter ermittelt haben (die im Bewertungsgutachten fehlende Darstellung dazu hat der Sachverständige in seinem Gutachten ersetzt, vgl. GA S. 132 bis 134), überprüft und hinterfragt, sondern das Ergebnis auch anhand der individuellen Unternehmensverhältnisse gewürdigt.

Danach haben die Bewertungsgutachter aus einer Peer-Group von drei Vergleichsunternehmen einen „Adjusted Beta“ des unverschuldeten Unternehmens von 0,62 abgeleitet, unter Berücksichtigung der Verschuldung der Antragsgegnerin als Muttergesellschaft und zweier anderer ihrer Tochterunternehmen auf einen Wert von 0,7 umgerechnet und diesen ihrer Berechnung zugrunde gelegt (nachvollzogen GA S. 132 bis 134). Würde dabei auf eine nach den Ausführungen des Sachverständigen nicht zwingend erscheinende Adjustierung verzichtet, so würde sich ein „Raw Beta“ von 0,56 ergeben (GA S. 142 f). Aufgrund eigener Überlegungen ist der Sachverständige bei Einbeziehung von 7 weiteren geeigneten Vergleichsunternehmen bei einer Peer-Group von also insgesamt 10 Vergleichsunternehmen mit Einzelwerten zwischen ca. 0,3 bis 0,9 zu einem ähnlichen Wert von 0,52 bis 0,53 (arithmetischer Durchschnitt bzw. Median) gelangt (jeweils unverschuldete Werte, vgl. i.E. GA S. 139 bis 142 mit Anl. 7 und 8). Nachvollziehbar sind auch seine Überlegungen, dass es nicht überzeugend erscheint, auf die Verschuldung des Mutterunternehmens und anderer Konzerngesellschaften abzustellen, und dass angesichts des geringen Verschuldungsgrads der Sappi Ehingen AG auf eine also kaum wertrelevante Anpassung an diesen Verschuldungsgrad verzichtet werden könnte (GA S. 143).

Wenn er gleichwohl den im Bewertungsgutachten angesetzten Wert von 0,7 als plausibel im Rahmen der Bandbreite von 0,3 bis 0,9 bezeichnet hat, wie sie bei der erweiterten Peer-Group vorgefunden wurde, so beruht dies auf der zutreffenden Überlegung, dass die Ableitung eines Werts aus der Peer-Group zwar der Orientierung dienen kann, seine Übertragbarkeit auf das zu bewertende Unternehmen aber anhand einer individuellen Risikobetrachtung zu prüfen ist (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom

17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 423 sowie die bereits oben genannten Entscheidungen). Insbesondere hat er nach Einschätzung der Kammer zutreffend hervorgehoben, dass die spezifische Risikosituation der Sappi Ehingen AG durch die von der Papiermaschine erzwungene Beschränkung der Papierproduktion auf die zunehmend weniger marktgängigen ungestrichenen und einfach gestrichenen Papiere und somit eine geringe Diversifikation gekennzeichnet war, während sich die in die Peer-Group einbezogenen Mitbewerber durch tendenziell breitere Produktpaletten auszeichnen und teilweise hinsichtlich der Beschaffungsrisiken wegen eigener Holzproduktion günstiger stellen (GA S. 145 f; letztlich erscheint auch die negative IST-Entwicklung der Ergebnisse in den Planjahren, die selbst hinter den durch BG angepassten Planungen zurückgeblieben ist, als ein Indiz dafür, dass nicht unerhebliche Risiken für die Planerreicherung bestanden und sich damit realisiert haben).

Im Hinblick auf diese Risikobetrachtung erscheint es auch der Kammer einleuchtend, dass ein Beta-Faktor von 0,7, der etwas über dem Mittelwert der erweiterten Peer-Group (0,52-0,53) liegt, dieser unternehmensspezifischen Risikosituation gerecht wird oder sogar tendenziell eher niedrig erscheint (GA S. 146). Wie sich bei der Gesamtbetrachtung unten zeigt, könnte aber selbst ein Beta-Faktor in Höhe dieses Mittelwerts oder auch bei Abrundung auf 0,5 keine erhöhte Abfindung rechtfertigen. Jedenfalls nicht mehr vertretbar erscheint aber ein Wert weit unter dem Mittelwert der Peer-Group oder gar nahe Null, der dann insgesamt ein Investment in Aktien der Sappi Ehingen AG einer quasi-risikolosen Anleihe gleichstellen würde. Unter den Umständen erweist sich auch das Argument nicht als tragfähig, dass ein niedrigerer eigener Beta-Faktor zu bevorzugen sei, weil die Wahrscheinlichkeit, dass der wahre Wert größer oder kleiner sei als der aus den eigenen Daten ermittelte Betafaktor, bei jeweils 50 % liege (vgl. zu diesem Einwand OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.03.2012, 20 W 11/11, Juris Rn. 67).

cc) Wachstumsabschlag

Für die Phase der ewigen Rente, in der nachhaltige, nicht mehr im Detail geplante, nominal gleich bleibende Ergebnisse angesetzt sind - hier also ab dem Geschäftsjahr 2007/2008 - ist der Kapitalisierungsfaktor um einen Wachstumsabschlag zu reduzieren, um die für diese Phase zu erwartenden wachstumsbedingten Veränderungen der Überschüsse abzubilden. Dabei geht es zum einen um Inflationsausgleich, wobei es entscheidend darauf ankommt, inwieweit das Unternehmen in der Lage ist, die in seinem

Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite an die Kunden weiterzugeben oder durch Rationalisierungsmaßnahmen aufzufangen. Zum anderen dient der Abschlag auch der Darstellung von Mengen- und Strukturänderungen entsprechend dem Wachstumspotential des Unternehmens. Angesichts dessen muss der Wachstumsabschlag nicht in jedem Fall der erwarteten Inflationsrate entsprechen, insbesondere wenn angesichts der Situation des Unternehmens und der Markt- und Wettbewerbsverhältnisse nicht damit zu rechnen ist, dass künftige Preissteigerungen in vollem Umfang an die Kunden durchgereicht werden können (vgl. zu diesen Gesichtspunkten ausführlich OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 283 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 188 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 225 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, Juris Rn. 233 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08, Juris Rn. 222 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 432 ff).

Der Sachverständige hat im Rahmen der Plausibilisierung des im Bewertungsgutachten mit 0,5 % veranschlagten Wachstumsabschlags diesen Wert mit den durchschnittlichen Gewinnerwartungen deutscher Unternehmen verglichen. Er hat dazu Studien zitiert, wonach diese in der Vergangenheit recht konstant um ca. 45 % unter der Inflationsrate gelegen sind, was bei einer erwarteten langfristigen Inflationsrate von 1,5 bis 2 % einen Wachstumsabschlag von 0,7 bis 0,9 % bedeutet. Auch solche Untersuchungen basieren auf einer Vielzahl von Annahmen und Festlegungen etwa zum untersuchten Zeitraum oder zur Berücksichtigung von Änderungen der Kapitalstruktur, des Steuersystems u.a., so dass deshalb auch nicht anhand von Studien mit abweichenden Ergebnissen oder anhand der von Antragstellern angeführten Studie der EZB im Monatsbericht September 2007 festgestellt werden kann, dass das Gewinnwachstum zwingend über der Inflationsrate liegen muss (vgl. eingehend OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011, 20 W 14/08, Juris Rn. 279; Beschluss vom 17.10.2011, 20 W 7/11, Juris Rn. 279 f; Beschluss vom 03.04.2012, 20 W 6/09, Juris Rn. 195 f).

Die Kammer teilt die Einschätzung des Sachverständigen (GA S. 148), dass das bereits mehrfach erwähnte beschränkte Produktportfolio und die am Stichtag erwarteten Überkapazitäten mit entsprechendem Preis- und Margendruck es fraglich erscheinen ließen, dass Kostensteigerungen in vollem Umfang an die Kunden weitergegeben werden können. Beizutreten ist aber auch seiner Einschätzung, dass ein Wachstumsfaktor von 0,5 % eher niedrig bemessen ist und ein Wert am oberen Rand der o.g. Durchschnittswerte,

also 0,9 % denkbar gewesen wäre. Es kann dahingestellt bleiben, ob ein Wert von 0,5 % als unvertretbar bezeichnet werden muss. Auch noch ein Wert von 0,9 % oder aufgerundet 1,0 % führt im Ergebnis nicht zur Unangemessenheit der Barabfindung (s.u.).

dd)

Entgegen der von den Antragstellern zu 29 bis 33 mit Schriftsatz vom 14.10.2011 (Bl. VI 1001) geäußerten Ansicht, „beleuchtet“ die in der damit vorgelegten Zeitungsmeldung erwähnte Übernahme des amerikanischen Unternehmens Temple-Inland, das offenbar vor allem auch Verpackungsmaterial und Bauprodukte herstellt (vgl. <http://www.templeinland.com>), durch einen Großkonzern der Papierbranche zum „20,9-fachen Jahresgewinn“, wie die Antragsteller errechnet haben, den Kapitalisierungsfaktor für das vorliegende Verfahren nicht. Ein für ein anderes Unternehmen, im Jahr 2011 nach einer Übernahmeschlacht gezahlter Übernahmepreis, der weder mit dem Bewertungsobjekt noch dem Bewertungsstichtag einen Zusammenhang aufweist, bietet nichts Erhellendes für die Bewertung der Sappi Ehingen AG zum 09.05.2003.

e) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

Die Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens im Bewertungsgutachten mit 421.000 € (ÜB S. 37 f, Tz. 75 bis 79) begegnet nach den Feststellungen des Sachverständigen keinen Bedenken. Insbesondere ist die Abgrenzung korrekt danach vorgenommen worden, dass lediglich landwirtschaftliche und Wohngrundstücke erfasst wurden, die bei funktionaler Betrachtung nicht für den betrieblichen Leistungsprozess genutzt werden. Die Betriebsgrundstücke hingegen sind für den Leistungsprozess nicht entbehrlich und deshalb mit Grundlage der Ertragswertermittlung. Wie der Sachverständige weiter festgestellt hat, sind die Grundstückswerte der fraglichen Grundstücke korrekt nach den Vorgaben der Wertermittlungsverordnung, die üblicherweise für Grundstücksbewertungen angewandt wird, ermittelt worden (zu alldem GA S. 152 bis 154). Antragstellerseits sind hiergegen nach Vorlage des Gutachtens keine Bedenken mehr geäußert worden. Auch die Kammer folgt in diesem Punkt der sachverständigen Einschätzung.

4. Liquidationswert

Nach der vom Sachverständigen dargestellten überschlägigen Berechnung belief sich ein Liquidationswert unter Berücksichtigung von Liquidationsaufwendungen auf ca. 47,3 Mio. €; Anhaltspunkte für anderweitige stille Reserven haben sich nicht ergeben (GA S. 155 f). Angesichts dessen erübrigt sich eine Detailberechnung, da sie kein Ergebnis bringen könnte, das den dem Abfindungsangebot zugrunde liegenden Unternehmenswert auch nur annähernd erreichen könnte. Insoweit haben die Antragsteller auch keine Beanstandungen gegen das Gutachten vorgebracht.

5. Gesamtbetrachtung - Ergebnis

a)

Folgt man der durchaus nachvollziehbaren Argumentation des Sachverständigen, dass die Ansätze im Bewertungsgutachten hinsichtlich der Planung jedenfalls im Ergebnis nicht zuungunsten der Minderheitsaktionäre ausfallen (GA S. 185) und auch der Kapitalisierungszinssatz als Endwert innerhalb plausibler Bandbreiten liegt (GA S. 149), dann bleibt es im Rahmen der gebotenen Gesamtbetrachtung bei dem rechnerischen Ergebnis aus dem Bewertungsgutachten, das zu einem Abfindungsbetrag von 5,61 € je Aktie geführt hat und nicht als unangemessen erscheint.

b)

Das gilt erst recht, wenn man die verschiedenen Änderungen bei den Planansätzen der Bewertung zugrunde legt, wie sie oben im Einzelnen dargelegt sind und der Kammer auch wie ausgeführt zutreffend erscheinen, weil sich die Planungen in diesen Punkten nicht als widerspruchsfrei oder hinreichend nachvollziehbar durch Informationen belegt erwiesen haben. Diese Änderungen führen in der Summe und unter Berücksichtigung ihrer Auswirkungen auf die Finanzbedarfsberechnung und damit das Zinsergebnis sowie bei Übernahme der Kapitalisierungszinssätze aus dem Bewertungsgutachten zu einem Unternehmenswert von 71,892 Mio. € und damit einem Wert pro Aktie von 3,46 € (vgl. insbesondere das vom Sachverständigen übersandte „Bewertungsmodell“, dort Seite 3 von 12 mit den Hinweisen auf S. 2 von 12).

Nach den Ausführungen oben erscheint dabei allerdings der Kapitalisierungszins im Bewertungsgutachten tendenziell zu hoch angesetzt. Rechnet man stattdessen mit einem Basiszins von nur 5 % und einer Vorsteuermarktrisikoprämie von 4,5 % - dies nicht nach dem TAX-CAPM, sondern nach dem im Bewertungsgutachten herangezogenen CAPM - bei im Übrigen unveränderten Parametern und Übernahme der Ergebnisse vor/nach Steuern oder dem o.g. „Bewertungsmodell“ - , so folgt daraus ein Unternehmenswert von 78,205 Mio. € und ein Aktienwert von 3,76 €:

I. Kapitalisierungszinssatz		Phase I		Ewige Rente			
Basiszins		5,0%					
MRP	4,5%						
Beta	0,70						
Risikozuschlag		3,15%					
Kap.zins v. St.		8,15%					
typ. ESt		35,0%					
Kap.zins n.St.		5,30%					
Wachstumsabschlag				0,50%			
Kap.zins n.St.		5,30%		4,80%			

II. Barwertberechnung		2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	Ewige Rente 2007/2008 ff
Ergebnis vor Steuer	TEUR	6.676	8.390	10.091	11.590	4.922	3.453
typ. Est - Halbeink.verf.	17,5%	-1.168	-1.468	-1.766	-2.028	-861	-604
Ergebnis nach Steuer	TEUR	5.508	6.922	8.325	9.562	4.061	2.849
Kapitalisierungszins s.o.)		5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	4,80%
Barwertfaktor		0,9497	0,9019	0,8565	0,8134	0,7725	16,1026
Barwert	TEUR	5.231	6.243	7.131	7.778	3.137	45.872

III. Unternehmenswertberechnung			
Ertragswert zum	30.09.2002	75.391	TEUR
Tage aufzinsen	221		
Ertragswert zum	09.05.2003	77.784	TEUR
Nicht betr.notw. Verm.		421	TEUR
Unternehmenswert		78.205	TEUR
Aktien:		20.800.000	
Wert pro Aktie		3,76	EUR

Dabei kann vernachlässigt werden, dass sich bei einem niedrigeren Kapitalisierungszinssatz als 5,35 % auch die Annuität von 148 TEUR, die im Rahmen der Pensionsrück-

stellungen als zusätzlicher Aufwand in der ewigen Rente berücksichtigt wurde (siehe noch einmal GA S. 35 f und „Bewertungsmodell“ S. 9 von 12, letzte Spalte und unten) entsprechend reduzieren würde: auf den Wert pro Anteil wirkt sich dies allenfalls bei der zweiten Nachkommastelle aus.

Setzt man darüber hinaus den Beta-Faktor mit nur 0,5, den Wachstumsfaktor dagegen mit 1 % an, so führt das zu knapp 94 Mio. € Unternehmenswert und 4,52 € Aktienwert:

I. Kapitalisierungszinssatz		Phase I		Ewige Rente			
Basiszins		5,0%					
MRP	4,5%						
Beta	0,50						
Risikozuschlag		2,25%					
Kap.zins v. St.		7,25%					
typ. ESt		35,0%					
Kap.zins n.St.		4,71%					
Wachstumsabschlag				1,00%			
Kap.zins n.St.		4,71%		3,71%			

II. Barwertberechnung		Ewige Rente					
		2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008 ff
Ergebnis vor Steuer	TEUR	6.676	8.390	10.091	11.590	4.922	3.453
typ. Est - Halbeink.verf.	17,5%	-1.168	-1.468	-1.766	-2.028	-861	-604
Ergebnis nach Steuer	TEUR	5.508	6.922	8.325	9.562	4.061	2.849
Kapitalisierungszins s.o.)		4,71%	4,71%	4,71%	4,71%	4,71%	3,71%
Barwertfaktor		0,9550	0,9120	0,8710	0,8318	0,7943	21,3964
Barwert	TEUR	5.260	6.313	7.251	7.953	3.226	60.952

III. Unternehmenswertberechnung			
Ertragswert zum	30.09.2002	90.955	TEUR
Tage aufzinsen	221		
Ertragswert zum	09.05.2003	93.526	TEUR
Nicht betr.notw. Verm.		421	TEUR
Unternehmenswert		93.947	TEUR
Aktien:		20.800.000	
Wert pro Aktie		4,52	EUR

Schließlich würde selbst bei einer noch weiteren Herabsetzung des Risikofaktors auf nur 1 %, was also weit unter dem läge, was in der Rechtsprechung früher bei Heranziehung pauschal geschätzter Risikozuschläge angesetzt wurde (vgl. etwa OLG München AG

2008, 28 für Sachverhalte, die nicht dem IDW S 1 2005 unterfallen: 2 %), nicht zu einem Wert je Aktie führen, der über dem Abfindungsangebot läge:

I. Kapitalisierungszinssatz		Phase I		Ewige Rente			
Basiszins		5,0%					
MRP	4,5%						
Beta	0,22						
Risikozuschlag		0,99%					
Kap.zins v. St.		5,99%					
typ. ESt		35,0%					
Kap.zins n.St.		3,89%					
Wachstumsabschlag				1,00%			
Kap.zins n.St.		3,89%		2,89%			

II. Barwertberechnung							Ewige Rente	
		2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008 ff	
Ergebnis vor Steuer	TEUR	6.676	8.390	10.091	11.590	4.922	3.453	
typ. Est - Halbeink.verf.	17,5%	-1.168	-1.468	-1.766	-2.028	-861	-604	
Ergebnis nach Steuer	TEUR	5.508	6.922	8.325	9.562	4.061	2.849	
Kapitalisierungszins (s.o.)		3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	2,89%	
Barwertfaktor		0,9625	0,9265	0,8917	0,8583	0,8261	28,5519	
Barwert	TEUR	5.301	6.413	7.424	8.207	3.355	81.336	

III. Unternehmenswertberechnung			
Ertragswert zum	30.09.2002	112.036	TEUR
Tage aufzinsen	221		
Ertragswert zum	09.05.2003	114.657	TEUR
Nicht betr.notw. Verm.		421	TEUR
Unternehmenswert		115.078	TEUR
Aktien:		20.800.000	
Wert pro Aktie		5,53	EUR

c)

Stellt man dagegen auf die 2005 herausgegebene Version des IDW Standard S 1 und damit auf eine Berechnung nach dem sog. TAX-CAPM ab (s.o.), dann ergeben sich erst recht keine Werte, die das Abfindungsangebot übersteigen. Insoweit kann auf die dazu angestellten Alternativberechnungen des Sachverständigen verwiesen werden, der insoweit nachvollziehbar die Wertauswirkungen nicht nur der veränderten Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes (mit Ansatz eines Basiszinses von 5 % und einer Markt-

risikoprämie von 5,5 % nach Steuern), sondern auch der veränderten Annahmen zur Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos und zur Teilausschüttung/Teilthesaurierung dargestellt hat (GA S. 176 ff; vgl. auch „Bewertungsmodell“ S. 12 von 12). Dies führt bei im Übrigen gegenüber dem Bewertungsgutachten unveränderten Annahmen zu einem Unternehmenswert von nur rund 99,2 Mio. € (GA S. 183).

Berücksichtigt man zusätzlich die Wertauswirkungen der vom Sachverständigen beschriebenen Änderungen bei den Planzahlen gegenüber dem Bewertungsgutachten, so ermäßigt sich dieser Wert ermäßigt sich auf 62,847 Mio. € bzw. bei gleichmäßigem Ansatz des unverschuldeten Beta-Faktors (0,62) auf 68,584 Mio. € (GA S. 183 f mit „Bewertungsmodell“ Seite 12 von 12). Selbst wenn letzterenfalls ein Kapitalisierungsfaktor am unteren Ende der vom Sachverständigen dargestellten Bandbreite angesetzt wird (siehe i.E. GA S. 184 Fußnote 428), ergibt sich ein Unternehmenswert von 98,1 Mio. € und damit ein Aktienwert von 4,72 €, was unter dem Abfindungsangebot liegt.

d)

Nachdem nichts anderes auch für Werte gilt, die nach den Börsenkursen der Sappi Ehingen AG oder nach dem kapitalisierten Ausgleichsbetrag aus dem Unternehmensvertrag von 1990 ermittelt werden können, kann nicht festgestellt werden, dass die angebotene Abfindung von 5,61 € unangemessen war.

Die Anträge haben deshalb keinen Erfolg.

V.

1.

Die Antragsgegnerin hat nach § 327 f Abs. 2 Satz 3 i.V.m. § 306 Abs. 7 Satz 7 AktG a.F. die Gerichtskosten zu tragen.

Da diese Vorschrift nicht die außergerichtlichen Kosten der Verfahrensbeteiligten regelt, ist gem. § 13 a Abs. 1 FGG nach billigem Ermessen zu entscheiden, inwieweit außergerichtliche Kosten einem anderen Beteiligten auferlegt werden. In den vor Inkrafttreten des SpruchG anhängig gewordenen Spruchverfahren haben sich die Gerichte gleich-

wohl an dem in § 306 Abs. 7 Satz 7 AktG a.F. und § 312 Abs. 4 UmwG a.F. normierten Grundsatz orientiert, dass die Kosten der Antragsteller von den Gesellschaften zu tragen sind, die die kompensationspflichtige Maßnahme veranlasst haben und Antragsgegner des Verfahrens sind (vgl. zu Umwandlungsfällen OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, 20 W 16/06; Juris Rn. 479; Beschluss vom 08.03.2006, Juris Rn. 166; LG Stuttgart, Beschluss vom 30.09.2011, 31 O 190/08 KfH AktG; Krieger in Lutter, UmwG, 3. Aufl., § 312 Rn. 6; zu aktienrechtlichen Fällen nach §§ 306, 327 ff AktG a.F. LG Stuttgart, Beschluss vom 20.02.2006, 34 AktE 10/03 KfH; Beschluss vom 27.11.2006, 34 AktE 6/03 KfH; Beschluss vom 20.11.2008, 32 AktE 46/03; Bilda in MünchKomm-AktG, 2. Aufl., § 306 Rn. 170; vgl. ferner Roskopf in KölnKomm-SpruchG, § 15 Rn. 46 m.w.N. zur älteren Rechtsprechung).

Die Kostentragung durch die Antragsgegnerin entspricht nach Ansicht der Kammer auch im vorliegenden Verfahren billigem Ermessen. Insbesondere besteht kein Grund, in Bezug auf einige Antragsteller anders zu verfahren, weil ihre Anträge offensichtlich unbegründet gewesen wären (so die Antragsgegnerin in ihrer Antragsabweisung vom 25.03.2004, S. 81, Bl. III 455). Da Anträge nach dem alten Verfahrensrecht nicht unbedingt begründungspflichtig waren (s.o.) und jedenfalls auch etliche Antragsgründe von einigen Antragstellern vorgebracht waren, kann für keinen Antrag gesagt werden, dass er von vornherein unbegründet war. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass etliche Antragsteller nicht zu Unrecht moniert hatten, dass die Ausführungen im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht über weite Strecken hinweg wenig informativ waren und, wie das Gerichtsgutachten zeigt, die tatsächlichen Bewertungsansätze oft nur unvollkommen dargestellt haben. Dies ist antragstellerseits nicht zu Unrecht auch vorgebracht worden, hat ausführlichen Antragsbegründungen ohnehin Grenzen gesetzt und letztlich mit einer Begutachtung im Verfahren als erforderlich erscheinen lassen, so dass auch unter diesem Gesichtspunkt kein Antrag von vornherein offensichtlich unbegründet war.

2.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten ist mit 200.000 € angemessen festgesetzt. Nach § 327 f Abs. 2 , 306 Abs. 7 Satz 6 AktG a.F. i.V.m. § 30 KostO, wobei sich die Kammer mangels anderer greifbarer Anhaltspunkte an dem Mindestwert nach § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG orientiert, wie er für die ab 01.09.2003 eingegangenen Spruchverfahren gilt.

Gegenstandswerte für die Vertretung durch Verfahrensbevollmächtigte werden nur auf Antrag nach rechtskräftigem Abschluss des Verfahrens festgesetzt (§ 10 Abs. 1 BRAGO).

3.

Die Verpflichtung der Antragsgegnerin, die Vergütung und Auslagen des Gemeinsamen Vertreters zu tragen, ergibt sich aus dem Gesetz (hier § 306 Abs. 4 Satz 6 AktG a.F.) und bedarf keines Ausspruchs, sondern der Festsetzung durch den Vorsitzenden, die auf gesonderten Antrag erfolgt.