

Aktenzeichen:  
23 AktE 3/10 (2)



Landgericht Mannheim

## **Beschluss**

In dem Rechtsstreit

wegen Antrag gem. § 327 f. AktG

hat das Landgericht Mannheim - 3. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht \_\_\_\_\_; den Handelsrichter \_\_\_\_\_ und den Handelsrichter \_\_\_\_\_ am 17.12.2015 beschlossen:

1. Die Anträge auf Höherfestsetzung der Barabfindung für das Ausscheiden der Aktionäre des bibliographischen Instituts AG werden zurückgewiesen.
2. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten, im Übrigen werden außergerichtliche Auslagen nicht erstattet.

Der Geschäftswert wird für die Gerichtskosten, für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre und für die Vertreter der Antragsgegnerin auf 200.000,00 € festgesetzt.

## G r ü n d e

### I.

Die Antragsteller sind frühere Aktionäre der Bibliographisches Institut AG (vormals Bibliographisches Institut & FH Brockhaus AG, im Folgenden: BI AG), die im Verlagswesen tätig ist und über mehrere Tochtergesellschaften verfügt. Das bekannteste Objekt der BI Gruppe ist der Duden. Im Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung betrug das Grundkapital 16.316.664,00 €, von dem 97,17 % in der Hand der Beklagten waren. Ein Handel der Aktien fand nur über das Wertpapierhandelshaus Valora Effekten Handel AG statt. Die mit der Ermittlung des Unternehmenswertes beauftragte \_\_\_\_\_ ermittelte, bestätigt vom Ausschließungsprüfer \_\_\_\_\_, einen Unternehmenswert für die BI AG von 54.421.000,00 €, so dass sich ein anteiliger Unternehmenswert die Aktie von 86,72 € ergab. In der Hauptversammlung der BI AG vom 23. November 2009 wurde auf Verlangen der Hauptaktionärin die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschlossen gegen Gewährung einer Abfindung von 95,00 € je Stückaktie.

Der Übertragungsbeschluss wurde am 22. April 2010 in das Handelsregister eingetragen und am 23. April 2010 bekanntgemacht.

Mit in der Zeit zwischen 28.05.2010 und 26.07.2010 eingegangenen Anträgen begehren die Antragsteller eine höhere Festsetzung des Abfindungsbetrages.

Die Antragsteller sind der Auffassung, dass der Unternehmenswert zu niedrig angesetzt sei und demgemäß der Abfindungsbetrag deutlich höher ausfallen müsse. Gerügt wird, dass die einzelnen Unternehmen des Konzerns isoliert betrachtet wurden, was dazu führe, dass durch die Nichtberücksichtigung des Cash Pools der Verschuldensgrad zu hoch dargestellt worden sei. Hinsichtlich der Umsatzplanung sei man von zu negativen Wachstumserwartungen ausgegangen, indem man für die Phase der ewigen Rente niedrigere Werte angesetzt habe als das Bibliographische Institut für die Detailplanung der kommenden Jahre. Auch soweit es um die weiteren Erträge aus dem „Guinness Book of Records“ gehe, hätten [redacted] und der Ausschließungsprüfer zu Unrecht einen Abschlag vorgenommen, obwohl kein Anlass bestehe anzunehmen, dass nicht auch in Zukunft die Lizenz an die BI AG zu vergleichbaren Bedingungen vergeben werde. Hinsichtlich der Kostenplanung sei auch hier die Bewertung zu negativ, insbesondere seien Synergieeffekte nicht berücksichtigt.

Weiter wird gerügt die Höhe des Basiszinssatzes, des Risikozuschlags und die Anwendung der Tax-CAPN-Methode. In diesem Zusammenhang sei der Beta-Faktor durch Rückgriff auf eine Peer Group unzutreffend ermittelt worden. Weiter wenden sich die Antragsteller gegen die Anwendung eines Adjusted Betas und gegen einen Wachstumsabschlag von lediglich 0,5, der angesichts der zu erwartenden Inflationsrate für zu niedrig gehalten wird.

Einige Antragsteller sind der Auffassung, dass sich die Abfindung an dem einige Monate zuvor erfolgten Vorerwerb des Aktienpakets orientieren müsse, bei dem 110,00 € pro Aktie bezahlt worden seien und dass zumindest der Kurs bei der Valora Effekten Handel AG Berücksichtigung finden müsse.

Die Antragsteller und der vom Gericht bestellte Vertreter der außenstehenden Aktionäre beantragen die Festsetzung einer angemessenen Abfindung über den in der Hauptversammlung vom 23.11.2009 festgesetzten Betrag hinaus.

Die Antragsgegnerin beantragt, die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin ist der Auffassung, dass in dem Gutachten von [redacted] der Unternehmenswert und damit der Wert der einzelnen Aktie zutreffend ermittelt worden sei. Keinesfalls

sei ein Abfindungsbetrag über den durch die Hauptversammlung über dem ermittelten Betrag hinaus festgesetzte Entschädigung von 95,00 € je Aktie gerechtfertigt. Wenn die Antragsgegnerin zuvor einen höheren Betrag der Aktie gezahlt habe, beruhe dies auf einem Paketzuschlag und könne nicht der Festsetzung einer angemessenen Abfindung zugrundegelegt werden.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Parteivorbringens wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen verwiesen.

Das Gericht hat Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens, welches schriftlich ergänzt und im Termin vom 29.10.2015 mündlich erläutert wurde.

## II.

Die Anträge sind zulässig und hinreichend begründet. Soweit der Antrag der Antragstellerin Ziff. 34 am 26.07.2010 einging, ist dies ausreichend, da es sich hierbei um einen Montag handelte (vgl. Hüffer, 11. Aufl., § 4 Spruchgesetz, Randnr. 4).

Der Antrag der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre auf eine höhere Festsetzung der Abfindung für den Verlust der Aktionärstellung ist jedoch nicht begründet.

Die nach § 327 a Abs. 1 AktG geschuldete angemessene Barabfindung soll den ausscheidenden Aktionäre eine volle Entschädigung für den Verlust ihrer Unternehmensbeteiligung gewähren. Zu ermitteln ist damit der Grenzwert, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann, wobei anerkanntermaßen nicht ein bestimmter exakter Wert ermittelt werden kann, sondern es sich um eine richterliche Schätzung nach § 287 ZPO handelt (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 30.04.2013, 12 W 5/12, Beck RS 2013, 08873 m. w. N.). Anerkannt ist dabei, dass zumindest eine mögliche Methode zur Ermittlung des angemessenen Abfindungsbetrages darin liegt, zunächst den vollen Wert des Unternehmens und daraus abgeleitet den Beteiligungswert nach dem Ertragswertverfahren zu ermitteln (Hüffer, 11. Aufl., § 327 b Randnr. 5; § 305 Randnr. 24 ff. jeweils m. w. N.).

Im Rahmen des Ertragswertverfahrens sind zunächst die künftigen finanziellen Überschüsse zu ermitteln, die in einer zweiten Stufe auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren sind.

Hinsichtlich der **Ermittlung der zukünftig zu erwartenden Überschüsse** ist der vom Gericht beauftragte Sachverständige grundsätzlich von separat ermittelten Unternehmenswerten ausgegangen, deren Ergebnisse dann addiert werden (sum of the parts Bewertung), wobei er zur Abbildung des bestehenden Cash Pools die zinstragenden Aktiv- und Passivposten saldiert und einen

einheitlichen Verschuldungsgrad bestimmt hat, um ansonsten unrealistisch hohe Verschuldungsangaben zu eliminieren. Dies erscheint überzeugend, es wird, soweit ersichtlich, im Ergebnis nichts mehr dagegen erinnert.

Hinsichtlich der Umsatzplanung hat der vom Gericht beauftragte Sachverständige den gegenüber der Detailplanung der Gesellschaften teilweise vorgenommenen Abschlag von 10 % beim Umsatz für die Phase der ewigen Rente bestätigt. Dabei ist grundsätzlich zu berücksichtigen, dass die Detailplanung des Unternehmens vom Gericht grundsätzlich zu akzeptieren und nur auf Plausibilität zu überprüfen ist (vgl. Hüffer, § 305 Randnr. 25 m. w. N.). Betrachtet man die Detailplanung für die Jahre 2008 bis 2011, so ergibt sich hier eine durchschnittliche Steigerung der Umsatzentwicklung von 7,9 %, während für die tatsächlich bilanzierten Jahre 2006 bis 2008 ein Rückgang um 5,9 % zu verzeichnen war (Gutachten S. 11). Es stellt sich hier bereits die Frage, ob angesichts der schwierigen Situation der streitgegenständlichen Branche und angesichts der Vergangenheitswerte ausreichend tatsächliche Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass die Detailplanung als plausibel bezeichnet werden kann. In jedem Fall ist es aber Aufgabe des Sachverständigen zu prüfen, ob für die besonders wichtige Phase der ewigen Rente die letzten Zahlen der Detailplanung übernommen werden können (vgl. Franke/Schulte in Fleischer/Hüllemann, Unternehmensbewertung, § 5 RN 36 ff). Der Sachverständige hat hier mit eingehender Begründung einerseits hinsichtlich der geplanten Duden Neuerscheinung (Gutachten S. 21), andererseits generell im Hinblick auf die Rückläufigkeit des Marktes der BI Gruppe Abzüge von den letzten Detailplanungen vorgenommen. In der mündlichen Anhörung hat er dies damit begründet, dass bereits bei den Prüfern Zweifel hinsichtlich der geplanten Steigerungszahlen vorhanden gewesen seien und dass man diese Steigerung in der Detailplanung quasi wieder rückgängig gemacht habe. Entgegen der Auffassung der Antragsteller wird damit, jedenfalls bei der Berechnung des Unternehmenswerts, die Detailplanung der BI Gruppe (wenn auch mit Skepsis) respektiert und zugrundegelegt. Der Kammer erscheint es aber in hohem Maße nachvollziehbar, dass langfristig jedenfalls, für die Phase der ewigen Rente, die zuletzt vorgesehenen Umsatzsteigerungen keinen Bestand haben werden. Die Erwartung weiter steigender Umsätze wäre nicht nur gegen die tatsächliche Entwicklung der BI Gruppe in der Vergangenheit, gegen die Entwicklung der Branche in den zurückliegenden Jahren, sondern auch gegen die allgemeinen Erwartungen für das Verlagswesen in der Zukunft. Der Sachverständige hat dies im Einzelnen für die Gesellschaften der BI Gruppe, für die eine Detailplanung vorliegt, untersucht und überzeugend begründet (Gutachten S. 20 ff.).

Soweit der Gutachter einen Abschlag hinsichtlich des „Guinness Book of Records“ diskutiert hat, weil unklar sei, ob in der Zukunft weiter mit einer Lizenzvergabe zu gleichen Bedingungen gerech-

net werden könne, spricht einiges dafür, diesen Abschlag nicht vorzunehmen. Konkrete Anhaltspunkte für eine Vergabe zu wesentlich schlechteren Bedingungen gegenüber den Vorjahren oder gar zu einer Vergabe an einen Mitbewerber, liegen nicht vor. Insofern erscheint es wahrscheinlicher, dass das Buch im Wesentlichen zu vergleichbaren Konditionen auch in der Zukunft produziert werden kann, wobei Risiken, die bereits in der Wachstumsrate Berücksichtigung finden, hier nicht einschlägig sein können. Nimmt man keinen Abschlag vor, so ergäbe sich nach den Berechnungen des Sachverständigen ceteris paribus ein Wert je Aktie von 94,67 €, mithin immer noch unter dem in der Hauptversammlung festgesetzten Wert von 95,00 € (Gutachten S. 59).

Hinsichtlich der Kostenplanung hat der Sachverständige keine Anhaltspunkte für bereits geplante weitere Einsparungen, etwa durch Verlagerung der Produktion in andere Länder, gesehen. Auch für wesentliche Einsparungen durch Synergien vermochte der Sachverständige keine konkreten Anhaltspunkte zu finden. Nach seinem Eindruck seien hier Einsparungsmöglichkeiten angesichts der schlechten Situation der BI Gruppe bereits weitgehend ausgeschöpft gewesen. Weitere diesbezügliche Maßnahmen seien seitens der überwiegend für sich selbst arbeitenden Gesellschaften der Gruppe nicht zu erwarten gewesen.

Berücksichtigt hat der Sachverständige im Gegensatz zu den Gutachten von [redacted] die Möglichkeit, Mieterträge aus der Vermietung der Immobilie Dudenstraße, Mannheim, zu ziehen, was zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes mit der Auswirkung von 0,59 € je Aktie führt (Gutachten S. 18).

Hinsichtlich der Gesellschaften Bibliographisches Institut & F.A. Brockhaus AG (Zug/Schweiz), Weingarten Promotion Service GmbH (Mannheim), NBV Neue Bildungsmedien Versandbuchhandlung GmbH (Berlin) und PVG Paetec Vermittlungsgesellschaft mbH (Berlin) wurden keine detaillierten Planungsrechnungen erstellt. Der Sachverständige hat hier nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren gerechnet, d. h., den Beitrag dieser Gesellschaften zum Beteiligungsergebnis kapitalisiert. In der mündlichen Anhörung konnte der Sachverständige zwar nicht im Einzelnen erläutern, wieso bestimmte Beträge hier in Ansatz gebracht wurden. Er konnte jedoch nachvollziehbar schildern, dass anhand der bisherigen Zahlen die eingestellten Werte plausibel erschienen seien. Hinsichtlich der schweizer Gesellschaft verwies er darauf, dass der Hauptumsatzträger Brockhaus mittlerweile verkauft sei und insofern eher verwunderlich sei, dass hier immer noch mit einem Beteiligungsergebnis von 260.000,00 € geplant worden sei.

Die Kammer sieht hier keine Veranlassung, weitere Ermittlungen anzustellen, da nicht zu erwarten ist, dass sich hierdurch das Ergebnis wesentlich ändern würde.

Für die Ermittlung des für die **Diskontierung** erforderlichen Kapitalisierungszinssatzes geht der Sachverständige als **Basiszinssatz** von der Zinsstrukturkurve in einem 3-Monats-Zeitraum vor dem 26.08.2009 aus, was heute als anerkannte Bewertungspraxis angesehen wird (vgl. Franke/Schulte, aaO, § 6 RN 29 ff). Der Gutachter kommt hier auf einen ungerundeten Basiszinssatz von 4,178 €, welchen er auf 4,25 € entsprechend den IDW S 1 Grundsätzen aufrundet. Der Sachverständige hält diese Aufrundung für zulässig, da damit deutlich gemacht werde, dass das Ganze nur eine Schätzung sei und ansonsten bei taggenauer Betrachtung die Berechnung sich ständig ändern müsste, insbesondere zum Zeitpunkt der Hauptversammlung mit dem konkret ermittelten Betrag nochmals neu gerechnet werden müsste, was sich häufiger vermeiden lasse, wenn eine Rundung nach oben oder unten durchgeführt werde. Ob mit dieser reinen Praktikabilitätsargumentation eine Veränderung des gefundenen Basiszinssatzes vorgenommen werden kann und damit der ohnehin eine Schätzung darstellende Wert letztlich weiter verändert werden darf, erscheint zweifelhaft, bedarf aber keiner abschließenden Entscheidung. Wenn man hier mit dem genauen Basiszinssatz rechnen würde, ergäbe sich ceteris paribus bei Nichtvornahme eines Abschlags beim Guinness Book of Records ein Betrag von 95,32 € (Gutachtenergänzung S. 7). Auch wenn angesichts des mit vielen Variablen und viel Beurteilungsspielraum verbundenen Bewertungsvorgangs Skepsis hinsichtlich weiterer Spielräume besteht, würde hier die Abweichung deutlich unter 1 % gegenüber dem festgesetzten Betrag von 95,00 € liegen. Jedenfalls bei derart geringfügigen Abweichungen kann der in der Hauptversammlung festgesetzte Betrag nicht mehr als unangemessen bezeichnet werden, zumal im vorliegenden Fall etwa auch hinsichtlich der Bewertung der Erträge aus dem Guinness Book of Records eine andere, die Abfindung reduzierende Betrachtungsweise möglich ist (vgl. OLG Karlsruhe, AG 13, 353, 354; OLG Frankfurt, AG 15, 504, 507).

Neben dem Basiszins ist für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ein **Risikozuschlag** vorzunehmen, der dem empirischen Umstand Rücksicht trägt, dass die Rendite der Aktien über der von sicheren Staatsanleihen liegt. Der Sachverständige hat hier unter Verweis auf verschiedene Gutachten eine Marktrisikoprämie von 4,5 bis 5,5 % vor der Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern für angemessen erachtet (Gutachten S. 36 ff.). Dabei wurde bei den historischen Renditen ein Wert zwischen geometrischem und arithmetischem Mittel zugrundegelegt. In der betriebswirtschaftlichen Diskussion ist die Höhe der Marktrisikoprämie umstritten, die Bedeutung verschiedener Gutachten und die Frage, ob geometrisches, arithmetisches oder ein anderes Mittel relevant ist, ist nicht geklärt (vgl. Peemöller, 6.Aufl., S. 394). Es ist nicht Aufgabe der Gerichte, festzustellen, welche betriebswirtschaftliche Auffassung zutreffend ist. Die vom Gutachter verwendete Berechnungsmethode und die verwendeten Werte sind nach Kenntnis der Kammer in



der betriebswirtschaftlichen Diskussion gängige Auffassungen, sie sind für das Gericht auch nachvollziehbar und plausibel. Dies genügt. Eine Entscheidung, ob sie auch fachlich richtig sind, würde hier die Möglichkeiten einer juristischen Bewertung übersteigen. Insofern greift auch der Gesichtspunkt ein, dass bei in sich konsistenten Bewertungen Zurückhaltung bei Eingriffen in einzelne Variablen geboten ist, um nicht ein in sich stimmiges Gesamtbewertungskonzept aus dem Gleichgewicht zu bringen.

Insoweit hat die Kammer auch keine Schwierigkeiten, den Sachverständigen bei der Anwendung des Tax-CAPN zu folgen. Betrachtet man die Aufgabenstellung, für die Aktionäre einen angemessenen Abfindungsbetrag zu ermitteln, erscheint es auch inhaltlich überzeugend, in diesem Interesse die steuerlichen Auswirkungen zu berücksichtigen. Nachvollziehbar und plausibel erscheint auch, hinsichtlich der im Unternehmen verbliebenen Gewinne, die thesaurierungsbedingte Kursrenditen zur Folge haben, den halben Satz der Abgeltungssteuer als Veräußerungsgewinnbesteuerung zugrundezulegen. Insofern wird durchaus nachvollziehbar unterstellt, dass irgendwann die Vorteile der Thesaurierung durch Verkauf der Aktie realisiert werden und dann die Veräußerungsgewinnbesteuerung eingreift. Dem Umstand, dass die Steuerpflicht jedoch wesentlich später als die thesaurierungsbedingte Renditeerhöhung eingreift, wird durch die Halbierung der Abgeltungssteuer Rechnung getragen. Selbst wenn die Aktien deutscher Unternehmen zu einem erheblichen Teil in ausländischer Hand sind, müsste auch dort eine ggfs. bestehende Steuerlast berücksichtigt werden. Zuzugeben ist allerdings, dass für den überwiegenden Teil der Aktien infolge des Kaufs vor der Steuerreform 2008 eine Veräußerungsgewinnbesteuerung nicht eingreifen wird. Zahlen sind insoweit allerdings nicht vorhanden, so dass, wollte man generell etwa auf die Mehrzahl der Aktien abstellen, ein weites Feld für unsichere Spekulationen geöffnet wäre. Insofern liegt eine Typisierung dergestalt nahe, dass ab dem Jahr 2009 mit einer Veräußerungsgewinnbesteuerung von 13,2 % generell gerechnet wird. Dies lässt sich auch damit rechtfertigen, dass, worauf der Gutachter zu Recht hingewiesen hat, maßgeblich ist, dass insofern die Berücksichtigung von Steuern in Zähler und Nenner konsistent ist. Insoweit wurde der eigentliche Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern, für die Antragsteller günstig, auf 3,13 % unter Berücksichtigung der kritisierten persönlichen Ertragssteuern reduziert (Gutachten S. 31). Der Sachverständige hat insofern auch darauf hingewiesen, dass bei einem Betafaktor von 1, in dessen Nähe sich hier die BI AG bewegt, es für die Berechnung keinen Unterschied mache, ob mit oder ohne persönliche Steuern gerechnet werde.

Die Marktrisikoprämie von 4,5 % ist mit dem **Betafaktor** als unternehmensspezifische Risikoprämie zu multiplizieren, wobei ein Betafaktor von 1 der durchschnittlichen Volatilität entspricht, ein Betafaktor von 0 mit einer risikolosen Anlage in Staatsanleihen gleichzusetzen wäre. Überzeu-

gend ist hier, dass der Sachverständige für die Ermittlung des Betafaktors auf eine Peer Group abstellt und zwar insbesondere unter dem Blickwinkel, dass die Aktien der BI AG nur außerbörslich gehandelt wurden und insofern keine zuverlässigen Kursangaben vorliegen. Der Sachverständige erläutert im Einzelnen, warum er welche Unternehmen bei der Bildung der Peer Group berücksichtigt hat. Auch wenn man in jedem Einzelfall darüber streiten mag, sind die Überlegungen des Sachverständigen plausibel und nachvollziehbar und bieten keine Veranlassung, hier Änderungen vorzunehmen. Nicht ausschließen konnte der Sachverständige, dass die Einbeziehung der ausländischen Unternehmen in die Peer Group durch die Währungsschwankungen unter Umständen zu einem höheren Betafaktor führen könne, wobei er darauf hinwies, dass diese Beeinflussung aber in beiden Richtungen möglich sei. Im Hinblick auf den letztgenannten Umstand und den Umstand, dass nicht zu erwarten ist, dass hierdurch wesentlich andere Ergebnisse erzielt werden, die die Feststellung der Unangemessenheit der Abfindung rechtfertigen können, folgt die Kammer auch insoweit den Ausführungen des Gutachters hinsichtlich des Betafaktors.

Zweifelhafter erscheint demgegenüber, ob der gefundene RAW-Betawert zu adjustieren ist, indem er rechnerisch dem Faktor 1 als Durchschnitt angenähert wird. Fehlt es an einer absehbaren Diversifizierung der Produktpalette im Sinne einer breiteren Aufstellung des Unternehmens weg von einer Nischenproduktion, mag zweifelhaft erscheinen, ob hier eine Tendenz zum Durchschnitt unterstellt werden kann. Der Sachverständige hat hierzu aber ausgeführt, dass im vorliegenden Fall der sich ergebende Wert des relevered Betafaktors (Gutachten S. 47), d. h. des Betafaktors, der den geplanten Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts zusätzlich im Vergleich zu der übrigen Peer Group, hier mit 0,77 verschuldet, relativ dicht beim Wert 1 liege und die Herausrechnung der Adjustierung zu keiner erheblichen Änderung des Ergebnisses führe. Auch hier sieht die Kammer keine Veranlassung unter diesem Gesichtspunkt die Frage entscheiden zu müssen, da bei Abweichungen unter 1 % eine Anpassung nicht geboten erscheint.

Der so gefundene Kapitalisierungszinssatz wird vom Sachverständigen um einen **Wachstumsabschlag** von 0,5 % reduziert. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass es Unternehmen in gewissen Grenzen möglich ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen an die Kunden weiterzugeben. Der Wert von 0,5 % ist relativ niedrig, wobei der Sachverständige dies überzeugend damit begründet hat, dass die BI Gruppe mit Schulbüchern und Kalendern auf einem schrumpfenden Markt tätig sei und nicht erwartet werden könne, dass sie mit dem Durchschnitt des Marktes wachse. Insofern beruhe seine relativ niedrige Festsetzung des Wachstumsabschlages hierauf und nicht auf der umstrittenen Behauptung, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen generell regelmäßig hinter der Inflation zurückbleibe. Auch diese Überlegungen des Gutachters erscheinen der Kammer im Ergebnis nachvollziehbar und plausibel, so dass kein Anlass be-

steht, die Beurteilung des Sachverständigen durch eine abweichende eigene zu ersetzen.

Eine Modifikation des Gutachtens von \_\_\_\_\_ nimmt der gerichtlich bestellte Sachverständige insofern vor, als er für das bestehende Körperschaftssteuerguthaben je Aktie einen erhöhten Betrag von 2,13 € ermittelt (Gutachten S. 55). Insgesamt ergibt sich bei der Berechnung des Sachverständigen ohne Abschläge beim Guinness Book of Records und mit der Aufrundung beim Basiszins ein Betrag von 94,67 € je Aktie, ohne Rundung beim Basiszinssatz ein Betrag von 95,32 € (Gutachten S. 59, Gutachtenergänzung S. 7).

Bei dieser Ermittlung nach dem Ertragswertverfahren ist bei der Planung der Erträge bereits der erhebliche Wert der gehaltenen Marken, insbesondere des Dudens, berücksichtigt, so dass er nicht gesondert und damit doppelt in Ansatz gebracht werden kann (Gutachten S. 53 f.).

Eine Abweichung von der Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren durch einen gegebenen höheren Liquidationswert liegt nach den überschlägigen Ermittlungen des Sachverständigen eindeutig nicht vor (Gutachten S. 58), was nachvollziehbar ist und dem Regelfall in den meisten Fällen der Unternehmensbewertung entspricht.

Nicht in Betracht kommt hier die Herleitung des angemessenen Abfindungsbetrages unter Rückgriff auf Börsenkurse. Ein öffentlicher Handel an einer regulären deutschen oder ausländischen Wertpapierbörse, welche Grundlage für die Ermittlung eines angemessenen Abfindungsbetrages sein könnte, fand nicht statt. Die nur unregelmäßige Kursermittlung beim Handel über die Valora Effekten Handel AG ist nicht geeignet, einen validen Hinweis auf den Unternehmenswert zu geben oder eine reelle Deinvestitionsmöglichkeit für die Aktionäre darzustellen (vgl. Gutachten S. 56).

Keine Rolle spielt, dass wenige Monate vor dem Stichtag die Antragsgegnerin Aktien zum Preis von 110,00 € erworben hat. Dabei handelte es sich um Paketpreise im Rahmen der Aufstockung eines bestehenden Anteilsbesitzes, mit welcher der Weg geebnet wurde für das Ausschließen der Minderheitsaktionäre. Will man hier auf diesen Betrag abstellen, würde das subjektive, von den jeweiligen Intensionen abhängige Interesse des Erwerbers maßgeblich gemacht werden für die zu zahlende Abfindung. Insoweit ist es aber Sache jedes Erwerbers, zu entscheiden, welchen Betrag er über den „wahren Wert“ oder den Börsenwert hinaus für Aktien zu zahlen bereit ist. Ihm kann nicht aufoktroiert werden, über den „wahren Wert“ hinaus die wenigen im Streubesitz verbindlichen Aktien für genauso wertvoll zu halten wie das Paket, mit dem er die Möglichkeit des squeeze out erreicht hat.

Eine Berücksichtigung der Vorerwerbspreise kommt auch nicht im Hinblick auf § 53 a AktG in Be-

tracht. Die dort angeordnete Gleichbehandlung der Aktionäre, ist eine Pflicht der Aktiengesellschaft gegenüber den Aktionären und betrifft nicht das hier relevante Verhältnis der Aktionäre untereinander (Hüffer, § 53 a Randnr. 2). Auch die zwischen Aktionären bestehende Treuepflicht kann dem zusätzliche Aktien kaufenden Aktionär nicht auferlegen, diese Aktien zum gleichen Preis zu erwerben und rechtfertigt damit auch nicht im Wege der Abfindung einen Betrag über dem „wahren Wert“ festzusetzen. Insoweit bleibt es bei der hier geltenden Vertragsfreiheit.

Es verbleibt damit dabei, dass eine Erhöhung des Abfindungsbetrages nicht veranlasst ist.

Die Entscheidung über die Kosten beruht auf § 15 Spruchgesetz, die Festsetzung des Geschäftswerts beruht auf § 74 GNotKG.