

---

**Datum:** 27.05.2009  
**Gericht:** Oberlandesgericht Düsseldorf  
**Spruchkörper:** 26. Zivilsenat  
**Entscheidungsart:** Beschluss  
**Aktenzeichen:** I-26 W 5/07 (AktE)  
**ECLI:** ECLI:DE:OLGD:2009:0527.I26W5.07AKTE.00

---

**Vorinstanz:** Landgericht Dortmund, 18 AktE 5/03

**Leitsätze:**

§ 305 AktG

Bei der Unternehmensbewertung ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM) derzeit das wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten.

---

**Tenor:**

Auf die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin wird der Beschluss der 4. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Dortmund vom 19.03.2007 teilweise unter Zurückweisung des weitergehenden Rechtsmittels abgeändert und insgesamt neu gefasst:

Die auf Bestimmung der angemessenen Barabfindung gemäß §§ 207, 212 UmwG und eine bare Zuzahlung gemäß § 196 UmwG gerichteten Anträge der Antragsteller zu

1),

2),

3),

11) und

20)

werden zurückgewiesen.

Die den Anteilshabern der früheren X die gegen den Umwandlungsbeschluss vom 24.02.2000 Widerspruch zur Niederschrift des Protokolls der Hauptversammlung erklärt haben, gemäß § 207 Abs. 1 S. 1 UmwG zu gewährende Barabfindung wird auf

19,57 €

je Vorzugs-Stückaktie im rechnerischen Nennwert von 1,00 € festgesetzt.

Ein Ausgleich durch bare Zuzahlung gem. § 196 UmwG findet nicht statt.

Die – selbständigen – Anschlussbeschwerden der Antragsteller und Beschwerdeführer zu

14) und

15) sowie

die – unselbständigen - Anschlussbeschwerden der Antragsteller zu

6),

7),

8),

9),

16),

19) und

21)

werden zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens in erster Instanz und die gerichtlichen Kosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin, die auch die in der ersten Instanz und in der Beschwerdeinstanz entstandene Vergütung und die Auslagen der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre zu tragen

hat.

Die in erster Instanz und in dem Beschwerdeverfahren entstandenen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller

1),

2),

3),

11) und

20)

tragen diese selbst.

Die Antragsgegnerin trägt die in erster Instanz entstandenen außergerichtlichen Kosten der übrigen Antragsteller, die ihre in dem Beschwerdeverfahren entstandenen außergerichtlichen Kosten selbst tragen.

Der Geschäftswert für die gerichtlichen Gebühren und die Vergütung der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre wird für die erste Instanz auf 8.965.000 € und für die Beschwerdeinstanz auf 7.500.000 € festgesetzt.

---

**Gründe:**

1

A

2

Gegenstand des vorliegenden Spruchstellenverfahrens ist die Festsetzung der angemessenen Barabfindung gemäß § 207 UmwG und eines Ausgleichsanspruchs durch bare Zuzahlung gemäß § 196 UmwG für die Anteilsinhaber der früheren X aus Anlass der am 24.02.2000 beschlossenen Formumwandlung in die Y.

3

Das Landgericht Dortmund hat in seinem Beschluss vom 19.03.2007 folgenden - mit den Beschwerden und den Anschlussbeschwerden nicht angegriffenen - Sachverhalt festgestellt:

4

"1. Unternehmensgeschichte und -struktur

5

...

6

2. Kapital- und Aktionärsstruktur

7

Das Grundkapital der X betrug ursprünglich DM. Es war in Stammaktien und stimmrechtslose Vorzugsaktien mit einem Nennbetrag von je DM aufgeteilt. Durch Beschluss der Hauptversammlung der X vom wurde das Grundkapital von DM auf € umgestellt. Durch eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und Ausgabe neuer Aktien wurde das Grundkapital

8

auf Euro erhöht. An die Stelle der Stammaktien und stimmrechtslosen Vorzugsaktien traten nun Stamm-Stückaktien und Vorzugs-Stückaktien mit einem rechnerischen Nennbetrag von Euro. Das Umtauschverhältnis Nennwertaktie zu Stückaktie betrug mithin . Die Stammaktien befanden sich bis zu % im Besitz der G. und R. Die Hauptaktionäre hielten ferner % der Vorzugsaktien der X. Mitte übertrugen die G. und R. ihren Aktienbesitz, der ca. % des Grundkapitals der X ausmachte, kaufweise auf die H.

... 9

In der Folgezeit, vom , erwarb die X im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufsangebots Stück börsennotierter Vorzugsaktien im Nennbetrag von DM (entsprechend Vorzugsaktien mit dem rechnerischen Nennbetrag von €). Das Rückkaufvolumen betrug Euro. Der Rückkaufkurs pro Aktie betrug mithin € pro Nennbetragsaktie. Diese Aktien wurden eingezogen. Das gezeichnete Kapital wurde um € auf € herabgesetzt. Infolge eines freiwilligen öffentlichen Kaufangebots in der Zeit vom erwarb die H. weitere Stück Vorzugsaktien im Nennbetrag von jeweils DM (entsprechend Stück Vorzugs-Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils €) hinzu. Zusammen mit zwischenzeitlich über die Börse erworbenen Aktien hielt die H. am mithin % der Stammaktien der Gesellschaft sowie % der Vorzugsaktien und damit insgesamt rund % des Grundkapitals an X. Die restlichen Anteile, mithin ca. Vorzugsstückaktien befanden sich in Streubesitz. 10

Der Ausgabepreis für die Vorzugsaktie hatte im Jahre DM pro Stück im Nennbetrag von DM betragen. 11

... 12

§ 21 Abs. 1 der Satzung der X sah vor, dass den Inhabern von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht eine Mehrdividende von % des rechnerischen Nennwertes sowie eine Mindestdividende von % des rechnerischen Nennwertes als Ausgleich für das fehlende Stimmrecht zu gewähren war. 13

3. Die Strukturmaßnahme 14

Die Hauptversammlung der X beschloss am die Umwandlung der Gesellschaft in die Y, die später in T. umfirmierte. Dieser Beschluss wurde am im Bundesanzeiger bekannt gemacht. Die Eintragung in das Handelsregister des AG erfolgte am . Den Umwandlungsbericht gemäß § 192 Abs. 1 UmwG erstattete der Vorstand der X unter Mitwirkung der früheren A., jetzt E. Das Prüfgutachten gemäß § 30 Abs. 2 UmwG, das sich dem Bericht des Vorstands anschloss, erstattete die B. Darauf basierend sah der Umwandlungsbeschluss vor, dass jeder ausscheidende Aktionär gemäß § 207 Abs. 1 Satz 1 UmwG eine Barabfindung von € für jede Vorzugs-Stückaktie im rechnerischen Nennbetrag von € sowie von € für jede Stamm-Stückaktie im rechnerischen Nennbetrag von € erhalten sollte. Umgerechnet auf die vormals bestehenden Nennbetragsaktien mit Nennbeträgen von DM entspricht dies € je Vorzugsaktie und € je Stammaktie. Einen Ausgleich durch bare Zuzahlung gemäß § 196 UmwG sah der Umwandlungsbeschluss nicht vor. 15

Das Festkapital der durch den Umwandlungsbeschluss entstandenen Kommanditgesellschaft sollte € betragen. Daran sollten gemäß § 4 des Gesellschaftsvertrages die Aktionäre der früheren X in dem Verhältnis beteiligt sein, in dem sie im Zeitpunkt der Eintragung der neuen Rechtsform in das Handelsregister am Grundkapital der früheren X beteiligt waren. Aus einem Grundkapitalanteil an der X in Höhe von Euro wurde ein Festkapitalanteil an der T. in Höhe von Euro. Die Festkapitalanteile sollten den Pflichteinlagen der Gesellschafter 16

entsprechen, welche durch die Umwandlung als in voller Höhe erbracht gelten sollten. Persönliche Gesellschafterin (Komplementärin) wurde die F., die mit einem Festkapitalanteil in Höhe von € am Festkapital der KG beteiligt war. Alle übrigen Anteilseigner der X erhielten den Rechtsstatus eines Kommanditisten.

Wegen der Gewinnbeteiligung der Kommanditisten enthält § 11 Abs. 5 des Gesellschaftsvertrages folgende Sonderregelung: 17

"Die Kommanditisten, die im Zeitpunkt der Eintragung des Formwechsels im Handelsregister an der früheren X mit Vorzugs-Stückaktien beteiligt waren, erhalten aus dem Jahresüberschuss der KG einen um % ihres Festkapitalanteils - soweit diese aus Vorzugsstückaktien hervorgegangen ist - höheren Gewinnanteil als die Gesellschafter, die zu diesem Zeitpunkt mit Stamm-Stückaktien an der früheren X beteiligt waren, ("Mehrgewinnanteil"), mindestens jedoch einen Gewinnanteil in Höhe von % ihres Festkapitalanteils soweit dieser aus Vorzugs-Stückaktien hervorgegangen ist. ("Vorzugsgewinnanteil")." 18

In § 11 Abs. 6 des Gesellschaftsvertrages heißt es weiter: 19

"Soweit der auf die außenstehenden Kommanditisten (§ 9 Abs. 4 Buchstabe e) entfallende Gewinnanteil einschließlich Mehrgewinnanteil und Vorzugsgewinnanteil weniger als Euro pro Euro Festkapitalanteil beträgt, verpflichtet sich die H., zu Lasten ihres eigenen Gewinnanteils für die Dauer von drei Jahren beginnend in dem Jahr, in dem die Umwandlung in das Handelsregister eingetragen wird den Gewinnanteil auf Euro pro Euro Festkapitalanteil aufzustocken. Die Verpflichtung zur Aufstockung besteht immer nur dann und auch nur insoweit, als in dem jeweiligen Geschäftsjahr ein Gewinnanteil auf die H. entfällt." 20

Für den Fall des späteren Ausscheidens eines Gesellschafters enthielt § 16 Absatz 2 folgende Abfindungsregelung: 21

"Der ausscheidende Gesellschafter hat als Abfindung Anspruch auf den Wert des auf seinen Festkapitalanteil entfallenden anteiligen Vermögens der Gesellschaft. Der anteilige Wert des Vermögens wird in einem pauschalierten Verfahren wie folgt ermittelt: 22

Der ausscheidende Gesellschafter erhält als Abfindung das Zehnfache des anteilig auf seinen Festkapitalanteil entfallenden durchschnittlichen Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit im Konzernabschluss der KG der letzten drei Geschäftsjahre vor dem Zeitpunkt des Ausscheidens des Gesellschafters abzüglich der Entnahmen zulasten des Rücklagenkontos des Gesellschafters, die zu einer Verminderung des Habensaldos auf dem Rücklagenkonto nach dem Formwechsel geführt haben, mindestens jedoch den anteilig auf seinen Festkapitalanteil entfallenden bilanziellen Buchwert des Eigenkapitals gemäß dem festgestellten Jahresabschluss, der auf den letzten vor dem Zeitpunkt des Ausscheidens des Gesellschafters liegenden Bilanzstichtag aufzustellen ist. 23

Sofern der Gesellschafter die im pauschalierten Verfahren ermittelte Abfindung als zu niedrig erachtet, bleibt es ihm unbenommen, auf eigene Kosten ein Wertgutachten von einer anerkannten großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über seinen Kommanditanteil erstellen zu lassen. Macht der Gesellschafter hiervon Gebrauch, steht dem Gesellschafter eine Abfindung nach Maßgabe des Wertgutachtens zu. § 319 BGB bleibt unberührt." 24

Die Antragsteller halten den Abfindungsbetrag von Euro für zu niedrig bemessen und machen zudem geltend, es müsse ein Ausgleich durch bare Zuzahlung gemäß § 196 UmwG gewährt 25

werden, weil der Wert des Kommanditanteils wegen verschiedener rechtlicher und tatsächlicher Nachteile hinter dem Wert der Beteiligung durch Aktien zurückbleibe. Von Seiten der Antragsteller wird geltend gemacht, der im Umwandlungsbericht für die "ewige Rente" angesetzte zu kapitalisierende Ertrag sei zu niedrig bemessen. Die im Ausland erzielten Erträge seien unzutreffend bzw. in unzulässiger Weise berücksichtigt worden. In der Folge würden sie von der Gewinnbeteiligung insoweit ausgeschlossen. Mit % sei der Basiszinssatz im Umwandlungsbericht zu hoch angesetzt worden. Auch der im Umwandlungsbericht gewählte Risikozuschlag von % sei nicht angemessen. Ein Wachstumsabschlag in der "ewigen Rente" von nur % sei ebenfalls nicht gerechtfertigt. Für die Jahre ab müsse ferner ein angemessener Inflationsausgleich berücksichtigt werden. Hinsichtlich der prognostizierten Erträge sei der gewählte Planungszeitraum falsch gegriffen. Bei einem Bewertungsstichtag am sei es unzulässig, die "Phase 1" bereits im Jahr beginnen zu lassen. Jedenfalls hätte für das Jahr auf das Ist-Ergebnis statt eines Planergebnisses zurückgegriffen werden müssen, weil dieses zum Bewertungsstichtag bereits bekannt gewesen sei. Von Antragstellerseite wird ferner vorgebracht, ein Bewertungsabschlag auf die Vorzugsaktien von % sei unzulässig. Dies gelte jedenfalls vor dem Hintergrund, dass zum Bewertungsstichtag % der stimmberechtigten Stammaktien in der Hand des Mehrheitsaktionärs lagen. Die Anwendung eines typisierten Einkommenssteuersatzes von % sei nicht gerechtfertigt. Es wird die Auffassung vertreten, die von den G. und R. erzielten Kaufpreise im Rahmen der Veräußerung an die H. müssten berücksichtigt werden. Der Ausgleich durch bare Zuzahlung gemäß § 196 UmwG habe sich daran zu orientieren, dass die Aktionäre nun aufgrund des zwangsläufigen Einstellens eines Börsenhandels und aufgrund steuerlicher Regelungen schlechter gestellt seien."

Das Landgericht hat Beweis erhoben durch Einholung einer schriftlichen gutachterlichen Stellungnahme des Sachverständigen M. vom . Auf ihren Inhalt wird verwiesen. Gegen dieses Gutachten sind verschiedene Beweiseinreden erhoben worden, zu denen sich der Sachverständige in einer ergänzenden gutachterlichen Stellungnahme vom geäußert hat. Auch hierauf wird Bezug genommen. 26

Mit Beschluss vom 19.03.2007 hat das Landgericht Dortmund die den Anteilsinhabern der früheren X, die gegen den Umwandlungsbeschluss vom Widerspruch zur Niederschrift des Protokolls der Hauptversammlung erklärt haben, gem. § 207 Absatz 1 Satz 1 UmwG zu gewährende Barabfindung auf 25,41 € je Vorzugs-Stückaktie im rechnerischen Nennwert von 1,00 € festgesetzt. Die Barabfindung sei ab dem bis zum mit Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz der Europäischen Zentralbank und ab dem mit Zinsen in Höhe von 2 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz gemäß § 247 BGB zu verzinsen. Den Antrag auf Gewährung eines Ausgleich durch bare Zuzahlung gemäß § 196 UmwG hat das Landgericht zurückgewiesen. Den Geschäftswert für die gerichtlichen Gebühren und die Vergütung der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre hat das Landgericht auf 16.585.787,40 € festgesetzt. 27

Zur Begründung hat das Landgericht ausgeführt, die Anträge sämtlicher Antragsteller seien zulässig, da diese ihre Antragsberechtigung hinreichend dargetan und nachgewiesen hätten. Soweit einzelne Antragsteller sowohl die Festsetzung einer anderen, höheren Abfindung gemäß § 207 UmwG für den Fall des Ausscheidens aus der Gesellschaft und kumulativ dazu auch einen Ausgleich durch bare Zuzahlung gemäß § 196 UmwG verlangten, sei dies unschädlich. Denn insoweit stehe den Antragstellern ein Wahlrecht zu, das sie nicht vor Ablauf der in § 209 UmwG genannten Frist auszuüben verpflichtet seien. 28

In der Sache hätten die Anträge nur teilweise Erfolg. Den Antragstellern stehe gemäß § 287 Absatz 2 ZPO ein Abfindungsanspruch in Höhe von 25,41 € pro Vorzugsaktie im rechnerischen Nennwert von 1,00 € zu.

Die den fakultativ ausscheidenden Anteilsinhabern gemäß § 207 UmwG zu gewährende Abfindung müsse ihrem Anteil am wahren Wert des Unternehmens entsprechen. Für die Berechnung des Abfindungsbetrages ausscheidender Anteilseigner sei ein objektivierter Unternehmenswert zu finden. Als bester und plausibelster Weg zu dessen Ermittlung gelte nach wie vor die sogenannte Ertragswertmethode. 30

Für den Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sei die Planungsphase I auf den Zeitraum von 5 Jahren ( bis ) und der Prognosezeitraum II für alle danach folgenden Jahre (ab ) festzusetzen. Das Geschäftsjahr sei als erstes Jahr des Prognosezeitraums I festzusetzen, obwohl die Hauptversammlung, in der die Formumwandlung beschlossen wurde, erst am , mithin in einem darauf folgenden Jahr stattgefunden hat. Denn der handelsrechtliche Jahresabschluss für das Jahr habe am Bewertungsstichtag noch nicht vorgelegen und habe nach gesetzlichen Vorgaben zu diesem Zeitpunkt auch noch nicht vorliegen müssen, § 264 Abs. 1 S. 2 HGB. Deshalb seien weiterhin die für prognostizierten Zahlen zugrunde zu legen gewesen. Auch insoweit sei das Stichtagsprinzip konsequent anzuwenden. Es habe zur Folge, dass hinsichtlich des Kenntnisstandes für die Unternehmensbewertung zu unterstellen ist, dass das gesamte gerichtliche Spruchverfahren nur eine "juristische Sekunde" andauert. Spätere, nach dem Stichtag sich ergebende Kenntnisse blieben grundsätzlich unberücksichtigt. 31

Die X habe in den Jahren DM, in DM und in DM an Währungsgewinnen erzielt. Im Durchschnitt der letzten drei Jahre vor Beginn der Phase I hätten die Währungsgewinne mithin DM betragen, was € entspreche. Angemessen erscheine es, in den Jahren der Planungsphase I an Währungsgewinnen jeweils die Hälfte des Durchschnitts der vorausgegangenen drei Jahre anzusetzen, mithin DM. Dies beruhe auf der Erwägung, dass das Risiko der Erwirtschaftung weiterer Währungsgewinne zwar ungewiss sei. Dem Prinzip des vorsichtigen Kaufmanns werde es aber entsprechen, auch in Zukunft Budgetraten festzulegen, nach denen Währungsverluste eher unwahrscheinlich seien. Gleichwohl hänge die Frage, ob Währungsgewinne realisiert werden können oder nicht, von völlig unbeherrschbaren Faktoren ab, nämlich der Entwicklung des Wechselkurses des € zum US-Dollar und ggf. anderen Weltwährungen. Im Ergebnis könne es deshalb ebenso gut so sein, dass Währungsverluste realisiert würden, wie auch der Fall eintreten könne, dass die Währungsgewinne der Vorjahre noch übertroffen werden. Auch jedes Jahresergebnis zwischen diesen Extremen sei denkbar. Die Auswertung der Vorjahresergebnisse ergebe allerdings, dass die Annahme der Erwirtschaftung von Währungsgewinnen statt Währungsverlusten durchaus gerechtfertigt sei. Der gerechten Verteilung der Risiken auf alle Beteiligten des Spruchverfahrens entspreche es deshalb, für die Zukunft davon auszugehen, dass die Hälfte des Durchschnitts der Währungsgewinne der Vorjahre realisierbar sein wird. 32

Hinsichtlich der erwarteten Nettoausschüttung sei für die "ewige Rente" ab dem Jahre derselbe Betrag anzusetzen, wie er im Planjahr nach den Unternehmungsplanungen zur Ausschüttung bereitstand. In der Regel werde der Endwert, der sich aus der auf den Unternehmensplanungen fußenden Phase ergibt, als durchschnittlicher Ertragswert für die Phase der "ewigen Rente" anzunehmen sein. Hiervon abzuweichen bedürfe besonderer Begründung, die hier nicht ersichtlich sei. 33

Schließlich sei das Zinsergebnis mit einem Fremdkapital- und Anlagezinssatz von % und damit unterhalb des von dem Sachverständigen angesetzten Basiszinseszinses von % zu ermitteln. 34

Der Basiszins bilde die Erträge langfristiger Kapitalanlagen ab. Auch seien als Durchschnittssteuersatz für im Ausland erzielte Erträge % anzusetzen. Darüber hinaus sei bei der Unternehmenswertberechnung eine sogenannte Vorsteuerbetrachtung anzunehmen. Dies folge bereits daraus, dass der vom Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer empfohlene Bewertungsstandard HFA 2/83 die Berücksichtigung von persönlichen Ertragssteuern grundsätzlich nicht vorsehe. Erst mit dem Bewertungsstandard IdW S1 sei die Berücksichtigung von Ertragssteuern auf Unternehmens- und Anteilseignerseite empfohlen worden. Der IdW S 1 sei am und damit erst nach dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag verabschiedet worden. Dem Stichtagsprinzip entspreche es daher, seine Grundsätze auf das vorliegende Verfahren nicht anzuwenden.

Hinsichtlich des Kapitalisierungszinssatzes seien nach der Ertragswertmethode die fiktiv errechneten zukünftigen Erträge auf eine Größe zum Bewertungsstichtag zu reduzieren. Der Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes sei als Ausgangswert ein Basiszins von % zugrunde zu legen. Der Basiszinssatz beziehe sich auf die aus der Sicht des Stichtags auf Dauer erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen. Abzustellen sei dabei auf die aus der Sicht des Stichtags auf Dauer zu erzielende Verzinsung. Für den Basiszins seien langfristig im Durchschnitt erreichbare Erträge anzunehmen. Dabei sei insbesondere eine Prognose hinsichtlich der Zinsentwicklung anzustellen. Der Abfall des Zinsniveaus sei dabei eher zurückhaltend zu bewerten. Methodengerecht sei es, diesen Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu korrigieren. Der Risikozuschlag sei im vorliegenden Fall nicht aus Kapitalmarktdaten nach dem sogenannten CAPM-Modell abzuleiten. Zweifelhaft sei bereits die grundsätzliche Geeignetheit des Denkansatzes des CAPM für die Bemessung von Risikozuschlägen. Es sei schwerlich ein überzeugender Grund erkennbar, das CAPM-Modell anderen Verfahren zur Bemessung des Risikozuschlags vorzuziehen. Stattdessen sei für die Quantifizierung des Anlagerisikos auf die speziellen Eigenheiten der Kapitalanlage in Aktien, die Kapitalstruktur des Unternehmens und auf seine Stellung im Markt und in seinem spezifischen Marktumfeld abzustellen. Mangels Feststellung einer besonderen, überdurchschnittlichen Risikostruktur für das zu bewertende Unternehmen komme zurzeit die Zugrundelegung eines höheren Risikozuschlags als % nicht in Betracht.

35

Dies folge zunächst daraus, dass Untersuchungen darüber, in welchem Umfang in der Vergangenheit insolvenzbedingte Totalverluste von in Aktien angelegtem Kapital im Verhältnis zum gesamten solchermaßen angelegtem Kapital stattgefunden haben, nicht existierten bzw. der Kammer jedenfalls nicht bekannt gewesen seien. Die Kammer habe die Quote auf unter % geschätzt. Bei dem zu bewertenden Unternehmen sei es zudem so gewesen, dass sich am Stichtag sämtliche stimmberechtigte Stammaktien in der Hand eines einzigen Hauptaktionärs befunden haben. Damit seien alle im Streubesitz befindlichen Anteile faktisch von der Unternehmensleitung völlig ausgeschlossen gewesen. Zwar würde der Streubesitz nach jetziger Rechtslage theoretisch ausreichen, ein Klagezulassungsverfahren gemäß § 148 AktG in Gang zu setzen. Diese Vorschrift sei aber erst am 01.11.2005 in Kraft getreten. Auch sei einer der entscheidenden Faktoren für den Grad der Insolvenzanfälligkeit der Umfang der Eigenkapitalisierung. Die Eigenkapitalquote der X habe im Durchschnitt der Jahre bis bei % gelegen und sei damit für bundesdeutsche Verhältnisse sehr gut gewesen. Das langfristig gebundene Vermögen sei in diesen Jahren im Schnitt zu ca. % mit Eigenkapital gedeckt gewesen. An Bankguthaben habe die Bilanz in diesen Jahren Beträge von im Durchschnitt ca. DM ausgewiesen, denen Bankverbindlichkeiten von (im Schnitt) ca. DM gegenüberstanden hätten. Das Unternehmen sei damit wie wenige andere in der Lage gewesen, Schwächeperioden durchzustehen. Zudem handele es sich bei den Produkten der P. nicht um eine schnelllebige Technologie, sondern um klassische "old economy". Es spreche nichts dafür, dass sie durch

36

technischen Fortschritt demnächst überholt und überflüssig werden könnten. Auch könne in einer Gesamtbetrachtung der demographischen Entwicklung von einer kompensierten Situation ausgegangen werden. Regelgerecht sei es schließlich, den Kapitalisierungszinssatz in der Phase II um einen Wachstumsabschlag zu korrigieren. Diesen habe der Sachverständige mit überzeugender Begründung auf % beziffert. Mithin errechne sich ein Kapitalisierungszinssatz für die Phase 1 von % und für die Phase 2 von %. Es ergebe sich ein abgezinster Barwert der zukünftigen Erträge in Höhe von (leicht gerundet) DM.

Bei der Abzinsung zum Stichtag gelte es noch zu berücksichtigen, dass im Geschäftsjahr bereits eine Ertragsausschüttung stattgefunden habe. Die nächste Ausschüttung stehe annahmegemäß Mitte bevor. Bei 127 Zinstagen und einem Kapitalisierungszins von % ergebe sich ein Abzinsungsbetrag von (leicht gerundet) DM. Der abgezinste Ertragswert des Unternehmens betrage deshalb DM. 37

Die X habe über Grundvermögen verfügt, dessen Veräußerung am zu einem (um den Veräußerungsverlust nach Steuern korrigierten) Netto-Veräußerungserlös von DM geführt habe. Mit einem Kapitalisierungszins von % zum abgezinste ergebe sich eine Nettoausschüttung in Höhe von (gerundet) DM. Die X habe darüber hinaus über ein EK 45 in Höhe von DM verfügt. Bei einer Ausschüttung im Wege der "Schütt-aus-hol-zurück-Maßnahme" und einem angenommenen Steuersatz von % auf Anteilseignerebene ergebe sich ein Vermögensvorteil in Höhe von DM, der den Aktionären zufließen müsse. Abzusetzen sei der Sonderwert der Pensionsverpflichtungen, die mit DM zum Stichtag unterbewertet seien. Die Ausführungen des Sachverständigen, die sich insoweit mit dem Bericht des Unternehmens an die Hauptversammlung deckten, seien plausibel und nachvollziehbar. Nach alledem ergebe sich ein negatives nicht betriebsnotwendiges Vermögen in Höhe von (gerundet) – DM. Der Gesamtwert des Unternehmens X zum Stichtag belaufe sich damit auf (leicht gerundet) DM oder €. Auf jeden einzelnen der Kapitalanteile der X mit dem Nennbetrag von 1,00 € entfalle danach ein anteiliger Unternehmenswert von 25,24 €. 38

Hinsichtlich des Wertverhältnisses der Vorzugsaktien zu Stammaktien komme den in Vorzugsaktien ausgedrückten Anteilen am Unternehmen im vorliegenden Fall ein höherer Wert zu, als den in Form von Stammaktien definierten Anteilen. Zur Bemessung des Wertverhältnisses zwischen den Stamm- und den Vorzugsaktien könne ein konkretes Börsenkursverhältnis nicht herangezogen werden, weil nur die Vorzugsaktien der X am Börsenhandel teilgenommen hätten. Ein Anlass, den Wert der Stammaktien wegen des ihnen zukommenden Stimmrechtes in diesem Fall höher zu bewerten als den der Vorzugsaktien, sei nicht ersichtlich. Umgekehrt werde den Vorzugsaktionären für das fehlende Stimmrecht gemäß § 21 Abs. 1 der Satzung der X eine Mehrdividende von % des rechnerischen Nennwertes gewährt. Bei einem rechnerischen Nennwert von 1,00 € entspräche dies € pro Jahr. Unter Zugrundelegung des von der Kammer identifizierten Kapitalisierungszinssatzes von 7,0 % (ohne Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags, da als feste Größe definiert) ergebe sich bei Abzinsung nach den für die Berechnung der "ewigen Rente" aufgestellten Grundsätzen eine Mehrdividende von (gerundet) €. Bei der Festlegung des Wertverhältnisses der Stamm- und Vorzugsaktien bei gleichbleibendem Unternehmenswert sei schließlich zu berücksichtigen gewesen, dass das Kapital der X zu rd. % ( Stück) in Stammaktien und zu rd. % ( Stück) in Vorzugsaktien aufgeteilt war. Deshalb sei, um die Kontinuität des Gesamt-Unternehmenswertes zu wahren, der rechnerische Wert pro Anteil von 25,24 € hinsichtlich der Stammaktien um 0,11 € auf 25,13 € zu vermindern gewesen. Der Wert der Vorzugsaktie sei um 0,17 € zu erhöhen gewesen. Ihr Wert sei folglich auf 25,41 € zu bemessen gewesen. 39

In Bezug auf den Zuzahlungsanspruch gemäß § 196 UmwG hat das Landgericht entschieden, dass eine quantitative Benachteiligung der früheren Aktionäre der X nicht eingetreten sei. Denn die Festkapitalanteile der K. entsprächen exakt dem Verhältnis, in dem sie im Zeitpunkt der Eintragung der neuen Rechtsform in das Handelsregister am Grundkapital der Aktiengesellschaft beteiligt waren. Ihre Pflichteinlagen als Gesellschafter der Kommanditgesellschaft würden als erbracht gelten. Stimmrecht, Vermögensbeteiligung, Gewinnbezug und die Berechtigung an einem etwaigen Liquidationserlös seien identisch. Ansprüche auf bare Zuzahlung stünden nur solchen Anteilsinhabern zu, die infolge eines Formwechsels eine individuelle Benachteiligung erleiden, z. B. durch den Verlust von Sonderrechten.

Die Barabfindung sei gemäß §§ 208, 30 Abs. 1 S. 2, 15 Abs. 2 UmwG nach Ablauf des Tages, an dem die Eintragung des Formwechsels nach § 201 S. 2 UmwG als bekannt gemacht gelte, mit jährlich 2 % über dem Basiszinssatz der Europäischen Zentralbank zu verzinsen. An die Stelle des Basiszinssatzes der Europäischen Zentralbank sei durch Artikel 5 der Verordnung über die Ersetzung von Zinssätzen vom 05.04.2002 der jeweilige Basiszinssatz nach § 247 BGB getreten. 41

4. Die Kostenentscheidung beruhe auf § 312 Abs. 4 S. 1 UmwG a. F. Der gerichtliche Geschäftswert sei gemäß § 30 Abs. 1 KostO, auf den § 312 Abs. 3 UmwG a. F. verweist, nach freiem Ermessen zu bestimmen. Als Geschäftswert sei danach der Betrag anzunehmen, der von allen Antragsberechtigten auf Grund der Entscheidung über die angebotene Abfindung hinaus verlangt werden kann. Angeboten worden sei eine Abfindung in Höhe von 12,70 € für jede Vorzugs-Stückaktie im Nennwert von 1,00 €. Festgesetzt worden sei eine angemessene Abfindung in Höhe von 25,41 €. Die Differenz betrage 12,71 € pro Anteil. Im Falle des Formwechsels sei jedoch weiter zu beachten, dass nicht alle außenstehenden Aktien am wirtschaftlichen Erfolg des Spruchverfahrens teilhaben. Die Abfindung in der festgesetzten Höhe zu verlangen berechtigt seien gem. § 207 UmwG nur diejenigen Anteilsinhaber, die gegen den Umwandlungsbeschluss Widerspruch zu Protokoll der Hauptversammlung erklärt haben. Widerspruch sei für insgesamt Aktien eingelegt worden. Durch Multiplikation dieser Summe mit dem Erhöhungsbetrag pro Aktie errechne sich der Geschäftswert für die gerichtlichen Gebühren auf 16.585.787,40 €. Dieser Geschäftswert gelte gemäß § 9 Abs. 1 BRAGO auch als Grundlage für die Bemessung der Rechtsanwaltsgebühren der Vertreter der außenstehenden Aktionäre, wobei insoweit trotz Erfolglosigkeit des Antrags auf Festsetzung einer baren Zuzahlung von einem einheitlichen Geschäftswert auszugehen sei. 42

Gegen diesen Beschluss des Landgerichts richtet sich die mit Schriftsatz vom 03.04.2007 eingelegte sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin. 43

Die Antragsgegnerin beantragt, 44

1. den Beschluss des Landgerichts Dortmund vom 19.03.2007 aufzuheben und die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen, 45
2. den Geschäftswert für die Vergütung der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre herabzusetzen.

Ergänzend zu ihrem erstinstanzlichen Vortrag trägt sie vor: 46

Sämtliche Anträge der Antragsteller auf Erhöhung der angebotenen Barabfindung seien unzulässig. Antragsberechtigt seien nur diejenigen Anteilsinhaber, die vom Tag der 47

beschlussfassenden Hauptversammlung bis zur Beendigung des Spruchverfahrens an der Antragsgegnerin beteiligt gewesen seien. Zudem sei für den Antrag erforderlich, dass der betreffende Anteilsinhaber einen Widerspruch gegen den Umwandlungsbeschluss zur Niederschrift erklärt habe. Auch dürften die Antragsteller das Abfindungsangebot nicht bereits angenommen haben. Diese Voraussetzungen lägen bei sämtlichen Antragstellern nicht vor.

Das Landgericht habe die Barabfindung zu Unrecht auf 25,41 € je Vorzugs-Stückaktie im rechnerischen Nennbetrag von 1,00 € festgesetzt. Angemessen sei eine Abfindung in Höhe von 12,70 € je Vorzugs-Stückaktie im rechnerischen Nennbetrag von 1,00 €. Die Ermittlung der Barabfindung durch das Landgericht sei in wesentlichen Punkten fehlerhaft. 48

Zunächst habe das Landgericht zu Unrecht sowohl in der konkreten Planungsphase als auch im Zeitraum der Ewigen Rente Währungsgewinne berücksichtigt. Damit setze sich das Gericht über die der Unternehmensplanung zugrunde liegende Annahme konstanter Währungsrelationen hinweg und überschreite das ihm zukommende Schätzungsermessen. Bei den in die Zukunft gerichteten Planungen des jeweiligen Unternehmens handele es sich um unternehmerische Entscheidungen, deren gerichtliche Überprüfbarkeit eingeschränkt sei. Der Bewertungsansatz des Gerichtes sei nicht sachgerecht und führe zu einer Überbewertung der X. Zudem verstoße es nicht gegen das Stichtagsprinzip, wenn Währungsgewinne im Rahmen der Unternehmensplanung nicht berücksichtigt werden. Denn Währungsgewinne seien nicht sinnvoll planbar und hätten demzufolge in einer Unternehmensplanung nichts verloren. 49

Sein Schätzungsermessen überschreite das Landgericht auch in Bezug auf die Festsetzung der zu kapitalisierenden Ergebnisse für den Zeitraum der Ewigen Rente, indem es aufgrund allgemeiner und pauschaler Erwägungen für die erwarteten Nettoausschüttungen ab dem Jahr denselben Betrag ansetzt wie im letzten Jahr des konkreten Planungszeitraums. Die im Rahmen der Unternehmensplanung vorgenommene Prognose der ab dem Jahr nachhaltig realisierbaren Ergebnisse beruhe auf zutreffenden Annahmen, sei plausibel und enthalte keine inneren Widersprüche. Die Annahme sei nicht inkonsistent zur Entwicklung in der Vergangenheit und in der Detailplanungsphase. Dagegen sei die durch das Gericht vorgenommene Anpassung nicht gerechtfertigt. Zwar folgte die Planung der X für die Ewige Rente grundsätzlich der vom Landgericht aufgestellten Regelvermutung, dass sich der Endwert, der sich aus der auf den Unternehmensplanungen fußenden Phase ergibt, als durchschnittlicher Wert für die Phase der Ewigen Rente anzunehmen ist. Nicht nachvollziehbar sei jedoch die Anpassung der für den Zeitraum der Ewigen Rente erwarteten Aufwandsquoten. Insbesondere habe sich das Landgericht nicht mit der Plausibilität der Planung der Antragsgegnerin für den Zeitraum der Ewigen Rente auseinandergesetzt. 50

Darüber hinaus sei der verwendete Kapitalisierungszinssatz unrichtig. Das Landgericht habe den als Ausgangspunkt zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes dienenden Basiszinssatz mit 6 % zu niedrig angesetzt. Unzutreffend sei die Einschätzung, dass die Grundsätze, zur Bestimmung des Basiszinssatzes auf die auf Dauer erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen aus Sicht des Stichtages abzustellen sowie insoweit die im langfristigen Durchschnitt erreichbaren Erträge zugrunde zu legen, bei der Ermittlung der Barabfindung von der Antragsgegnerin nicht berücksichtigt worden seien. Falsch sei auch, dass der im Umwandlungsbericht angesetzte Basiszinssatz in Höhe von 6,5 % nur den zum Stichtag zu beobachtenden Renditen für langfristige Anleihen erstklassiger Bonität entsprochen habe. Das Landgericht setze sich in keiner Weise mit den Ausführungen der Antragsgegnerin im Hinblick auf die Bestimmung des Basiszinssatzes auseinander. Vielmehr habe es den Ansatz eines Basiszinssatzes in Höhe von 6 % lediglich mit der Berufung auf die Rechtsprechung 51

anderer Gerichte begründet, wobei es übersehen habe, dass sich diese Urteile auf andere Bewertungsstichtage beziehen. Damit habe es das Stichtagsprinzip verletzt.

Unrichtig sei zudem, dass das Landgericht die Bestimmung des Risikozuschlags auf Basis der sogenannten CAPM - Methode abgelehnt und den Risikozuschlag auf der Grundlage von allgemeinen Erwägungen auf 1 % festgesetzt habe. Die Ablehnung des sogenannten CAPM widerspreche der Rechtsprechung des Oberlandesgerichts Düsseldorf. Auch tatsächlich biete die kapitalmarktorientierte Methode zur Ermittlung des Risikozuschlags gegenüber der vom Landgericht vorgenommenen Schätzung den wesentlichen Vorteil, dass sie mit empirisch belegten Ausgangsgrößen arbeite und so die Unternehmensbewertung insgesamt transparenter und zutreffender mache. Bei der vorgenommenen pauschalen Schätzung sei dagegen mangels zuverlässiger Vergleichsgrößen kaum einschätzbar, inwieweit der geschätzte Zuschlag zutreffend ist. Insbesondere sei das CAPM heute das Standardmodell für eine Vielzahl von Anlässen für Unternehmensbewertungen. Es werde von einer breiten Front der Rechtsprechung anerkannt und stelle einen praxistauglichen und objektiv nachvollziehbaren Ansatz dar. Daher sei es auch vom Bewertungsgutachter zur Ableitung des Risikozuschlags für die X verwendet worden. Ein Gericht, das einen Risikozuschlag im Wege der richterlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ansetzt, habe eine solche Schätzung nach dem BGH "unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden" vorzunehmen. Das Landgericht habe jedoch weder das CAPM noch sonst einen wissenschaftlich anerkannten Ansatz zur Ableitung des Risikozuschlags angewendet. Daher erfülle die Schätzung die Anforderungen des § 287 Abs. 2 ZPO im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit, Plausibilität und Widerspruchsfreiheit nicht. Mit seiner pauschalen Schätzung habe sich das Gericht über sein Schätzungsermessen hinweggesetzt. Im Übrigen sei auch bei Ablehnung des CAPM-Modells der Risikozuschlag mit 1 % zu niedrig angesetzt worden. Das Landgericht verkenne, dass sich die mit einer Geldanlage in Aktien verbundenen Risiken nicht nur im Falle der Insolvenz des Unternehmens realisieren könnten. Die durch den Risikozuschlag zu erfassenden Risiken müssten nicht unbedingt zur Insolvenz des Unternehmens führen. Die Renditeerwartung eines Anlegers könne auch allein dadurch beeinträchtigt werden, dass von dem Unternehmen über einen erheblichen Zeitraum nicht einmal die Rendite erwirtschaftet wird, die der Anleger bei einer Insolvenz in eine quasi risikolose Anlage erhalten hätte. Denn auch in diesem Fall hätte sich aus Sicht der Anleger das mit der Geldanlage in Aktien verbundene Risiko realisiert. Bei der Bemessung des Risikozuschlags habe das Landgericht u.a. den Risikofaktor der verstärkten Nachfrage des Großhandels in Folge der Konzentration im Handel, die Veränderung der Vertriebsstrukturen weg vom Fachhandel hin zum Baumarkt und damit hin zu preislich niedrigen Produkten, den zunehmenden erstarkenden Wettbewerb durch die Globalisierung auf Anbieterseite, der nicht mehr vollständig durch Kostenreduzierungen und Skaleneffekte aufgefangen werden könne, die strikte Einmarkenstrategie der Antragsgegnerin, die das Risiko berge, dass diese bei Beschädigung des Markenimages im Gegensatz zu Unternehmen mit mehreren Marken keine Kompensationsmöglichkeiten habe sowie die Währungsgewinne unberücksichtigt gelassen.

52

Ferner sei der Wachstumsabschlag in Höhe von 2 % deutlich überhöht. Er sei für eine Phase niedriger Inflationsraten, wie sie derzeit in Deutschland vorherrsche, nicht angemessen und empirisch belegbar. Vielmehr reflektiere der durch den Bewertungsgutachter angesetzte Wachstumsabschlag in Höhe von 1 % die Chancen und Risiken, denen die Antragsgegnerin im Zeitraum der Ewigen Rente gegenüberstehe, zutreffend. Er stehe auch im Einklang mit den am Stichtag vorliegenden volkswirtschaftlichen Daten. Darüber hinaus führe der vom Landgericht verwendete Kapitalisierungszinssatz zu ökonomisch unrealistischen Ergebnissen. Desweiteren widerspreche die Argumentation des Gerichts hinsichtlich der

53

Höhe des Wachstumsabschlags der Höhe des von ihm angesetzten Risikozuschlags. Denn im Ergebnis führe der verwendete Kapitalisierungszinssatz dazu, dass das in der Ewigen Rente erwartete Wachstum risikolos sei. Auch führe der Kapitalisierungszinssatz für die Ewige Rente bei gegebenem risikofreiem Basiszinssatz von 6 % zu der kuriosen Betrachtungsweise, dass der Investor eine Alternativrendite als Maßstab habe, die, gemessen am Basiszinssatz, absolut risikolos sei und zusätzlich einem jährlichen risikolosen Wachstum von 1,0 % unterliege. Schließlich sei der Kapitalisierungszinssatz auch im Hinblick auf die in der Vergangenheit erzielten Aktienrenditen der X nicht plausibel.

Des weiteren sei das Landgericht hinsichtlich des Wertverhältnisses von Vorzugsaktien und Stammaktien zu Unrecht davon ausgegangen, dass den in Vorzugsaktien ausgedrückten Anteilen am Unternehmen im vorliegenden Fall ein höherer Wert zukomme als den in Form von Stammaktien definierten Anteilen. Der Schluss, dass das Stimmrecht gegenüber der Vorzugsdividende keinen eigenständigen Wert habe, wenn nur die Vorzugsaktien, nicht aber die Stammaktien an der Börse gehandelt werden, sei logisch nicht nachvollziehbar. Vielmehr seien die Stammaktien und die Vorzugsaktien zumindest mit demselben Wert anzusetzen. 54

Auch sei der vom Landgericht genannte, angeblich durch das Konsortium gezahlte Kaufpreis von ca. € erheblich überhöht. Ferner dürfe die Verzinsung der Barabfindung im Spruchverfahren nicht überprüft werden. Diese sei im Gesetz zwingend vorgeschrieben und daher nicht Gegenstand der zu überprüfenden Anteilsbewertung. Im Übrigen sei die vom Landgericht bestimmte Verzinsungsregelung fehlerhaft. Ab dem Jahr gelte der Basiszinssatz gemäß dem Diskontsatz-Überleitungsgesetz. Anstelle einer Verzinsung in Höhe von "2 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz der Europäischen Zentralbank" hätte im Tenor auf den Zinssatz nach dem Diskontsatzüberleitungsgesetz abgestellt werden müssen, und zwar im Zeitraum bis zum . 55

Schließlich sei der Gegenstandswert für die Tätigkeit der gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre zu hoch festgesetzt worden. Dieser dürfe nicht mit dem für die Gerichtsgebühren maßgeblichen Gegenstandswert gleichgesetzt werden. § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG finde auf das Spruchverfahren gemäß § 17 Abs. 2 SpruchG noch keine Anwendung. Die Bemessung des Gegenstandswertes müsse sich daher nach allgemeinen Grundsätzen richten. Die Vorgehensweise des Landgerichts lasse unberücksichtigt, dass das Gericht über die Ansprüche aller außenstehenden Aktionäre entscheidet, wohingegen die Verfahrensbevollmächtigten einzelner Antragsteller sowie der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre ausschließlich zur Wahrung der von ihnen repräsentierten Aktionäre tätig werden. Bei der Bestimmung der Höhe der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre könne nicht auf den gesamten Geschäftswert für das gerichtliche Verfahren abgestellt werden. Sachgerechter sei es vielmehr, den Aktienbesitz zugrunde zu legen, der auf die außenstehenden Aktionäre entfällt, die keinen Antrag auf Einleitung eines Spruchverfahrens gestellt haben. Unzutreffend gehe das Landgericht zudem davon aus, dass für den gemeinsamen Vertreter für die Festsetzung eines Ausgleichs durch bare Zuzahlung der gleiche Gegenstandswert angesetzt werden könne wie für den gemeinsamen Vertreter für die Festsetzung der angemessenen Barabfindung. Unter Berücksichtigung der Bedeutung der Anträge auf Festsetzung einer baren Zuzahlung im Verhältnis zum Gesamtverfahren erscheine lediglich die Festsetzung des Mindestgegenstandswertes in Höhe von € angemessen. 56

Die Antragsteller beantragen, 57

die Beschwerde zurückzuweisen. 58

59

Mit ihren selbständigen Anschlussbeschwerden beantragen die Antragsteller zu 14) und 15), gemäß § 196 Satz 1 UmwG einen Ausgleich durch bare Zuzahlung für die ehemaligen Aktionäre der X gerichtlich festzusetzen.	60
Im Wege der Anschlussbeschwerde beantragen die Antragsteller zu 6) bis 8), 9), 16), 18), 19) und 21) sowie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre für die Festsetzung der angemessenen Barabfindung, die gemäß 207 Abs. Satz 1 UmwG zu gewährende Barabfindung höher als 25,41 € festzusetzen.	61 62
Die Antragsteller tragen vor:	63
Die Rüge der Unzulässigkeit der Anträge durch die Antragsgegnerin sei als verspätet zurückzuweisen. Auch verkenne die Antragsgegnerin, dass in der Beschwerdeinstanz das Spruchgesetz Anwendung finde. Es sei nicht rechtens, dass die Antragsteller, die ihre Anträge wegen des Formwechsels von der alten Aktiengesellschaft in die Kommanditgesellschaft gestellt haben, nun auch noch wieder Aktionäre nach der neuerlichen Rückabwicklung in die Aktiengesellschaft sein müssten. Zudem müsse nach § 3 SpruchG, der gemäß § 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG auf das Beschwerdeverfahren Anwendung finde, die Antragsberechtigung nur bei Antragstellung gegeben sein. Darüber hinaus sei die dem Bewertungsgutachten zugrunde liegende Unternehmensplanung nicht plausibel. Alles, was den Unternehmenswert zum Zeitpunkt der Verschmelzung bestimmt habe, sei auch bereits zum Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegt gewesen. Währungsgewinne seien zu berücksichtigen, da der Grundsatz des vorsichtigen Kaufmanns bei der Unternehmensbewertung keine Berücksichtigung finden dürfe. Im Rahmen der Unternehmensplanung komme es auf die tatsächlichen Ergebnisse aus Stichtagsicht an. Die Auffassung der Antragsgegnerin, Währungsgewinne bei der Unternehmensplanung nicht zu berücksichtigen, verstoße gegen das Stichtagsprinzip.	64
Bei der Feststellung der zu kapitalisierenden Ergebnisse für den Zeitraum der Ewigen Rente seien die Nettoausschüttungen vom Landgericht zu Recht angehoben worden. Eine Kürzung der erwarteten Nettoausschüttungen im Zeitraum der Ewigen Rente unter das Niveau des letzten Jahres der konkreten Planung sei angesichts eines Wachstumsabschlags von 2 % nicht gerechtfertigt. Auch sei die Festsetzung des Basiszinses in Höhe von 6 % fehlerhaft. Zudem bestünden erhebliche Bedenken gegen die Geeignetheit des CAPM-Modells für die Unternehmensbewertung. Auch habe der Bewertungsgutachter die Marktrisikoprämie mit 5,2 % zu hoch angesetzt. Insbesondere sei die Ermittlung des Beta-Faktors unrichtig, da die Anpassung des sogenannten Raw-Betas nicht gerechtfertigt sei. Zudem seien die engen Voraussetzungen für die Übertragung des durchschnittlichen Beta-Wertes einer sogenannten Peer-Gruppe nicht erfüllt. Darüber hinaus müsse bei der Bemessung des Risikozuschlags ein "Informationsabschlag" berücksichtigt werden. Bei der Kenntnis und der Verwertung der Unternehmensplanung handele es sich um die Verwertung von Insiderwissen, über das der Kapitalmarkt, dessen Ergebnisse für Marktrisikoprämie und Betafaktor verwertet werden, nicht verfüge. Daraus folge, dass die Kenntnis von solchen Informationen die Risikoprämie reduziere. Schließlich sei der vom Bewertungsgutachter veranschlagte Wachstumsabschlag von 1 % zu niedrig bemessen. Gerechtfertigt sei der vom Landgericht festgesetzte Wachstumsabschlag in Höhe von 2 %. Zudem könne den Stammaktien gegenüber den Vorzugsaktien nur ein geringerer Wert beigemessen werden, da die Stammaktien einen geringeren Anteil am Ertragswert des Unternehmens hätten. Schließlich habe ein Abfindungsangebot die streitgegenständlichen Aktien zum Bewertungsstichtag mit €	65

bewertet. Zusätzlich hätten die Aktionäre in der Zeit vom und dem Gutschriften auf Gesellschafterverrechnungskonten und Rücklagekonten in Höhe von € pro Aktie erhalten. Daraus ergebe sich, dass der wirkliche Wert der Aktie der X zum bereits 44,35 € betragen habe.

Zu dem Antrag auf Festsetzung eines Ausgleichs durch bare Zuzahlung für die ehemaligen Aktionäre der X gemäß § 196 Satz 1 UmwG machen die Antragsteller zu 14) und 15) geltend, das Landgericht sei zu Unrecht davon ausgegangen, dass der Verlust der Börsennotierung und der damit einhergehende Verlust der Fungibilität der Aktien keinen messbaren Vermögensverlust für die betroffenen Aktionäre darstelle. 66

Die Antragsgegnerin beantragt, 67

die Beschwerden und die Anschlussbeschwerden zurückzuweisen. 68

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstands wird auf den Inhalt der eingereichten Schriftsätze mit Anlagen, die angefochtene Entscheidung, die Sitzungsprotokolle und den übrigen Akteninhalt Bezug genommen. 69

**B** 70

Die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin, die – selbständigen - Anschlussbeschwerden der Antragsteller zu 14) und 15) sowie die – unselbständigen - Anschlussbeschwerden der Antragsteller zu 6), 7), 8), 9), 16), 19) und 21) sind zulässig. Zum Teil Erfolg hat die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin, die zu der Abweisung der unzulässigen Anträge der Antragsteller 1), 2), 3), 11) und 20) und zu einer von dem Beschluss des Landgerichts Dortmund abweichenden Festsetzung der angemessenen Barabfindung führt. Die auf eine weitere Erhöhung der von dem Landgericht Dortmund festgesetzten Barabfindung und auf Gewährung eines Ausgleichs durch bare Zuzahlung gerichteten – selbständigen und unselbständigen - Anschlussbeschwerden sind unbegründet. 71

**AA) Zulässigkeit der Anträge** 72

Die gerichtliche Nachprüfung der Abfindung nach § 212 UmwG kann nur von solchen Anteilshabern beantragt werden, die gemäß § 207 Abs. 1 Satz 1 UmwG Widerspruch gegen den Umwandlungsbeschluss zur Niederschrift erklärt haben oder gemäß §§ 207 Abs. 2, 29 Abs. 2 UmwG einem solchen Anteilshaber gleichgestellt sind. Erforderlich ist zudem, dass der Anteilshaber noch nicht aus der Gesellschaft ausgeschieden ist, indem er das Angebot der Barabfindung angenommen hat (vgl. Decher in Lutter, UmwG, 3. Auflage, § 212 Rn 4). 73

Die mit der Beschwerde erhobene Rüge der Zulässigkeit durch die Antragsgegnerin ist nicht verspätet. Gemäß § 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG sind auf das vorliegenden Beschwerdeverfahren die Vorschriften des SpruchG anzuwenden. Die Rüge wäre nur dann nicht zuzulassen, wenn die Zulässigkeit der Anträge nicht von Amts wegen zu berücksichtigen wäre. Dies jedoch ist der Fall (vgl. Puzkajler in Kölner Kommentar zum SpruchG § 9 Rn 19; Fritzsche/Dreier/Verfürth, SpruchG § 9 Rn 29 f.). Ebenso wie nahezu alle Zulässigkeitsvoraussetzungen (Winter in Simon, SpruchG, § 10 Rn 18; Volhard in Semler/Stengel, UmwG, 2. Auflage, § 10 Rn 12) ist auch die Zulässigkeit der Anträge eine von Amts wegen zu prüfende Verfahrensvoraussetzung (vgl. Volhard in Semler/Stengel, UmwG, 2. Auflage, § 10 Rn 12). 74

## 1. Anteilsinhaberschaft

Die Anteilsinhaberschaft sämtlicher Antragsteller lag vor. Entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin reicht es aus, wenn nachgewiesen ist, dass die Anteilsinhaberschaft zum Zeitpunkt der Antragstellung vorgelegen hat. Antragsberechtigt sind daher nicht nur solche Anteilsinhaber, die vom Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung bis zur Beendigung des Spruchverfahrens an der Antragsgegnerin beteiligt waren. Zwar geht die Ansicht der Antragsteller fehl, dass das SpruchG, nach dessen § 3 Nr. 3 i.V.m. § 3 Satz 2 SpruchG es ausreicht, wenn der Antragsteller zum Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist, auf das vorliegende Beschwerdeverfahren Anwendung findet. § 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG regelt, dass auf Beschwerdeverfahren, in denen die Beschwerde – wie im vorliegenden Fall – nach dem 1. September 2003 eingelegt wird, die Vorschriften des SpruchG anzuwenden sind. Dies gilt auch dann, wenn das erstinstanzliche Verfahren nach altem Recht geführt worden ist. In diesen Fällen hat das Beschwerdegericht jedoch seiner Überprüfung des erstinstanzlichen Verfahrens auch das alte Recht zugrunde zu legen (Winter, in: Simon, SpruchG, § 17, Rn. 23). Gleichwohl ist auch nach altem Spruchverfahrensrecht die Anteilsinhaberschaft nur für den Zeitpunkt der Antragstellung nachzuweisen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 16.02.2007, Az.: 20 W 25/05, Rn 15, AG 2007, 596 f.). Entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin ist dieser Nachweis zudem – anders als gemäß § 4 Abs. 2 Nr. 2 SpruchG i.V.m. § 3 SpruchG, wonach der Antragsteller den Antrag innerhalb der Antragsfrist begründen muss und diese Begründung auch die Darlegung der Antragsberechtigung enthalten muss – nicht innerhalb der Antragsfrist zu erbringen. Das alte Spruchverfahrensrecht enthält eine derartige Regelung nicht. Vielmehr kann der Nachweis der Antragsberechtigung auch noch im Beschwerdeverfahren nachgeholt werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 16.02.2007, Az.: 20 W 25/05, Rn. 14, AG 2007, 596 f.; OLG München, Beschluss vom 11.07.2006, ZIP 2006, 1722 f). Für diese Sichtweise spricht schließlich die Einführung des Erfordernisses der Darlegung der Antragsberechtigung innerhalb der Antragsfrist nach § 4 Abs. 2 Nr. 2 SpruchG. Sinn und Zweck der Regelung ist es zu verhindern, dass ein Antragsteller ohne jede sachliche Erläuterung ein Überprüfungsverfahren in Gang setzen kann. Der Verfahrensstoff soll eingegrenzt und das Verfahren insgesamt beschleunigt werden (BGH, Beschluss vom 25.06.2008, Az.: II ZB 39/07, Rn. 19). Diese Neuregelung verdeutlicht, dass das alte Spruchverfahrensrecht eine solche Regelung nicht vorsah.

76

Ihre Anteilsinhaberschaft zum Zeitpunkt der Antragstellung haben alle Antragsteller hinreichend dargelegt und nachgewiesen. Die Aktionärsstellung derjenigen Antragsteller, die als Kommanditisten zum Handelsregister angemeldet sind, ergibt sich bereits aus dem Handelsregistrauszug des Amtsgerichts vom . Denn zu diesem Zeitpunkt waren sämtliche Anträge gestellt. Darüber hinaus haben sämtliche Antragsteller ihre Anteilsinhaberschaft im Laufe des Verfahrens durch die Vorlage von Bank- bzw. Depot- oder Bestandsbescheinigungen nachgewiesen. Dem steht auch nicht entgegen, dass ein Sperrvermerk zumeist nicht vorlag. Denn aus dem Erfordernis der Anteilsinhaberschaft allein zum Zeitpunkt der Antragstellung folgt, dass entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin für den Nachweis der Aktionärsstellung eine Bankbestätigung mit Sperrvermerk bis zur Beendigung des Spruchverfahrens gerade nicht erforderlich ist.

77

Schließlich dürfen an den zu erbringenden Nachweis der Aktionärsstellung keine erhöhten Anforderungen gestellt werden. Denn die Antragsgegnerin kannte – den Nachweis der Teilnahme an der Hauptversammlung vorausgesetzt – die Stellung der Antragsteller als Aktionäre, da sie als solche an der Hauptversammlung teilgenommen haben oder wirksam vertreten worden sind. Dafür spricht auch, dass formale Anforderungen nicht allein zu dem Zweck aufgestellt werden dürfen, Anteilsinhaber von einem verfassungsrechtlich gebotenen

78

gerichtlichen Verfahren auszuschließen (vgl. BGH, Beschluss vom 25.06.2008, Az.: II ZB 39/07, Rn. 23).

## 2. Nachweis der Widerspruchseinlegung 79

Neben der Anteilsinhaberschaft ist weitere Voraussetzung, dass die Antragsteller gemäß § 207 Abs. 1 Satz 2 UmwG Widerspruch gegen den Umwandlungsbeschluss zur Niederschrift erklärt haben. Sämtliche Antragsteller haben bei Antragstellung vorgetragen, Widerspruch entweder eigenhändig eingelegt zu haben oder diesbezüglich wirksam vertreten worden zu sein. Der Nachweis für die tatsächliche Einlegung des Widerspruchs kann allein durch dessen Eintragung im Notarprotokoll über die Hauptversammlung vom geführt werden. 80

## 3. Annahme der Barabfindung 81

Für die Berechtigung einer Antragstellung auf gerichtliche Nachprüfung der Abfindung nach § 212 UmwG ist zudem erforderlich, dass der jeweilige Anteilsinhaber noch nicht durch Annahme der Barabfindung aus der Gesellschaft ausgeschieden ist (Decher, in: Lutter, UmwG, 3. Auflage, § 212, Rn. 4). Die Behauptung der Antragsgegnerin, die Anträge seien unzulässig, da die Antragsteller nicht vorgetragen hätten, dass sie die Barabfindung nicht angenommen haben, geht gleichwohl fehl. Denn bei der Frage der Nichtannahme der Barabfindung handelt es sich um eine sogenannte negative Tatsache. Die Frage der Zulässigkeit des jeweiligen Antrags hängt gerade davon ab, dass die Annahme der Barabfindung nicht erfolgt ist. In Bezug auf negative Tatsachen stellt die Rechtsprechung an das substantiierte Bestreiten des Gegners strenge Anforderungen (BGH NJW 1985, 264, 265; 2003, 1039; BAG NJW 2004, 2848, 2851). Diese Anforderungen hat die Antragsgegnerin nicht erfüllt. In ihrem Schriftsatz vom behauptet sie lediglich, dass die Nichtannahme der Barabfindung durch keinen der Antragsteller vorgetragen worden sei. Allein der Verweis auf die fehlende Äußerung der Antragsteller dazu, ob sie das Abfindungsangebot angenommen haben oder nicht, reicht für ein substantiiertes Bestreiten nicht aus. Vielmehr hätte die Antragsgegnerin im Einzelnen darlegen müssen, dass die jeweiligen Antragsteller die Barabfindung tatsächlich angenommen haben. 82

4. Die Anwendung der dargestellten Rechtsgrundsätze ergibt, dass die Anträge der Antragsteller 1), 2), 3), 11) und 20) unzulässig sind. Die weiteren Anträge sind zulässig. 83

Im Einzelnen: 84

1. 85

2. 86

3. 87

Die Antragsteller haben mit ihrem Schriftsatz vom eine Bescheinigung der Stadtparkasse vom überreicht. Danach befanden sich im Depot für den Antragsteller zu 2) Aktien und für die Antragsteller zu 1) und 3) Aktien. Unter Bezugnahme auf ihre Schreiben vom und (Bl. 1199, 1200 GA) tragen die Antragsteller mit Schriftsatz vom (Bl. 1191 GA) vor, sie hätten in der Hauptversammlung Widerspruch gegen den Umwandlungsbeschluss erklären lassen. Mit Schriftsatz vom (Bl. 2056 GA) legen die Antragsteller Vollmachten der Stadtparkasse vom vor (Bl. 2057, 2058 GA) mit der Weisung an die -Bank, für die Aktien der Antragsteller gegen alle Beschlüsse der Hauptversammlung Widerspruch zu Protokoll zu erklären. Die Antragsgegnerin wendet ein, der Antrag der Antragsteller sei schon nicht auf eine Erhöhung 88

der Kompensationsleistung gerichtet und deshalb unzulässig. Weder die Antragsteller noch die -Bank seine im Teilnehmerverzeichnis aufgeführt.

Das kann offen bleiben, denn die Antragsteller tragen selbst mit Schriftsatz vom (Bl. 1191 GA) vor, per sei die Antragsgegnerin aufgefordert worden, die Abfindung zu zahlen. In dem als Anlage 2 zu dem Schriftsatz überreichten Schreiben (Bl. 1200 GA) heißt es dazu: "Wir haben in der Hauptversammlung vom Widerspruch gegen den Umwandlungsbeschluss erklären lassen und erklären das Ausscheiden gegen Barabfindung....Die Barabfindung wird für sämtliche am gehaltenen Aktien . . . geltend gemacht. Eine Vollmacht . . . wird beigefügt." Weiter tragen die Antragsteller mit Schriftsatz vom (Bl. 1191 GA) vor: "Obwohl ein Anfechtungsverfahren anhängig war, zahlte die Antragsgegnerin mit Wert ."

Mit der Annahme des Barabfindungsangebots haben die Antragsteller zu 1), 2) und 3) ihre Antragsberechtigung verloren. Sie können allenfalls an der Nachbesserung durch die gerichtliche Entscheidung teilnehmen (vgl. Lutter-Decher, UmwG, § 209 Rn 5; Lutter-Krieger, UmwG, § 311 Rn 3). Darauf kommt es in dem vorliegenden Verfahren allerdings nicht an.

4. 91

Die Antragstellerin hat ein Schreiben der Antragsgegnerin vom vorgelegt (Bl. 2005 GA), wonach die Antragstellerin zum insgesamt Aktien auf das Depot der Antragsgegnerin übertragen und mit Schreiben vom die Annahme der Barabfindung für Aktien erklärt habe. Sie bleibe mit einer Aktie beteiligt. Unbestritten hat die Antragsgegnerin nur den Aktionären ein Barabfindungsangebot unterbreitet, die Widerspruch erklärt hatten. Damit ist der Nachweis der Erklärung des Widerspruchs für die Antragstellerin in der Hauptversammlung geführt.

5. 93

Unstreitig haben der weitere Antragsteller zu 14) und Rechtsanwalt O. den Antragsteller in der Hauptversammlung vertreten und für ihn Widerspruch erklärt.

6. 95

7. 96

8. 97

Die Bank hat mit Schreiben vom (Bl. 1933, 1934, 1935 GA) bestätigt, dass sie die Antragsteller auf der Hauptversammlung vom vertreten und Widerspruch zu Protokoll erklärt habe. Der erforderliche Nachweis ist damit geführt.

9. 99

hat ausweislich der Anlage 3 zum Hauptversammlungs-Protokoll vom Widerspruch erklärt. 100

10. 101

Die Antragstellerin wurde auf der Hauptversammlung von I. vertreten. Das ergibt sich aus der Eintragung zu der Eintrittskarte Nr. 0075 auf Seite 1 des Teilnehmerverzeichnisses. I. hat ausweislich des Verzeichnisses der Widerspruchserklärungen (Anlage 3 zum HV-Protokoll), dort Seite 6, für die Aktien der Antragstellerin Widerspruch erklärt.

103

11.		104
	Die Antragstellerin zu 11) hat mit Schriftsatz vom (Bl. 1894 GA) vorgetragen: "Für die Antragstellerin zu 11) besteht nur die Besonderheit, dass die Antragstellerin für jene Aktien, mit denen sie auf der Hauptversammlung vertreten war, später das Abfindungsangebot angenommen hat." Die auf Seite 4 des Schriftsatzes enthaltene Erklärung, die Antragstellerin zu 11) habe unter dem das Abfindungsangebot "hinsichtlich eines Teils ihrer Beteiligung" angenommen, bezieht sich ausweislich der als Anlage C überreichten schriftlichen Erklärung (Bl. 1898, 1899 GA) auf die Antragstellerin zu 12). Mit der Annahme des Barabfindungsangebots hat die Antragstellerin zu 11) ihre Antragsberechtigung verloren.	
12.		105
	Die Antragstellerin wurde auf der Hauptversammlung von I. vertreten. Das ergibt sich aus der Eintragung zu der Eintrittskarte Nr. 0171 auf Seite 1 des Teilnehmerverzeichnisses. I. hat ausweislich des Verzeichnisses der Widerspruchserklärungen (Anlage 3 zum HV-Protokoll), dort Seite 6, für die Aktien der Antragstellerin Widerspruch erklärt.	106
13.		107
	Rechtsanwalt S. hat mit Schriftsatz vom (Bl. 1918 GA) anwaltlich versichert, für die Antragstellerin auf der Hauptversammlung vom Widerspruch zu Protokoll erklärt zu haben. Das deckt sich mit dem Inhalt der Teilnehmerliste (Bl. 1930 GA) und dem Inhalt der Anlage 3 zum Protokoll der Hauptversammlung vom . Hinzu kommt: die BANK hat am (Bl. 1292 GA) bestätigt, dass eine Aktie bis zum Abschluss des Spruchstellenverfahrens gesperrt bleibt. Damit ist der erforderliche Nachweis geführt.	108
14.		109
15.		110
	Ausweislich des Hauptversammlungsprotokolls, S. 25, hat der Antragsteller Widerspruch gegen alle Beschlüsse der Hauptversammlung für alle von ihm vertretenen Aktionäre erklärt.	111
16.		112
	Das Teilnehmerverzeichnis weist als Vertreterin der Antragstellerin zu 16) J. aus, die nach dem Inhalt der Anlage 3 zu dem Hauptversammlungsprotokoll auch für die Aktien der Antragstellerin zu 16) Widerspruch erklärt hat.	113
17.		114
	hat ausweislich der Anlage 3 zum Hauptversammlungs-Protokoll vom Widerspruch erklärt.	115
18.		116
	Das Teilnehmerverzeichnis zu dem Hauptversammlungsprotokoll weist W. als Vertreter der Antragstellerin zu 18) aus. Auf S.13 des Protokolls ist festgehalten: "W. erklärte Widerspruch für alle von ihm repräsentierten Aktionäre gegen eine Beschlussfassung der Hauptversammlung zu den Tagesordnungspunkten insgesamt." Der Widerspruch der Antragstellerin, vertreten durch W., ist auch in der Anlage 3 zum Hauptversammlungsprotokoll aufgeführt.	117
		118

19.		
Der Antragsteller ist in dem Handelsregisterauszug des Amtsgerichts vom (Bl. 633, 648 GA) als Kommanditist mit einer Einlage von € aufgeführt. Das Hauptversammlungsprotokoll weist auf S. 24 aus: O. erklärt für den von ihr vertretenen Antragsteller Widerspruch gegen die zu erwartenden Beschlüsse der stimmberechtigten Aktionäre. Damit ist der Nachweis des Aktienbesitzes und des Widerspruchs geführt.		119
20.		120
Die Antragstellerin hat mit der Antragsschrift vom (Bl. 187 GA) selbst vorgetragen, sie sei "bei der Umwandlung gegen Barabfindung aus der Gesellschaft ausgeschieden" (Bl. 188 GA). Es kommt deshalb nicht mehr darauf an, wie die Antragstellerin nach ihrem Vortrag in dem Schriftsatz vom (Bl. 1926 GA) dennoch auf der Hauptversammlung von dem Antragsteller zu 14) vertreten worden sein will, der dort für die Antragstellerin Widerspruch erklärt haben soll. Die Antragstellerin ist auch in dem Teilnehmerverzeichnis zur Hauptversammlung nicht aufgeführt. Die Vertretung durch den Antragsteller zu 14) ist ebenso wenig überprüfbar dargelegt wie die Anteilsinhaberschaft. Die pauschale Behauptung der Vertretung durch den Antragsteller zu 14) ist zudem trotz des Bestreitens durch die Antragsgegnerin nicht unter Beweis gestellt worden. Eine weitere Ermittlungspflicht des Senats nach § 12 FGG besteht bei dieser Sachlage nicht.		121
21.		122
hat ausweislich der Anlage 3 zum Hauptversammlungs-Protokoll vom Widerspruch erklärt.		123
<b><u>BB) Begründetheit der Anträge</u></b>		124
Die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin hat in der Sache insoweit zum Teil Erfolg, als sie zu einer vom Landgericht Dortmund abweichenden Festsetzung der angemessenen Barabfindung führt. Die auf eine weitere Erhöhung der von dem Landgericht Dortmund festgesetzten Barabfindung und auf Gewährung eines Ausgleichs durch bare Zuzahlung gerichteten – selbständigen und unselbständigen - Anschlussbeschwerden sind unbegründet.		125
<b><u>I. Abfindungsanspruch</u></b>		126
Die Antragsteller, die gegen den Umwandlungsbeschluss vom Widerspruch zur Niederschrift der Hauptversammlung erklärt haben, haben nach der Formumwandlung der X in die T. gemäß § 207 UmwG einen Abfindungsanspruch in Höhe von		127
<b>19,57 €</b>		128
pro Vorzugsaktie im rechnerischen Nennwert von <b>1,00 €</b> . Insoweit ist der Beschluss des Landgerichts Dortmund, der den Antragstellern einen Abfindungsanspruch in Höhe von <b>25,41 €</b> pro Vorzugsaktie im rechnerischen Nennwert von 1,00 € zuspricht, abzuändern.		129
Der Senat bestätigt die Vorgaben des Landgerichts Dortmund zur Bestimmung der angemessenen Abfindung, folgt allerdings bei der Unternehmensbewertung abweichend vom Landgericht den Feststellungen des Sachverständigen M. und übernimmt insbesondere das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zur Bestimmung des Risikozuschlags.		130
1. Das Landgericht hat die Grundlagen der Bewertung zutreffend wie folgt dargestellt:		131
		132

"Die den fakultativ ausscheidenden Anteilsinhabern gemäß § 207 UmwG zu gewährende Abfindung muss ihrem Anteil am wahren Wert des Unternehmens entsprechen. Nur die volle Entschädigung ist angemessen im Sinne des Gesetzes (BVerfG NZG 2000, 1117).

Mathematisch oder naturwissenschaftlich anerkannte Verfahren zur Ermittlung dieses Unternehmenswertes existieren nicht. Entscheidend für die Findung der Unternehmenswerte können auch keine subjektbezogenen Determinanten (Mindestverkaufspreis einerseits/Höchstkaufpreis andererseits) sein (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung, 4. Aufl., Seite 25). Auf die individuellen Entscheidungs-Grenzwerte von potentiellen Kaufvertragsparteien des Unternehmens (auch Abbruchpunkte genannt) kann es deshalb nicht ankommen. Unmaßgeblich und allenfalls als Plausibilitäts- oder Kontrollerwägung geeignet sind deshalb sowohl die Kaufpreise, die für die Mehrheitsbeteiligung der Beteiligten der G. und R. wie auch für den im Verlaufe des Verfahrens erfolgten Weiterverkauf der Mehrheitsbeteiligung an das Konsortium gezahlt worden sind. Für die Berechnung des Abfindungsbetrages ausscheidender Anteilseigner ist vielmehr ein objektivierter Unternehmenswert zu finden. Es ist der Unternehmenswert festzusetzen, der aus Sicht eines objektiv-vernünftigen dritten Betrachters als "angemessen" gelten kann. Deshalb müssen bei der Wertfindung solche Vorgehensweisen angewendet werden, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei diesen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich vielfach um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind. Auch sie können keinesfalls für sich in Anspruch nehmen, den "wahren" Unternehmenswert mathematisch exakt zu bestimmen (OLG Stuttgart, AG 2004, 45). Letztendlich können sie nur zu einer tauglichen Schätzgrundlage im Sinne von § 287 Abs. 2 ZPO führen (BGH, NZG 2001, 603 = DB 2001, 969; Pilz, ZGR 2001, 185; Bilda JR 2002, 17; BayObLG, DB 2001, 36).

a) In Rechtsprechung und Lehre (OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1994 321, BayObLG, AG 1995, 509, Großfeld a.a.O., Seite 323 Rn 1100) ist anerkannt, dass der sogenannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellt. Hierbei handelt es sich um den Erlös, der sich erzielen lässt, wenn sämtliche Gegenstände des Unternehmens veräußert werden (Summe der Einzelveräußerungspreise nach Abzug von Schulden, Liquidationskosten und eventuellen Steuern). Auf ihn abzustellen kommt jedoch nur dann in Betracht, wenn es sich nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen. Dem ist nach den Ausführungen des Sachverständigen, denen insoweit niemand entgegen getreten ist, nicht so: Das Unternehmen arbeitete sehr profitabel. Der Ertragswert ist offensichtlich deutlich höher als der Liquidationswert, so dass auf letzteren nicht abzustellen ist.

b) Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfGE 100, 289) ist es mit Artikel 14 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs den Börsenkurs der Aktien eines Unternehmens außer Betracht zu lassen. Im vorliegenden Fall kommt die Anwendung dieses (Mindest-) Wertmaßstabs nicht in Betracht, weil der Börsenwert der Aktie der X am Stichtag deutlich niedriger war, als der nachfolgend nach der Ertragswertmethode festgesetzte Abfindungsanspruch. Nach den Ausführungen des Sachverständigen M., denen auch insoweit kein Verfahrensbeteiligter entgegengetreten ist, lag der Börsenkurs der Vorzugsaktie im Nennwert von DM in den letzten 3 Monaten vor dem Tag der Veröffentlichung des öffentlichen Aktienrückkauf-Angebotes am im Durchschnitt bei €. Umgerechnet auf die daraus entstandenen Vorzugs-Stückaktien ergibt sich daraus ein Börsenpreis von € je Stück im rechnerischen Nennbetrag von €. Dies liegt deutlich unterhalb der nach der Ertragswertmethode errechneten Abfindung.

c) Als bester und plausibelster Weg zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes<sup>136</sup> gilt nach wie vor die sogenannte Ertragswertmethode. Sie ist in Rechtsprechung und Schrifttum allgemein anerkannt (OLG Zweibrücken, WM 1995, 980; OLG Stuttgart, AG 2004, 43; OLG Düsseldorf, AG 2003, 688). Dabei wird der Unternehmenswert nach den erwarteten Gewinnen in der Zukunft bestimmt; sie werden auf den Bewertungsstichtag abgezinst und dadurch zum Ertragswert kapitalisiert.

Maßgeblich ist das sogenannte Stichtagsprinzip. Denn der formwandelnde Rechtsträger hat<sup>137</sup> den Anteilshabern gemäß § 207 Abs. 1 UmwG ein Abfindungsangebot zu machen, das den Wert ihrer Aktien gerade an dem Tag widerspiegelt, an dem die Beschlussfassung stattfindet (§ 30 Abs. 1 UmwG). Infolge dessen ist die Ertragsentwicklung aus der Sicht des Stichtages zu prognostizieren. Spätere Entwicklungen und Erkenntnisse können nur berücksichtigt werden, wenn sie in ihren Ursprüngen bereits am Stichtag angelegt und erkennbar waren (sog. Wurzeltheorie). Zusätzlich zum Ertragswert ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen mit dem Substanzwert (Liquidationswert) anzusetzen."

Der Senat übernimmt diese Bewertungsansätze des Landgerichts. Ebenfalls zutreffend hat 138 das Landgericht die von dem Sachverständigen M. angewandte Phasenmethode und die Einbeziehung des Geschäftsjahrs bei der Ermittlung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens gebilligt. Auf die Ausführungen des Landgerichts dazu kann verwiesen werden.

2. Der Senat folgt im Übrigen der Prognose des Sachverständigen M. sowohl bei dem Ansatz 139 der Währungsgewinne als auch bei den zu erwartenden Nettoausschüttungen.

a) Der Sachverständige M. hält den vollständigen Wegfall der Währungsgewinne ab dem 140 Jahr nicht für sachgerecht. Damit würden die Währungsgewinne in als einmalige Erträge behandelt. Stattdessen hat er das Währungsergebnis in der Phase I stufenweise auf Null zurückgenommen. Das Landgericht hat in der Phase I jeweils die Hälfte des Durchschnitts der vorausgegangenen drei Jahre angesetzt. Bei den in den Jahren eingetretenen Währungsgewinnen ist die Annahme gerechtfertigt, dass auch in den Jahren der Planungsphase I Währungsgewinne erzielt werden. Zur Eintrittswahrscheinlichkeit und zur Höhe hat der Sachverständige M. über die in seinem schriftlichen Gutachten enthaltene Begründung bei seiner mündlichen Anhörung überzeugend erklärt, dass die Planungsrechnung auf Basis der Wechselkurse bis erstellt worden sei. Er habe überlegt, ob die Währungsgewinne für die Zukunft erhalten blieben. Für einen solch langen Zeitraum könne nicht angenommen werden, dass die Währungsrelationen unverändert blieben, dass X immer Währungsgewinne erzielen werde. Er habe die Währungsgewinne daher für eine überschaubare Zeit als abschmelzbar angesehen. Dem folgt der Senat. Das Landgericht führt selbst aus, das Risiko der Erwirtschaftung weiterer Währungsgewinne sei ungewiss. Im Ergebnis könne es genauso gut zu Währungsverlusten kommen. Bei diesen Voraussetzungen erscheint der von dem Sachverständigen eingeschlagene Weg, weder ein schlagartiges Zurückfallen auf die Stände vor noch dauerhafte Währungsgewinne anzunehmen, am besten geeignet zu sein, den bestehenden Unsicherheiten gerecht zu werden.

b) Gegenüber der Annahme des Sachverständigen, aufgrund der hohen 141 Marktdurchdringungsrate insbesondere auf den europäischen Kernmärkten und der oligopolistischen Marktstruktur sei besonders im mittleren und im unteren Preissegment mit wachsendem Margendruck zu rechnen, hat das Landgericht eingewandt, die Umsatz- und Gewinnsteigerungen in der Phase I beruhten nicht auf einem Neubau- und Renovierungsboom wie in den Jahren nach der Wiedervereinigung. Die Annahme einer

hohen Marktdurchdringungsrate sei angesichts der Anteile am Weltmarkt von ca. % und im europäischen Teil von gerade % nicht gerechtfertigt. Der Sachverständige M. hat indessen überzeugend dargelegt, weshalb die erwarteten Nettoausschüttungen für die Jahre ab mit DM auch bei einem erwarteten beständigen Wachstum von % unterhalb der erwarteten Ausschüttungen des Planjahres 5 mit DM anzusetzen sind. Über die in seinem schriftlichen Gutachten dargestellten Gründe hinaus hat der Sachverständige bei seiner Anhörung erklärt, bei dem Planungsansatz für die Jahre von bis sei ein sehr großes Wachstum von über % im Durchschnitt unterstellt worden. Die Annahme, dass ein solch hohes Wachstum unbegrenzt weiter erzielt werden könne, sei nicht möglich. In der Phase einer Neuaufstellung werde zunächst eine günstigere Kostenstruktur erreicht, die aber nicht als dauerhaft unterstellt werden könne. Die Ergebnisse aus dem Jahr ließen sich daher nicht fortsetzen; er habe deshalb den Mittelwert aus den Ergebnissen für und ohne Währungsgewinne gebildet. Das habe als EBIT und daraus folgend als Nettoausschüttungen ergeben. Diese Zahl sei nicht das Ergebnis des Jahres, wie das Landgericht allerdings angenommen habe. Es handele sich vielmehr um den Durchschnittswert, so dass im Durchschnitt von einer schwankenden Gewinnerwartung mit % Wachstum auszugehen sei.

Der Sachverständige hat auch die Annahme einer hohen Marktdurchdringungsrate überzeugend damit begründet, dass sich auf Anbieter- und Abnehmerseite Konzentrationen entwickelten. Das Angebot sei durch die Baumärkte stärker geworden. X-Produkte seien zwar eher im Mittel- und Höchstpreissegment angesiedelt. Aber es gebe Wettbewerbsdruck durch Baumärkte, auch wenn X überwiegend über den Fachhandel verkaufe. X sei zwar nicht auf das untere Marktsegment ausgerichtet, aber der Niedrigpreisbereich sei gewachsen und besetze Anteile aus dem Mittelsegment. Die Wettbewerbssituation könne für X so nicht langfristig gehalten werden, zumindest nicht in Deutschland. Daher erfolge eine starke Expansion auf Wachstumsmärkte in Osteuropa und Asien. X sei in einem Segment tätig gewesen, in dem der Konkurrenzdruck durch Niedrigpreise immer stärker geworden sei. Bei den Marktdurchdringungsraten von % und % handele es sich um sehr hohe Raten. Es bestehe ein Oligopol. Eine Handvoll Unternehmen sei auf den wichtigsten Märkten tätig und die Konkurrenzsituation sei als kritisch einzustufen.

142

c) Mit dem Landgericht folgt auch der Senat dem Sachverständigen bei der Ermittlung des Zinsergebnisses mit einem Fremdkapital- und Anlagezinssatz von 4,5 % und unterhalb des Basiszinssatzes von 5,9 %. Während der Basiszins die Erträge langfristiger Kapitalanlagen ab bildet, folgen die Finanzergebnisse des Unternehmens aus kurzfristigen Anlagen mit regelmäßig geringeren Erträgen. Der Sachverständige hat den Durchschnittssteuersatz für die im Ausland erzielten Erträge ebenso sachgerecht mit 40 % angesetzt und zutreffend nicht die Vollausschüttung der im Ausland erzielten Gewinne unterstellt, sondern diese als thesauriert behandelt.

143

d) Auch die vom Sachverständigen vorgenommene und vom Landgericht übernommene Vorsteuerbetrachtung ist sachgerecht, weil der vom Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer empfohlene Bewertungsstandard HFA 2/83 die Berücksichtigung von persönlichen Ertragssteuern nicht vorsah und erst mit dem Bewertungsstandard vom die Berücksichtigung von Ertragssteuern auf Unternehmens- und Anteilseignerseite empfohlen wurde. Nach dem Stichtagsprinzip sind die Empfehlungen des Standards IdW S1 Grundsätze auf das vorliegende Verfahren nicht anzuwenden. Auf die entsprechenden Ausführungen des Landgerichts kann Bezug genommen werden, insbesondere auf die Begründung, dass grundsätzlich neue wissenschaftliche Erkenntnisse in Abweichung vom Stichtagsprinzip Anwendung finden sollten, wenn dies zu besseren Ergebnissen führt (Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 92 ff.), der Anfall der

144

Ertragssteuern auf Unternehmens- und auf Anteilseignerebene aber keine neue wissenschaftliche Erkenntnis darstellt, vielmehr in der sogenannten Nachsteuerbetrachtung lediglich eine neue Betrachtungsweise zum Ausdruck kommt.

e) Damit ergeben sich auf Basis der modifizierten Planung folgende zu erwartende Nettoausschüttungen (in Mio. DM), vgl. S. 40 des Gutachtens M.: 145

... 146

3. Auch den Kapitalisierungszins hat der Sachverständige M. sachgerecht ermittelt. Der Kapitalisierungszins setzt sich zusammen aus dem **Basiszins**, dem **Unternehmerrisikozuschlag** und dem **Wachstumsabschlag** (OLG Stuttgart NZG 2007, 302, 306 ff. = AG 2007, 209 "DaimlerChrysler"; Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 105). 147

a) Der **Basiszins** bezeichnet aus der Sicht des Stichtages die auf Dauer erzielbare Rendite. Dabei ist bei in der Vergangenheit liegenden Bewertungsfällen abzustellen auf die Rendite öffentlicher Anleihen (vgl. BayObLG AG 1996, 127, 129 "Paulaner"; OLG Düsseldorf AG 1992, 203, 204; AG 1999, 321, 323 = DB 1999, 681, 683 "Lippe-Weser-Zucker"; Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 108 m.w.N.). Daraus folgt jedoch nicht, dass es auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fallen kann. Zu ermitteln ist nach dieser Berechnungsmethode vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 108; Großfeld, Unternehmensbewertung, S. 119). Der Sachverständige hat zur Ableitung des Basiszinssatzes zutreffend die langfristig erzielbare Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten herangezogen. Ausgangspunkt ist der Rückgriff auf Anleihen mit einer festen Restlaufzeit von 30 Jahren mit einer Rendite von 5,8 %. Unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung in der Vergangenheit und der langen Festschreibungsphase von 30 Jahren ist ein Zuschlag in Höhe von 0,1 % auf 5,9 % angezeigt. 148

b) Zu dem Basiszinssatz hinzuzurechnen ist der **Unternehmerrisikozuschlag**. Er wird angesetzt, weil die Kapitalanlage in einem Unternehmen mit einem höheren Risiko belastet ist als die Anlage in öffentlichen Anleihen BGH NJW 1982, 575, 576 = WM 1982, 17; BayObLG NZG 2006, 156, 159 = AG 2006, 41, 44 "Pilkington"; BayObLG AG 1996, 127, 129 "Paulaner"; OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 594 f. = AG 2003, 329, 333 "Siemens/SNI"; WP-Hdb 2008 Bd II A Rn 182; Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 115). Der Senat bildet mit dem Sachverständigen den Risikozuschlag nach dem **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**. 149

aa) Das Landgericht lehnt die Bildung des Risikozuschlags nach dem CAPM mit der Begründung ab, zweifelhaft sei bereits die grundsätzliche Geeignetheit des Denkansatzes des CAPM für die Bemessung von Risikozuschlägen. Es sei schwerlich ein überzeugender Grund erkennbar, das CAPM-Modell anderen Verfahren zur Bemessung des Risikozuschlags vorzuziehen. Stattdessen sei für die Quantifizierung des Anlagerisikos auf die speziellen Eigenheiten der Kapitalanlage in Aktien, die Kapitalstruktur des Unternehmens und auf seine Stellung im Markt und in seinem spezifischen Marktumfeld abzustellen. Mangels Feststellung einer besonderen, überdurchschnittlichen Risikostruktur für das zu bewertende Unternehmen komme zurzeit die Zugrundelegung eines höheren Risikozuschlags als % nicht in Betracht. Es existierten keine Untersuchungen darüber, in welchem Umfang in der Vergangenheit insolvenzbedingte Totalverluste von in Aktien angelegtem Kapital im Verhältnis zum 150

gesamten solchermaßen angelegtem Kapital stattgefunden hätten. Die Kammer schätze die Quote auf unter %. Bei dem zu bewertenden Unternehmen sei es zudem so gewesen, dass sich am Stichtag sämtliche stimmberechtigte Stammaktien in der Hand eines einzigen Hauptaktionärs befunden hätten. Damit seien alle im Streubesitz befindlichen Anteile faktisch von der Unternehmensleitung völlig ausgeschlossen gewesen. Zwar würde der Streubesitz nach jetziger Rechtslage theoretisch ausreichen, ein Klagezulassungsverfahren gemäß § 148 AktG in Gang zu setzen. Diese Vorschrift sei aber erst am 01.11.2005 in Kraft getreten. Auch sei einer der entscheidenden Faktoren für den Grad der Insolvenzanfälligkeit der Umfang der Eigenkapitalisierung. Die Eigenkapitalquote der X habe im Durchschnitt der Jahre bis bei knapp über % gelegen und sei damit für bundesdeutsche Verhältnisse sehr gut gewesen. Das langfristig gebundene Vermögen sei in diesen Jahren im Schnitt zu ca. % mit Eigenkapital gedeckt gewesen. An Bankguthaben habe die Bilanz in diesen Jahren Beträge von im Durchschnitt ca. DM ausgewiesen, denen Bankverbindlichkeiten von (im Schnitt) ca. DM gegenübergestanden hätten. Das Unternehmen sei damit wie wenige andere in der Lage gewesen, Schwächeperioden durchzustehen. Zudem handele es sich bei den Produkten der P. nicht um eine schnelllebige Technologie, sondern um klassische "old economy". Es spreche nichts dafür, dass sie durch technischen Fortschritt demnächst überholt und überflüssig werden könnten. Auch könne in einer Gesamtbetrachtung der demographischen Entwicklung von einer kompensierten Situation ausgegangen werden. Regelgerecht sei es schließlich, den Kapitalisierungszinssatz in der Phase II um einen Wachstumsabschlag zu korrigieren. Diesen habe der Sachverständige mit überzeugender Begründung auf % beziffert. Mithin errechne sich ein Kapitalisierungszinssatz für die Phase 1 von % und für die Phase 2 von %. Es ergebe sich ein abgezinster Barwert der zukünftigen Erträge in Höhe von (leicht gerundet) DM.

bb) Der Einwand des Landgerichts, mit dem CAPM würden in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet und nicht die angemessene Abfindung eines Minderheitsaktionärs, trifft zu. Richtig ist weiter, dass aus der Höhe der Überrendite nicht unmittelbar auf das Unternehmensrisiko geschlossen werden kann. Der Anleger nimmt aber den bisher beobachteten Durchschnittswert als Orientierung für seine Erwartung ( *Kruschwitz/Löffler*, Kapitalkosten aus theoretischer und praktischer Perspektive, WPg 2008, 803,806 f; Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 124). Dieses Verhältnis wird gerade durch das CAPM erklärt. Es steht fest, dass Anleger risikoavers handeln und sich den möglichen Verlust ihrer Anlage vergüten lassen. Ohne eine Überrendite, die das Risiko abdeckt, läge eine festverzinsliche (mündelsichere) Anlage näher. In welchem Umfang in der Vergangenheit Anlageverluste aufgetreten sind, ist unerheblich. Fest steht, dass es solche Verluste bis hin zum Totalverlust der Anlage gab. Es gibt auch keinen durchgreifenden Einwand gegen die Bildung einer Peer Group. Mit dem CAPM besteht gerade die Möglichkeit des Unternehmensvergleichs, wenn im Gutachten für das Gericht nachvollziehbar dargelegt wird, warum die Peer Group sich so – wie angenommen - zusammensetzt. Zur Vergleichbarkeit können leicht mehr als ein Dutzend Kriterien herangezogen werden, z. B. die Wachstumsentwicklung, die Risikostruktur, die erwarteten Cash Flows usw.. Der Rückgriff auf eine - auch internationale – Peer Group ist eine seriöse Methode zur Ermittlung des Beta-Faktors (OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025; Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 124). Im vorliegenden Fall war dem Sachverständigen die Ermittlung des Beta-Faktors auf der Basis repräsentativer Vergleichsunternehmen aufgrund der fehlenden Börsennotierung dieser Unternehmen nicht möglich. Unsicherheiten bei der Bildung einer Peer Group scheiden damit ohnehin aus.

151

152

Das OLG Stuttgart (NZG 2007, 112, 116 f. = AG 2007, 128, 133 f.) und das OLG München (AG 2007, 411, 412 f.) weisen zu Recht auf bestehende Unsicherheiten bei der Anwendung des CAPM hin. Offen sei, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten sei (Einzelheiten bei Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 125).

cc) Trotz der teilweise nicht unberechtigten Einwände führt kein Weg an der Tatsache vorbei, dass das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis die **Standardmethode zur Bestimmung der Marktrisikoprämie** ist (Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 125; *Kuhner*, Unternehmensbewertung: Tatsachenfrage oder Rechtsfrage, WPg 2007, 825, 827). Nach *Kuhner* kommt dem CAPM in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis überragende Akzeptanz zu. Die Methode wird deshalb als **State of the Art** angesehen (*Kuhner*, WPg 2007, 825, 834). Die Gründe für die allgemeine Akzeptanz liegen in dem breit akzeptierten theoretischen Fundament; die erzielten Ergebnisse sind nicht perfekt, aber akzeptabel (*Löffler*, Was kann die Wirtschaftswissenschaft für die Unternehmensbewertung (nicht) leisten, WPg 2007, S. 808, 810). Für die Anwendung des CAPM spricht, dass bei der Feststellung des Unternehmenswerts intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze Anwendung finden und dabei Kapitalmarktdaten zugrunde gelegt werden (*Kuhner*, WPg 2007, 825, 827). Es gibt kein anderes Modell, das wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) die Bewertung risikobehafteter Anlagemöglichkeiten durch den Kapitalmarkt erläutert. Das CAPM ist bis heute das wichtigste Modell zur Handhabung risikogerechter Kapitalkosten (*Volkart*, Corporate Finance, Grundlagen von Finanzierung und Investition, S. 225). Ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (*Drukarczyk*, Unternehmensbewertung, 4. Aufl 2003, S. 363). "The capital asset pricing theory is the best-known model of risk and return" (*Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, Chapter Nine "Risk and Return", S. 228; Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 126).

Die (alte) Multiplikatormethode verfügt demgegenüber über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament. Sie ist stark von der Wahl des Multiplikators abhängig und wird bisher durch die theoretische Forschung nicht unterstützt (*Löffler*, a.a.O.). Mit der Bestimmung des Risikozuschlags nach dem CAPM anhand allgemein zugänglicher Kapitalmarktdaten wird gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Objektivität, weil größere Nachprüfbarkeit, erreicht (vgl. *Widmann* in *Hölters*, Hdb. Unternehmens- und Beteiligungskauf, S. 176; *Simon/Leverkus* in *Simon*, Unternehmensbewertung, Anh. § 11, Rn. 127). Die Annahmen des CAPM, risikoaverse Investoren und Preisnehmer mit homogenen Erwartungen an die künftigen Renditen sowie die Existenz einer risikofreien Anlage in einem vollkommenen Kapitalmarkt, sind zwar theoretisch. Indessen ist eine wissenschaftliche, also auf empirischen Daten beruhende und damit widerlegbare Theorie ohne theoretische Annahmen undenkbar. Es spricht auch nichts gegen die Annahme eines liquiden Kapitalmarkts. Auf diesem Markt werden faire Preise gezahlt, die mit dem Kapitalwert der Zahlungsüberschüsse zu dem nach CAPM errechneten Kapitalisierungszinssatz übereinstimmen. Alle Marktteilnehmer haben gleichen und kostenlosen Zugang zu allen relevanten Informationen über die Wertpapiere und schätzen daher die künftigen Überschüsse in gleicher Weise ein. Einzelne Marktteilnehmer beeinflussen die Preisbildung nicht (*Kuhner*, WPg 2007, 825, 827; *Stehle*, WPg 2004, 906, 908). Das modelltheoretische Konzept des CAPM wird von der großen Mehrheit der

153

154

Ökonomen als Bewertungsmodell akzeptiert, weil der unter Verwendung des CAPM ermittelte Risikozuschlag nicht mehr auf einer freien Schätzung beruht, sondern auf den in der Vergangenheit eingetretenen Markttrenditen und damit auf Tatsachen (Hüttemann, Rechtliche Vorgaben für ein Bewertungskonzept, WPg 2007, 812, 820; insgesamt hierzu Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 127 ff.).

Der Sachverständige M. hat dies bei seiner Anhörung bestätigt. Ein anderes Bewertungsmodell sei nicht vorhanden; er habe auch die Zeit erlebt, in der geschätzt worden sei. Dabei seien die Planungsrechnung und das Ergebnis nach "Gefühl und Wellenschlag" analysiert und der Risikozuschlag entsprechend festgesetzt worden. Die Zahlen zur Bestimmung des Beta-Faktors stammten auch nicht aus "2. Hand". Die Daten stammten von Bloomberg. Bloomberg-Daten bildeten die übliche Datenbasis. Der Sachverständige hat eingeräumt, dass er persönlich die Bloomberg-Daten nicht überprüfen könne. Es habe aber an der Richtigkeit der Daten bislang keine Zweifel gegeben. Bloomberg ermittelt jeden Monat die Werte und damit die Marktdaten. Der Sachverständige hat überzeugend erklärt, dass es neuere Untersuchungen geben mag, er habe aber den Wissenstand zum Zeitpunkt der Bewertung zu berücksichtigen und keine besseren Daten zur Verfügung gehabt. Er habe sich für eine Studie entscheiden müssen und halte die Studie von Stehle nach wie vor für seriös. Stehle habe selbst darauf hingewiesen, dass in Zukunft eher mit niedrigeren Zahlen zu rechnen sei.

155

**c)** Mit dem **Wachstumsabschlag** wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei der Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalbetrag zurückgezahlt wird. Die Höhe des Abschlags hängt vom Einzelfall ab. Entscheidend ist, ob und in welcher Weise das Unternehmen aufgrund der Unternehmensplanung und der Erwartungen an die Marktentwicklung und die Inflationserwartung in der Lage sein wird, **nachhaltige Wachstumserwartungen** zu erfüllen (Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. - im Erscheinen begriffen - § 305 Rn 127 ff.; Stephan in K.Schmidt/Lutter, Rn 59; mit etwas geringeren Anforderungen: BayObLG, 19.10.1995, 3 Z BR 17/90 Paulaner, AG 1996, 127, 129; BayObLG, 11.12.1995, 3 Z BR 36/91, AG 1996, 176, 179; BayObLG, 11.07.2001, 3 Z ? 172/99 Rieter Ingolstadt I, AG 2002, 388, 389; ähnlich OLG Düsseldorf, 31.01.2003, 19 W 9/00 AktE Siemens/SNI, AG 2003, 329, 333; wie Stephan OLG München, 26.10.2006, 31 Wx 12/06 N-Ergie, ZIP 2007, 375, 379; OLG Düsseldorf, 27.02.2004, 19 W 3/00 EVA, AG 2004, 324, 328; zurückhaltend auch LG München I, 25.02.2002, 5 HKO 1080/96 Frankona, AG 2002, 563, 566).

156

Der Sachverständige M. hat den Wachstumsabschlag in Höhe von 2 % für die Phase II überzeugend damit begründet, dass die Gesellschaft in der Vergangenheit regelmäßig hohe Wachstumsraten aufgewiesen habe. Mit zunehmender Marktdurchdringung bestünden für die Zukunft zwar geringere Möglichkeiten als bisher, Wachstumsraten oberhalb des allgemeinen Wachstums zu erzielen. Da das Unternehmen stark in Wachstumsmärkte expandiere, rechtfertige das langfristig zu erwartende durchschnittliche Preis- und Mengenwachstum aber den Ansatz des Wachstumsabschlages auch in dieser Höhe. Dabei hat sich der Sachverständige insbesondere mit der Argumentation von A. auseinandergesetzt, die Auswirkungen von Preiserhöhungen auf der Beschaffungsseite in der Vergangenheit und der Zukunft seien erheblich höher als die Effekte tatsächlich durchsetzbarer Verkaufspreiserhöhungen. Der Sachverständige hat erläutert, dass die Entwicklung von bis für die Schätzung der Ergebnisse ab nur eingeschränkt relevant ist: Der Sachverständige hat die Entwicklung in der Planungsphase I nachvollzogen und erläutert, insbesondere die

157

durchschnittliche Wachstumsrate der erwarteten Umsätze von bis .

d) Es ergeben sich folgende **Kapitalisierungszinssätze:** 158

	bis in %	ab in %	159
<b>Basiszinssatz</b> Marktrisikoprämie Beta-Faktor	<b>5,90</b> 4,00 0,61	<b>5,90</b> 4,00 0,61	
<b>Risikozuschlag</b> Wachstumsabschlag <b>Kapitalisierungszins vor Steuern</b>	<b>2,44</b> 0,00 <b>8,34</b>	<b>2,44</b> 2,00 <b>6,34</b>	

4. Der Sachverständige hat die für die Jahre bis abgeleiteten Ertragsüberschüsse auf den zweiten Tag der Hauptversammlung, den , abgezinst. Den ab langfristig erzielbaren Überschuss hat der Sachverständige nach der finanzmathematischen Formel für eine ewige Rente zunächst auf den Beginn des Geschäftsjahres abgezinst und den ermittelten Barwert auf den diskontiert. Es ergibt sich **folgender Ertragswert als Barwert der erwarteten Nettoausschüttungen:** 160

... 161

#### 5. Sonderwerte 162

a) Das nicht betriebsnotwendige (Grund-) Vermögen ist mit einem Netto-Veräußerungserlös in Höhe von DM anzusetzen. 163

b) Aus dem EK 45 in Höhe von DM ergibt sich bei einer Ausschüttung im Wege der "Schütt-aus-hol-zurück-Maßnahme" und einem angenommenen Steuersatz von % auf Anteilseignerebene ein Vermögensvorteil in Höhe von DM. 164

c) Abzusetzen ist der Sonderwert der mit DM zum Stichtag unterbewerteten Pensionsverpflichtungen. 165

#### 6. Unternehmenswert zum : 166

... 167

#### 7. Wertverhältnis der Vorzugsaktien zu den Stammaktien 168

Zur Ermittlung der Anteilswerte ist der Unternehmenswert auf Stamm-Stückaktien und Vorzugs-Stückaktien zu verteilen. Das Landgericht hat mit dem Sachverständigen M. zutreffend einen höheren Wert der Vorzugsaktien gegenüber den Stammaktien angenommen und dabei unter Hinweis der Rechtsprechung des Spruchsenats des OLG Düsseldorf auf die konkreten Verhältnisse der Anteilsinhaberschaft des zu bewertenden Unternehmens abgestellt (vgl. OLG Düsseldorf, B. v. 20.11.2001 - 19 W 2/00 AktE-, AG 2002, 398 = DB 2002, 781 zu einer Bewertung der Vorzugsaktien mit einem Abschlag von 20% unter dem Börsenwert der Stammaktien; OLG Düsseldorf, B. v. 31.01.2003, I-19 W 9/00 AktE, AG 2003, 329 = DB 2003, 1941 zur Abfindung in Stammaktien statt Vorzugsaktien). 169

Der Sachverständige M. hat zutreffend den Verlust des an sich wertbildenden Charakters des Stimmrechts der Stammaktien angenommen, weil die Großaktionärin zum Zeitpunkt der Bewertung % der Stammaktien besaß. Der Senat macht sich die Begründung des Landgerichts, damit entfalle die - werthaltige - Möglichkeit der Einflussnahme auf die 170

Unternehmenspolitik, zu eigen. Der Sachverständige hat überzeugend dargestellt, dass die Attraktivität der Stammaktien umso höher ist, je größer die Möglichkeit der Realisierung von Synergieeffekten ist. Diese Möglichkeit besteht, wenn die Stammaktien möglichst weit gestreut sind und die Kooperationsbereitschaft der Stammaktionäre gering ist. Der Sachverständige hat seine Annahme durch einen Kursvergleich plausibilisiert. Danach nähern sich die Börsenkurse für Stammaktien denen für Vorzugsaktien umso mehr, je weniger Stammaktien verfügbar sind.

Auf der anderen Seite sieht die Satzung als Ausgleich für das fehlende Stimmrecht eine Mehrdividende von % des rechnerischen Nennwerts vor. Bei einem Nennwert von € sind dies € pro Jahr. Unter Anwendung des Kapitalisierungszinssatzes von % und der finanzmathematischen Formel für die ewige Rente ergibt sich ein Wert der Mehrdividende in Höhe von € je Vorzugs-Stückaktie. 171

Daraus folgt ein Anteilswert in Höhe von 19,33 € je Stamm-Stückaktie und in Höhe von 172

**19,57 € je Vorzugs-Stückaktie.** 173

## **8. Verzinsung der Barabfindung** 174

Der Senat unterlässt die Festsetzung einer Verzinsung, weil mit der Feststellung des gesetzlichen Zinsanspruchs nach §§ 208, 30 Abs.1 S.2 und 15 Abs.2 UmwG im Spruchverfahren kein vollstreckbarer Anspruch tituliert werden kann. Der Zinsanspruch ist bei einer Leistungsverweigerung im Wege der Leistungsklage geltend zu machen (vgl. Paulsen in Münchener Komm. zum AktG, 3. Aufl. – im Erscheinen begriffen - § 304 Rn 194, Simon, SpruchG, § 10 Rn 6 m.w.N.). 175

## **II. Zuzahlungsanspruch** 176

Das Landgericht hat zu Recht einen Zuzahlungsanspruch gemäß § 196 UmwG verneint und zur Begründung ausgeführt, eine quantitative Benachteiligung der früheren Aktionäre der X sei nicht eingetreten, da die Festkapitalanteile der K. exakt dem Verhältnis entsprechen, in dem sie im Zeitpunkt der Eintragung der neuen Rechtsform in das Handelsregister am Grundkapital der Aktiengesellschaft beteiligt waren. Auch eine qualitative Benachteiligung sei nicht feststellbar. Ob in dem Verlust der Börsennotierung und der damit einhergehenden Einschränkung der Verkehrsfähigkeit der Gesellschaftsanteile, die Regelung der Anteilswertberechnung in § 12 der Satzung der K. und der durch den Sachverständigen auf Blatt 62/63 seines Gutachtens aufgezeigten, allein durch den Rechtsformwechsel veranlassten Steuerschuld ein qualitativer Unterschied des Kommanditanteils im Vergleich zu früheren Aktionärsstellung liege, könne offen bleiben. 177

Der Anspruch auf bare Zuzahlung setzt voraus, dass der Anteilsinhaber durch den Formwechsel eine individuelle Benachteiligung erleidet. Daran fehlt es bei solchen Nachteilen, die infolge des Formwechsels jeden Anteilsinhaber treffen. Dies entspricht dem Gebot der Gleichbehandlung aller Anteilsinhaber im Aktienrecht und dem systematischen Verhältnis von § 196 UmwG zu § 207 UmwG (OLG Düsseldorf, B. v. 27.02.2004 - 19 W 3/00 AktE -, AG 2004, 324 =NZG 2005, 280). 178

## **III. Nebenentscheidungen** 179

Die Entscheidung über die in erster Instanz entstandenen Kosten beruht auf § 312 Abs.4 S.1 UmwG a.F.. Billigkeitsgründe, die es rechtfertigen, die gerichtlichen Kosten einem anderen 180

Beteiligten aufzuerlegen, sind nicht ersichtlich. Es entspricht auch der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller trägt, soweit diese zulässige Anträge gestellt haben. Die Verpflichtung der Antragsgegnerin, die Vergütung und den Ersatz angemessener barer Auslagen der Vertreter der außenstehenden Aktionäre zu tragen, ergibt sich aus § 308 Abs.2 UmwG a.F.

Die Entscheidung über die in der Beschwerdeinstanz entstandenen Gerichtskosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Ein Anlass zur Erstattung der in der Beschwerdeinstanz entstandenen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller besteht nach § 15 Abs. 4 SpruchG unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens nicht. Die Verpflichtung der Antragsgegnerin, die Vergütung und den Ersatz der Auslagen der Vertreter der außenstehenden Aktionäre zu tragen, ergibt sich aus § 6 Abs.2 SpruchG. 181

Der gerichtliche Geschäftswert ist für die erste Instanz gemäß § 30 Abs.1 KostO, auf den § 312 Abs.3 UmwG a.F. verweist, nach freiem Ermessen zu bestimmen. Zu ermitteln ist deshalb der so genannte Beziehungswert. Bei der Abänderung der angebotenen Abfindung zu Gunsten der Aktionäre ist das Produkt aus der Anzahl der von außenstehenden Aktionären gehaltenen Aktien und des festgesetzten Unterschiedsbetrages ein Anhaltspunkt für die Wertfestsetzung (OLG Düsseldorf, B. v. 27.02.2004 - I-19 W 3/00 AktE – (AG 2004, 324 = NZG 2005, 280). Widerspruch gegen den Umwandlungsbeschluss zu Protokoll der Hauptversammlung ist für insgesamt 1.304.940 Aktien erklärt worden. Bei dem Erhöhungsbetrag je Aktie von **6,87 €** (19,57 € – 12,70 €) X 1.304.940 beträgt der Geschäftswert **8.965.000 €**. Die Festsetzung des Geschäftswerts für die Beschwerdeinstanz beruht auf § 15 Abs. 1 SpruchG. 182

Der Geschäftswert gilt nach §§ 9 Abs.1 BRAGO, 6 Abs. 2 SpruchG jeweils auch für die Bemessung der Rechtsanwaltsgebühren der Vertreter der außenstehenden Aktionäre. 183