

- Ausfertigung -

Geschäftsnummer:
31 O 32/07 KfH AktG

06. März 2008



Landgericht Stuttgart
31. Kammer für Handelssachen
Beschluss

In dem Rechtsstreit

gegen

wegen Abfindung, Ausgleich und angemessenem Erwerbspreis im Rahmen eines Delisting

hat die 31. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart auf die mündliche Verhandlung vom 12. Februar 2008 unter Mitwirkung von

Vors. Richter am Landgericht
Handelsrichter
Handelsrichter

beschlossen:

1. Die Anträge der Antragssteller Ziffer 5 Ziffer 6 Ziffer 12
Ziffer 13 Ziffer 17 bis 21 Ziffer 31 Ziffer 39
Ziffer 55 Ziffer 56 Ziffer 63 Ziffer 64 Zif-
fer 70 werden

zurückgewiesen.

2. Die Anträge, soweit sie das Delisting betreffen, der Antragsteller Ziffer 3 , Ziffer 4 Ziffer 38 Ziffer 44 werden

zurückgewiesen.

3. Der Antrag der Antragstellerin Ziffer 71 wird

zurückgewiesen.

soweit er den BGAV betrifft.

4. Es wird festgestellt, dass die Antragstellerinnen Ziffer 22 und 23 ten und ihren Antrag zurückgenommen haben.
5. Die von der Antragsgegnerin auf Grund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zu leistenden Barabfindung wird auf 31,25 Euro je Stückaktie festgesetzt.
6. Der von der Antragsgegnerin zu leistende feste Ausgleich gemäß dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wird auf 2,36 Euro je Stückaktie abzüglich Körperschaftssteuerbelastung einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils geltenden gesetzlichen Tarifs festgesetzt.
7. Der Erwerbspreis, der den Aktionären der Kässbohrer Geländefahrzeug AG, Laupheim von der Antragsgegnerin aus Anlass der Ermächtigung des Vorstandes der Kässbohrer Geländefahrzeug AG, einen Antrag auf Beendigung der Börsenzulassung der Aktien der Kässbohrer Geländefahrzeug AG zum amtlichen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zu stellen, anzubieten ist, wird durch das Gericht auf einen Betrag von 31,25 Euro je Aktie festgesetzt.

8. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten und die außergerichtlichen Kosten 1. Instanz mit Ausnahme der außergerichtlichen Kosten der oben unter Ziffer 1 und 4 genannten Antragsteller, bezüglich der in den Ziffern 2 und 3 genannten Antragstellern trägt die Antragsgegnerin nur die Hälfte der außergerichtlichen Kosten dieser Antragsteller.

9. Der Geschäftswert für BGAV und Delisting wird je auf Euro 1.904.183,00 festgesetzt.

Gesamtgeschäftswert: EURO 3.808.366,--

Gründe:

I.

Die Kässbohrer Geländefahrzeug AG (im Folgenden nur: KGF) hat Anfang 2007 als beherrschtes Unternehmen mit _____ die am 24.07.2007 auf _____ verschmolzen wurde (vgl. hierzu Anlage AG 1), einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (im Folgenden nur: BGAV) abgeschlossen.

Die Hauptversammlung der KGF hat dem Abschluss dieses Vertrags in ihrer Hauptversammlung vom 16.02.2007 unter TOP 10 mit der erforderlichen Mehrheit zugestimmt. Weiterhin wurde in dieser Hauptversammlung unter TOP 11 der Durchführung des Widerrufs der Zulassung der Aktien der KGF zum amtlichen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugestimmt. Die Wertpapierbörse hat auf den entsprechenden Antrag des Vorstands der KGF dem Widerruf ihrerseits zugestimmt und diesen Widerruf in der Börsenzeitung am 05.04.2007 veröffentlicht (vgl. Anlage AG 6). Der Widerruf wurde mit Ablauf des 05.07.2007 wirksam. In dem gemeinsamen Registerportal der Länder wurde am 13.03.2007 die Zustimmung der Hauptversammlung zum streitigen BGAV bekannt gemacht (vgl. Anlage AG 4).

Die damalige _____ die zum Zeitpunkt der Hauptversammlung in Besitz von 89,1 % (4.472.341 Stücke) der Aktien der KGF war, hatte den mit 10,9 % (547.179 Stücke) an der KGF beteiligten außenstehenden Aktionären im Hinblick auf den zu beschließenden BGAV und das Delisting ein Abfindungsangebot jeweils in Höhe von 27,77 Euro und weiterhin im Hinblick auf den BGAV einen Ausgleich gemäß § 304 AktG in Höhe von brutto 2,23 Euro angeboten.

Durch Beschlüsse vom 24.11.2006 und 03.01.2007 hatte das Landgericht Stuttgart

_____ zum sachverständigen Vertragsprüfer, insbesondere der Angemessenheit der anzubietenden Abfindung und des Ausgleichs und zur Prüfung der Angemessenheit des anlässlich des Delisting abzugebenden Erwerbsangebots bestellt (vgl. hierzu den Vertragsprüferbericht vom 05.01.2007, nach dem die Höhe des Erwerbsangebots und Abfindung und Ausgleich als angemessen angesehen wird).

Die Antragsteller tragen dagegen vor (vgl. hierzu insbesondere die Ausführungen des Antragstellers Ziffer 43), der Bericht des Vertragsprüfers sei nicht ausreichend, da er sich in einem Ergebnisbericht erschöpfe. So habe sich der Vertragsprüfer nicht dazu geäußert, ob der Unternehmenswert der KGF, der für diese und für die Antragsgegnerin durch ermittelt worden sei (vgl. hierzu den gemeinsamen Bericht, Seite 38 ff), als Ertragswert nur annäherungsweise zutreffend ermittelt worden sei. So habe sich der Vertragsprüfer weder mit dem geplanten Material- und Personalaufwand noch mit den geplanten Abschreibungen auseinandergesetzt.

Die Planung sei im Übrigen auch bereits deshalb nicht plausibel, weil gegenüber dem Geschäftsjahr 2005/2006 für die geplanten Geschäftsjahre 2006/2007, 2007/2008 und 2008/2009 ein Rückgang der Umsatzerlöse der KGF geplant gewesen sei, obwohl in den letzten 10 Jahren die Umsatzerlöse der KGF von ca. 77 Millionen Euro auf 190,7 Millionen Euro gestiegen seien (vgl. hierzu den gemeinsamen Bericht, Anlage 1). Dieser geplante Umsatzrückgang und die für das Geschäftsjahr 2009/2010 und ab 2010/2011 nur geringfügig geplanten höheren Umsätze liessen sich nicht mit der gegenwärtigen Klimadiskussion begründen, da eine mögliche Umsatzstagnation in Europa und in Nordamerika um ein Vielfaches ausgeglichen würde durch zukünftige in China, Indien und Osteuropa zu erwartenden Umsätze. Die in der jüngsten Vergangenheit in dem sogenannten Rest der Welt erzielten Umsätze würden zeigen, dass auf den dortigen Märkten ein außergewöhnliches Umsatzwachstum zu erzielen sei. Die Planung der KGF sei auch insoweit nicht plausibel, als gegenüber dem letzten Geschäftsjahr 2005/2006 das bereinigte Betriebsergebnis in den Planjahren im Hinblick auf die geplanten höheren Material- und Personalaufwendungen und Abschreibungen deutlich absinke (vgl. hierzu den gemeinsamen Bericht, Seite 66). Die KGF sei nämlich Weltmarktführer mit einem Anteil von 60 % der verkauften Pistenfahrzeuge. Diese Position müsse ihr zumindest ermöglichen, ihre Marge auch in Zukunft zu halten. Auch müssten die hohen Abschreibungen aus Forschungs- und Entwicklungsleistungen zu einem höheren Umsatz führen.

Die geplante Thesaurierung der Gewinne und die Verwendung dieser Beträge zur Tilgung von Fremdkapital und zu dem später geplanten Erwerb der von der KGF genutzten

Leasingimmobilie stelle nicht die bestmögliche Verwendung des Gesellschaftsvermögens dar.

Bezüglich des von dem Unternehmensbewerter der KGF herangezogenen Kapitalisierungszinssatzes wendet ein Teil der Antragsteller ein, dass der zugrunde gelegte Basiszinssatz von 4 % zu hoch sei.

Darüberhinaus tragen die Antragssteller vor, als Risikozuschlag könne höchstens der von dem OLG München angesetzte Zuschlag von 2 % herangezogen werden. Der Empfehlung des IDW, der auch der Unternehmensprüfer gefolgt sei, wonach unter Zugrundelegung des sogenannten Tax- CAPM einer Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragssteuer in Höhe von 5 % bis 6 % auszugehen sei, könne nicht gefolgt werden, da vergleichbare Untersuchungen, wie etwa die des Deutschen Aktieninstituts belegen würden, dass deutlich geringere Risikoprämien auf dem Markt zu beobachten seien. Dass von dem Unternehmensbewerter mit Hilfe einer Peergroup gebildet und von dem Vertragsprüfer gebilligte Beta von 1,1 sei zu verwerfen, da das individuelle Beta der KGF nach Bloomberg bei 0,59 liege. Für den Fall, dass dieser Wert nicht als signifikant bezeichnet würde, liege das Beta der KGF bei Null. Im Hinblick auf die günstigen Marktchance der KGF sei auch der von dem Unternehmensbewerter angesetzte Risikoabschlag von 1 % zu gering bemessen.

Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hätten die im Besitz der Ratrac GmbH gewesenen VW- und Allianz-Aktien gesondert erfasst werden müssen.

Darüber hinaus hätte unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichtes und des BGH der Börsenkurs, der grundsätzlich die Untergrenze für die Höhe der Abfindung darstellt, aus dem Durchschnittswert über einen Zeitraum von drei Monate endend mit der beschlussfassenden Hauptversammlung abgeleitet werden müssen. Für diesen 3-Monats-Zeitraum sei ein durchschnittlicher umsatzgewichteter Börsenkurs in Höhe von Euro 32,61 festzustellen.

Der angebotene Ausgleich sei bereits deshalb zu niedrig, weil entgegen der Bestimmung des § 304 AktG Gewinne thesauriert worden seien.

Die Antragsgegnerin ist der Ansicht (vgl. hierzu ihre Schriftsätze vom 25.10.2007 und 01.02.2008), dass die Unternehmensbewerber die angebotene Abfindung und den angebotenen Ausgleich zutreffend ermittelt hätten.

Das Landgericht hat in der mündlichen Verhandlung am 12.02.2008 den Beteiligten Gelegenheit zu ergänzenden mündlichen Vortrag gegeben und den Vertragsprüfer und die Vorstände der KGF zu den Einwendungen der Antragsteller angehört (vgl. insoweit das Sitzungsprotokoll).

II.

Die Anträge der Antragsteller sind bis auf die im folgenden gesondert erwähnten Antragsteller zulässig.

1. Verspätete Antragstellung:

Nach § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG beginnt, soweit die Überprüfung der im BGAV festgelegte Kompensation begehrt wird, die dreimonatige Antragsfrist mit dem Tag, an dem gemäß § 10 HGB der BGAV bekannt gemacht worden ist. Nach § 10 HGB macht das Registergericht die Eintragung im Handelsregister in dem von den Landesjustizverwaltungen bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem bekannt. Entsprechend der Anlage AG 4 erfolgte somit die Bekanntmachung am 13.03.2007, weshalb folglich die Antragsfrist mit dem 13.06.2007 geendet hat. Der mittels Fax am 14.06.2007 eingegangene Antrag des Antragstellers Ziffer 70 und der am 25.06.2007 mittels Fax eingegangene Antrag der Antragstellerin Ziff. 71

betreffend den BGAV sind somit verspätet. Entgegen der Ansicht dieser Antragsteller folgt aus der Bestimmung des § 61 Abs. 4 EGHGB nicht, dass die dort geregelte zusätzliche Bekanntmachung in einer Tageszeitung die Antragsfrist verlängern kann, da die Bestimmung des § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG nur an die Bestimmung des § 10 HGB anknüpft und diese allein auf das elektronische Register verweist (vgl. hierzu auch Baumbach/Hopt, 33. Auflage 2008, HGB, § 10 Rn. 1 u. EGHGB § 61 Rd. 4).

2. Fehlende Darlegung der Antragsberechtigung:

Gemäß § 4 Abs. 2 Nr. 2 SpruchG ist Voraussetzung für die Zulässigkeit eines Antrags, dass innerhalb der dreimonatigen Antragsfrist der Antragsteller seine Antragsberechtigung nach § 3 SpruchG darlegt.

Dies bedeutet, dass sich aus dem während der 3-Monats-Frist gehaltenen Vortrag ergeben muss, dass der Antragsteller behaupten will, dass er zum Zeitpunkt der Antragstellung Aktionär der Zielgesellschaft war (vgl. den Wortlauf von § 3 Abs. 2 SpruchG). Nach allgemeiner Ansicht gilt für das im SpruchG nicht geregelte Delisting der gleiche Grundsatz.

Aus dem zuletzt Ausgeführten ergibt sich zunächst, dass die Anträge der Antragsteller Ziffer 17 bis 21 unzulässig sind, da diese bis zu der am 13.06.2007 endenden Antragsfrist lediglich vorgetragen hatten, dass sie mit mindestens einer Aktie an der KGF beteiligt waren. Der am 15.11.2007 erfolgte Nachweis des Aktienbesitzes zu dem Zeitpunkt der Antragstellung ist vorliegend unbehelflich, da, wie oben ausgeführt, innerhalb der 3-Monats-Frist die Antragsberechtigung zum Zeitpunkt der Antragstellung dargelegt werden muss.

Bezüglich der Antragstellerinnen Ziffer 22 ten und Ziffer 23 folgt aus dem Schreiben von vom 03.11.2007, dass diese Anträge als zurückgenommen gelten können.

Auch die Anträge der Antragsteller Ziffer 38 und Ziffer 39 jeweils vom 02.07.2007 sind bezüglich des Delistings unzulässig, da dort lediglich dargelegt wurde, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Zulassungswiderrufs die Antragsteller Aktionäre der KGF waren. Wie oben bereits ausgeführt, hätte jedoch innerhalb der Antragsfrist dargelegt werden müssen, dass diese zum Zeitpunkt der Antragstellung Aktionäre der KGF waren. Letzteres folgt auch nicht aus den den Anträgen beigefügten Bankbescheinigungen, da sie vom 31.05. bzw. 17.05.2007 datieren. Die mit Schreiben vom 06.11. bzw. 21.11.2007 nachgereichten weiteren Bankbescheinigungen sind unbehelflich, da bezüglich des Delistings die Antragsfrist bereits mit dem 05.07.2007 abgelaufen ist, da nach herrschender Meinung, der sich die Kammer anschließt, für das Delisting entsprechend § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG die 3-Monats-Frist mit der am 05.04.2007

erfolgten Veröffentlichung des Widerrufs der Börsenzulassung im Börsenblatt begonnen hat.

Aus einem vergleichbaren Grund ist auch der Antrag des Antragstellers Ziffer 39 den BGAV betreffend unzulässig, da sich auch dort weder aus dem Wortlaut des Antrags vom 06.06.2007 noch aus einer während des Laufs der Antragsfrist vorgelegten Bankbescheinigung ergibt, dass dargelegt ist, dass der Antragsteller zum Zeitpunkt der Antragstellung Aktionär der KGF war.

Dagegen ist entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin der Antrag des Antragstellers Ziffer 1 zulässig, da für das Verständnis seines Antrags vom 29.03.2007 auch auf sein vorangegangenes Schreiben vom 05.03.2007 abzustellen ist, in dem er auf seinen Aktienbesitz abstellt.

3. Unzureichende Antragsbegründung:

Die Antragsgegnerin geht dagegen zutreffend davon aus, dass der Antrag der Antragstellerin Ziffer 31 unzulässig ist, da deren Antragsbegründung keine konkreten Einwendungen i.S.v. § 4 Abs. 2 Ziffer 4 SpruchG enthält. Von dem anwaltschaftlichen Vertreter dieser Antragstellerin hätte zumindest erwartet werden können, dass er anhand der im gemeinsamen Bericht enthaltenen Informationen seiner Bewertungsrügen substantiiert hätte. Die dort gegebenen Informationen hätten ausgereicht, um aus Sicht der Antragstellerin sich streitig mit den dort mitgeteilten Wertansätzen auseinander zu setzen. Die vorgebrachten pauschalen Behauptungen und formelhaften Wendungen können deshalb nicht ausreichen.

4. Nachweis der Aktionärsstellung zum Zeitpunkt der Antragstellung durch Urkunden (§ 3 Abs. 2 SpruchG):

Wie die Antragsgegnerin in ihren Schriftsätzen vom 25.10.2007 und 01.02.2008 zutreffend unter Benennung der einzelnen hiervon betroffenen Antragsteller ausgeführt hat, muss die Aktionärsstellung durch die Antragsteller bezogen auf den Zeitpunkt des Eingangs ihres Antrags bei Gericht durch Urkunden nachgewiesen werden (so etwa auch Spindler/Stilz/Drescher, AktG zu § 3 SpruchG, Rn. 11; Bürgers/Körper, AktG Anhang § 306 zu § 3 SpruchG Rn. 16).

Auch im Hinblick auf die abweichende Ansicht des LG Frankfurt (AG 2005, 544) hat die Kammer die Antragsteller in der mündlichen Verhandlung vom 12.02.2008 auf die obigen Voraussetzungen für einen zulässigen Antrag hingewiesen und den hiervon betroffenen Antragstellern Gelegenheit gegeben binnen 10 Tagen geeignete Urkunden nachzureichen. Nachdem es sich bei den Antragstellern durchweg um Börsen und Spruchverfahren erfahrene handelt, kann von ihnen ein Stichtag genauer Nachweis ihrer Aktionärsstellung verlangt werden, da auch sonst Aktionäre gewöhnt sind, stichtagsgenau ihren Aktienbesitz nachzuweisen (vgl. § 123 Abs. 3 AktG, Record date).

Bezüglich der Urkundenqualität wird auf die Ausführungen von Heidel/Weingärtner (Aktienrecht, 2. Auflage 2007, SpruchG § 3 RN. 10) hingewiesen, denen sich die Kammer anschließt, wonach grundsätzlich auch Bankbescheinigungen, Bankauszüge, Bankbestätigungen, auch wenn diese als unbeglaubigte Kopie vorgelegt werden oder gefaxt werden, ausreichen. Schwärzungen auf den Bankbescheinigungen sind nur dann schädlich, wenn sie die ausstellende Bank oder den Stichtag, zu dem der Aktienbesitz nachzuweisen ist, nicht kenntlich machen.

Hiervon ausgehend erfüllen folgende Anträge nach dem Akteninhalt die Voraussetzungen des § 3 Abs. 2 SpruchG nicht und sind daher als unzulässig abzuweisen:

Ziffer 3	Delisting, Bankbestätigung 22.06.2007, Antragseingang 23.06.2007
Ziffer 4	Delisting, geschwärzte Bankbescheinigung ohne Aussteller
Ziffer 5	Bankbescheinigung 29.03.2007, Antragseingang 04.04.2007
Ziffer 6	Bankbescheinigung 02.04.2007, Antragseingang 04.04.2007
Ziffer 12	Bankbescheinigung 27.03.2007, Antragseingang 04.04.2007
Ziffer 13	Bankbescheinigung 02.04.2007, Antragseingang 12.04.2007
Ziffer 44	Delisting, Bankbescheinigung 18.06.2007, Antragseingang 28.06.2007
Ziffer 55	Bankbescheinigung 11.06.2007, Antragseingang 12.06.2007
Ziffer 56	Bankbescheinigung 11.06.2007, Antragseingang 12.06.2007

Ziffer 63	BGAV:	Bankbescheinigung 12.06.2007, Antragseingang 13.06.2007
Ziffer 63	Delisting:	Bankbescheinigung 12.06.2007, Antragseingang 18.06.2007
Ziffer 64	BGAV:	Bankbescheinigung 12.06.2007, Antragseingang 13.06.2007
Ziffer 64	Delisting:	Bankbescheinigung 12.06.2007, Antragseingang 18.06.2007

III.

Die Anträge der Antragsteller, soweit diese zulässig sind, sind auch begründet.

Die Beteiligten gehen zunächst zutreffend davon aus, dass entsprechend den Ausführungen des BGH in seiner Macrotron-Entscheidung (vgl. AG 2003, 273) ein Delisting-Beschluss wie hier erfolgt grundsätzlich ein Kaufangebot des Hauptaktionärs also der Antragsgegnerin verlangt und dass dieses Angebot im Rahmen eines Spruchverfahrens in entsprechender Anwendung des Spruchgesetzes auf seine Angemessenheit zu prüfen ist.

Mit der Antragsgegnerin ist weiterhin davon auszugehen, dass ~~Bewertungsstichtag~~ für das abzugebende Kaufangebot der Tag der beschließenden Hauptversammlung also der 16.02.2007 ist. Dieser Stichtag ist bereits deshalb naheliegend, da nach der Macrotron-Entscheidung das „Pflichtangebot“ zur Hauptversammlung vorliegen muss. Würde an den Tag der Entscheidung der Börse über den Widerrufsantrag oder an das Wirksamwerden des Delisting angeknüpft, so wäre aus Sicht des Unternehmens und ihrer Hauptaktionärin nicht erkennbar, an welchen zukünftigen Bewertungsstichtag sie anzuknüpfen hat und wie sie dies zu bewerkstelligen hat. Nachdem vorliegend der Vorstand der KGF den Widerrufsantrag zeitnah bei der Börse gestellt hat, kann dahingestellt bleiben, ob für den Fall des Missbrauchs an einen anderen Bewertungsstichtag als den der beschließenden Hauptversammlung angeknüpft werden kann.

Da der gleiche Bewertungsstichtag zugrunde zu legen ist, war es sachgerecht, die Anträge der Antragsteller nach § 1 Ziffer 1 SpruchG mit den Anträgen der Antragsteller, die im Rahmen des Spruchgesetzes eine Prüfung der Angemessenheit des Kaufangebots wegen des beschlossenen Delistings begehren, zu verbinden.

IV.

Der von den Antragstellern begehrte Abfindungsbetrag ist ebenso wie die angemessene Höhe des Erwerbsangebots aufgrund des Ertragswertverfahrens zu ermitteln (vgl. hierzu etwa OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114 ff).

1. Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswerts der KGF im Rahmen der von dem Gericht vorzunehmenden Tatsachenfeststellung muss grundsätzlich die von dem Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose ihrer Zukunftserträge sein, die ohnehin nur eingeschränkt überprüfbar ist. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht insich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichtes ersetzt werden (vgl. OLG Stuttgart in dem zuletzt zitierten Beschluss).

Aus dem hier Ausgeführten folgt zugleich, dass der sachverständige Vertragsprüfer bei seiner Prüfung vergleichbar vorzugehen hat. Hiernach hat er keine neue selbstständige Bewertung des Unternehmens vorzunehmen. Er kann sich vielmehr darauf beschränken, die von dem Unternehmensbewerter auf der Grundlage der Unternehmensplanung vorgenommene Ertragswertermittlung auf ihre Plausibilität und Vertretbarkeit zu überprüfen, wobei es vor allem um die richtige Anwendung der gewählten Bewertungsmethode und die Einhaltung der Ermessensgrenzen bei den einzelnen Wertansätzen geht (vgl. hierzu Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 3. Auflage, AktG, § 293 c Rn. 18).

Aufgrund der ergänzenden Ausführungen des Vertragsprüfers anlässlich seiner Anhörung im Termin zur mündlichen Verhandlung ist die Kammer zu dem Ergebnis gekommen, dass der Vertragsprüfer die von der KGF für ihre Planung herangezogenen Wertansätze hinreichend auf ihre Plausibilität überprüft hat.

2. Die Kammer, der als Handelsrichter ein Geschäftsführer eines Tochterunternehmens eines großen deutschen Industriekonzerns und ein persönlich haftender Ge-

sellschafter eines namhaften Stuttgarter Bankhauses angehört, ist weiterhin aufgrund der Sachkunde ihrer Handelsrichter, die sich von ihrer Ausbildung her und ihrer gegenwärtigen beruflichen Tätigkeit mit Fragen der Unternehmensbewertung beschäftigt haben und beschäftigen, zur Auffassung gelangt, dass die in dem gemeinsamen Bericht niedergelegte Planung der KGF plausibel und in sich widerspruchsfrei ist. Einer besonderen ergänzenden Begutachtung durch einen Sachverständigen bedarf es daher nicht.

Die Einwendungen der Antragsteller gegen die von der KGF vorgelegte Planung betreffen im Wesentlichen zwei Komplexe. Zum einen wird beanstandet, dass unter Berücksichtigung der Vergangenheitsumsätze, vor allem der Geschäftsjahre 2004/2005 und 2005/2006, die für die näheren Folgejahre geplanten geringeren Umsätze nicht plausibel seien. Zum anderen sehen die Antragsteller einen Widerspruch darin, dass für die Zukunft mit einer geringeren Marge geplant worden ist, obwohl zugleich davon ausgegangen wird, dass die KGF weltweit ihre Marktführerschaft behaupten kann.

Nach Auffassung der Kammer hängen beide Problemkreise primär mit der Frage zusammen, ob und in welchem Umfang mit einer Klimaerwärmung zu rechnen ist und wie sich dies auf die Absatzchancen der KGF auswirkt.

- a) Im Hinblick auf die gerichtsbekanntes gegenwärtige politische und wissenschaftliche Diskussion zu der befürchteten Klimaerwärmung ist es für die Kammer plausibel, dass die KGF für ihre eingeführten Märkte in Mittel-/Nordeuropa, Nordamerika und Japan von einer gegenwärtigen Marktsättigung mit spürbarer Abschwächung des Nachfrageverhaltens für die mittelfristige Zukunft ausgeht; dies vor allem deshalb, weil damit zu rechnen ist, dass traditionelle Skigebiete in niedrigeren Lagen unter wirtschaftlich vertretbaren Bedingungen eine einigermaßen schneesichere Wintersaison nicht mehr gewährleisten können. Soweit ökologisch und wirtschaftlich vertretbar Kunstschnee eingesetzt werden kann, werden hierdurch keine zusätzlichen Skigebiete erschlossen. Durch solche Maßnahmen könne vielmehr nur die Folgen der Klimaerwärmung für bestimmte Regionen vermindert werden. Ein zusätzlicher Bedarf von Pisten-Bullys wird hierdurch nicht geschaffen.

- b) Nach Auffassung der Kammer ist es auch plausibel, dass die KGF erst für die fernere Zukunft in ihrer Planung davon ausgeht, dass im Hinblick auf neue Absatzmärkte in Osteuropa (hier vor allem Russland) und Asien (China, Korea, Indien) es nur zu leichten Umsatzsteigerungen kommen wird. Ob diese neuen Absatzmärkte die in Nord- und Westeuropa, Nordamerika und Japan zu erwartende Umsatzstagnierung und Umsatzverluste kompensieren können, hängt im erheblichen Maße von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung dieser neuen Absatzmärkte ab. Es kann auch nicht ohne Weiteres unterstellt werden, dass etwa in Asien der Skisport den gleichen gesellschaftlichen Stellenwert erreichen wird wie in Westeuropa nach dem 2. Weltkrieg.

Die Kammer ist deshalb der Ansicht, dass die Umsatzplanung der KGF auch unter Berücksichtigung der Vergangenheitsergebnisse plausibel und widerspruchsfrei ist. Dem widersprechen auch nicht die hohen Umsätze des letzten Geschäftsjahres 2005/2006, die ihre Ursache in einem überdurchschnittlich guten Skiwinter und damals gewährten Subventionen haben.

Im Hinblick auf die deutlich hinter den Umsätzen der Pisten-Bullys in der Vergangenheit zurückgebliebenen Umsätze mit Strandreinigungsgeräten kann auch für die Zukunft nicht damit gerechnet werden, dass dieses Umsatzsegment Ausfälle bei den Umsätzen mit den Pisten-Bullys entscheidend ausgleichen kann. Gleiches gilt auch für die Pisten-Bullys Scout, die ebenfalls nur in geringer Stückzahl in den USA hergestellt werden.

- c) Aus dem Umstand, dass die KGF Weltmarktführerin in ihrem Produktsegment ist, folgt auch nicht, dass es zu signifikant steigenden Umsatzzahlen kommen muss. Insoweit ist zu berücksichtigen, dass, wie oben ausgeführt, die KGF in einem gesättigten Markt zu agieren hat, weshalb der von der KGF unterstellte sich verschärfende preisliche Wettbewerb mit Konkurrenzunternehmen plausibel ist, wobei der Hauptwettbewerber noch den Vorteil hat, dass er in den USA über einen Produktionsstandort verfügt, wo er den Pisten-Bullys vergleichbare Fahrzeuge herstellt. Die Kammer sieht deshalb keinen Widerspruch darin, dass die KGF trotz niedriger geplanter Gesamtleistung in Zukunft prozentual von einem höheren Forschungs- und Entwicklungsaufwand, von höheren Investitionen, Personalkosten und Abschreibungen ausgeht.

- d) Es kann auch nicht festgestellt werden, dass der nach der vorgelegten Planung für das Geschäftsjahr 2011/2012 geplante Erwerb des geleasteten Betriebsgrundstücks in Laupheim unplausibel ist. Insoweit ist dem Vorstand der KGF zunächst ein kfm. Ermessen zuzugestehen. Nach den Ausführungen der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 25.10.2007 (vgl. Seite 20), der nach den Bekundungen des Vorstandes der KGF von ihm mitverantwortet worden ist, folgt aus den dort im Einzelnen dargestellten Gründen, dass der geplante Erwerb des Betriebsgrundstücks im Rahmen des dem Vorstandes zustehenden unternehmerischen Ermessens geplant worden ist. Nach den ergänzenden Ausführungen des Vertragsprüfers hat weiterhin der Unternehmensbewerter die Auswirkungen des erst für das Geschäftsjahr 2011/2012 geplanten Erwerbs des vormaligen Leasinggrundstücks für die ewige Rente zutreffend ermittelt.
- e) Soweit der Vorstand der KGF die im Besitz der Ratrac GmbH, ein Tochterunternehmen der KGF, gewesenen VW- und Allianzaktien noch vor dem Stichtag veräußert hat, unterfällt auch diese Entscheidung in das kfm. Ermessen des Vorstands. Die Gründe hierfür hat er in dem zuletzt erwähnten Schriftsatz (vgl. dort Seite 32 ff) deutlich gemacht.

Substantiierte Anhaltspunkte, dass die hier streitigen Aktien unter dem Börsenkurs veräußert worden sind, wie der Antragsteller in seinem Schriftsatz vom 22.02.2008 vermutet, sind nicht ersichtlich gemacht. Dass die verkauften Wertpapiere vor dem Stichtag veräußert werden konnten, folgt bereits aus ihrer entsprechenden Bilanzierung (vgl. hierzu den Geschäftsbericht 2005/2006, Seiten 25 und 43).

- f) Den Antragstellern kann auch nicht insoweit gefolgt werden, als sie beanstanden, dass die Unternehmensbewerter unter Abkehr von der Vollausschüttungsannahme die geplanten Erträge zum Teil thesauriert haben (vgl. den gemeinsamen Bericht, Seite 57 und 78 f). Letzteres folgt daraus, dass die Unternehmensbewertung zutreffend, wie noch auszuführen sein wird, unter Berücksichtigung des Standard IDW S 1 n.F. erfolgt ist, der entsprechend RN 45 ff eine Teilthesaurierung vorsieht, die im Ergebnis die Antragsteller im Hinblick auf die sich hieraus ergebenden steuerlichen Effekte begünstigt. Die von dem Unternehmensbewerter für den Zeitraum der ewigen Rente zugrunde gelegte Ausschüt-

tungsquote ist im Hinblick auf das bisherige Ausschüttungsverhalten der KGF als angemessen zu bezeichnen.

- g) Auch die weitere Entscheidung des Vorstands, die thesaurierten Beträge zur Tilgung von Fremdkapital und zum Aufbau von Liquidität für den Erwerb des oben erwähnten Leasingsgrundstücks zu nutzen, stellt eine zulässige unternehmerische Ermessensentscheidung dar, zumal hierdurch ein höher Verschuldungsgrad der KGF vermieden werden kann, was sich für die Antragsteller als werterhöhend auswirkt.
 - h) Die Kammer legt daher ihrer Entscheidung die von dem Unternehmensbewerber im gemeinsamen Bericht (vgl. dort Seite 79) ermittelten Nettoeinnahmen zugrunde, wobei sie im Ergebnis auch der Antragsgegnerin folgt, dass zum Zeitpunkt des Stichtags die Auswirkungen der damals zu erwartenden Unternehmenssteuerreform auf die Einnahmen der KGF sich rechnerisch noch nicht hinreichend prognostizieren ließen, da die Tragweite der beabsichtigten Gegenfinanzierung noch nicht abschätzbar war.
3. a) Soweit die Beteiligten über die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes streiten, schließt sich die Kammer den überzeugenden Ausführungen des OLG Stuttgart (vgl. zuletzt den Beschluss vom 14.02.2008 20 W 11/06) an, wonach der Basiszinssatz sich aus der Zinsstrukturkurve nach der sogenannten Svensson-Methode zum Stichtag ergibt. Substantiierte Einwendungen, dass der nach dieser Methode ermittelte Basiszinssatz nicht bei 4 % liegt, sind nicht ersichtlich.
- b) Bezüglich der Marktrisikoprämie schließt sich die Kammer ebenfalls der Rechtsprechung des OLG Stuttgart (vgl. hierzu ausführlich NZG 2007, 112, 116 f.) an, wonach die Risikoprämie unter Beachtung des Standard IDW S 1 zu ermitteln ist, was zugleich auch grundsätzlich bedeutet, dass vorliegend das Kapitalmarktpreisbildungsmodell Tax-CAPM zur Anwendung zu kommen hat. Der IDW empfiehlt insoweit für die Marktrisikoprämie nach Steuern eine Bandbreite von 5 % bis 6 %.

Die Kammer hält es für angemessen vorliegend an den unteren Wert von 5 % anzuknüpfen, da nach Ansicht der Kammer die zweite Hälfte der 50er Jahre

zumindest für die Ermittlung des Tax-CAPM nicht mit einbezogen werden sollte. Auch erscheint es der Kammer fraglich, ob bei der Ermittlung des Mittelwerts von 5,5 % die Problematik, ob das arithmetische Mittel oder das geometrische Mittel herangezogen werden soll, hinreichend bewertet ist (vgl. hierzu Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2007, Seite 104 ff).

Soweit die Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 22.02.2008 aus dem Beschluss des OLG Stuttgart (NZG 2007, 112, 117) folgert, dass dort unter Berücksichtigung des Tax-CAPM eine höhere Marktrisikoprämie zugrunde gelegt wird, ist dies grundsätzlich zutreffend. In dem genannten Beschluss lässt das OLG jedoch zugleich offen, inwieweit es den IDW S 1 n.F. anwenden wird

Bezüglich der Höhe des heranzuziehenden Betafaktors ist die Kammer unter Berücksichtigung der rechnerischen und grafischen Ausführungen in dem Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 01.02.2008 (Seite 25 ff) zu dem Ergebnis gekommen, dass sich kein aussagekräftiger eigener Betafaktor der KGF ermitteln lässt.

Soweit die Antragsteller in ihrem Schriftsatz vom 25.02.2008 einen Betafaktor von ca. 0,5 ermittelt haben, kann sich die Kammer diesen Überlegungen nicht anschließen, da in dortigen Berechnungen der Zeitraum vom 17.02.2006 bis 16.02.2007 zugrunde gelegt worden ist. Dieser kurze Zeitraum von einem Jahr ist vorliegend jedoch nicht geeignet, da bereits am 10.08.2006 das Pflichtangebot der Antragsgegnerin wegen des Erwerbs ihrer Kontrollmehrheit an der KGF veröffentlicht worden war, zumindest ab diesem Zeitpunkt schlug sich auch in dem Aktienkurs der KGF zu erwartende Strukturmaßnahmen nieder.

Nach Auffassung der Kammer ist es auch nicht möglich, mit Hilfe einer Peergroup einen Betafaktor für die KGF zu ermitteln, wie es der Unternehmensbewerter und wohl auch der Vertragsprüfer versucht hat. Die KGF zeichnet sich nämlich, wie oben im Einzelnen bereits ausgeführt, als Weltmarktführerin in einem kleinen Marktsegment aus, wobei die Nachfrage nach ihrem Hauptprodukt wiederum in einer unmittelbaren Beziehung zu den sich veränderten Schnee- verhältnissen steht. Börsennotierte Unternehmen, deren Geschäftsgegenstand

nur annähernd mit dem Geschäftsgegenstand der KGF vergleichbar sind, sind nicht ersichtlich, wie die von den Unternehmensbewerter zusammengestellte Peergroup oder die von den Antragstellern herangezogenen Unternehmen deutlich belegen.

Die Kammer ist deshalb der Ansicht, dass mangels gesicherter Erkenntnisse von den Durchschnittsbetafaktor 1 auszugehen ist. Die hiergegen von der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 22.02.2008 erhobenen Einwendungen können nicht überzeugen, da definitionsgemäß das Beta angibt, wie sich Änderungen der Rendite eines Marktportfolios auf die betreffende Aktie übertragen (vgl. Ballwieser, a.a.O., Seite 93 ff). Durch das Beta wird daher lediglich das sogenannte systematische Risiko des Unternehmens ausgedrückt. Nach Auffassung der Kammer wäre es insich widersprüchlich, das Tax-CAPM-Modell anzuwenden, das vorliegend die Festlegung eines Betafaktors voraussetzt, und zugleich den Betafaktor durch individuelle Risikoüberlegungen, wie sie etwa das OLG München, das die Anwendung des CAPM-Modells verwirft, anstellt (vgl. AG 2007, 287, 290) zu ersetzen. Nach Auffassung der Kammer hat es deshalb bei einem unverschuldeten Beta von 1 zu verbleiben, weshalb vorliegend für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes von einer Marktrisikoprämie von 5 % auszugehen ist.

- c) Bezüglich des so genannten Wachstumsabschlags hat es bei dem auch von dem Vertragsprüfer als angemessen angesehenen Prozentsatz von 1 % zu verbleiben. Im Hinblick auf des auch nach Auffassung der Kammer nur verhaltene Wachstumspotential der KGF und der sich hieraus ergebenden Wettbewerbssituation geht die Kammer davon aus, dass es der KGF nur zu einem Teil gelingen wird, ihre Unternehmensgewinne der Geldentwertungsrate, die zum Stichtag bei 2 % lag, anzupassen.
- d) Unter Berücksichtigung der obigen Vorgaben zu dem Kapitalisierungszinssatzes und der von dem Unternehmensbewerter zurecht herangezogenen Nachsteuerbetrachtung (vgl. hierzu den oben zitierten Beschluss OLG Stuttgart vom 14.02.2008) errechnet sich daher der Ertragswert der KGF wie folgt:

Kässbohrer Geländefahrzeug AG Ertragswert	Detailplanungsphase				Nachhaltigkeit
	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	ab 2010/2011
	Plan T€	Plan T€	Plan T€	Plan T€	T€
Betriebsergebnis (EBIT)	23.045	17.720	16.128	19.029	20.626
+/- Zinsergebnis	-382	255	561	687	20
Ergebnis nach Zinsen vor Steuern	22.663	17.975	16.689	19.716	20.646
- Unternehmenssteuern	-7.683	-6.244	-5.824	-6.912	-7.238
<i>effektiver Steuersatz</i>	<i>-33,9%</i>	<i>34,7%</i>	<i>34,9%</i>	<i>35,1%</i>	<i>35,1%</i>
Ergebnis nach Zinsen und Steuern	14.980	11.731	10.865	12.804	13.408
- Thesaurierung	-12.972	-9.723	-8.857	0	-563
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	10.796	8.084
Wertbeitrag aus Ausschüttung	2.008	2.008	2.008	2.008	4.761
- typisierte Ertragsteuer auf Ausschüttungen i.H.v. 17,5 %	-351	-351	-351	-351	-833
Nettoeinnahmen	1.657	1.657	1.657	12.453	12.012
Eigenkapitalkosten					
(2010/2011 nach Wachstumsrate)	8,51%	7,67%	7,44%	7,23%	6,73%
Barwertfaktoren	0,9216	0,8559	0,7967	0,7429	11,0334
Barwerte der Nettoeinnahmen zum 30.09.2006	1.527	1.418	1.320	9.251	132.531
Ertragswert zum 30.09.2006 (technischer Bewertungsstichtag)	146.046				
Aufzinsungsfaktor	1,03				
Ertragswert zum 16.02.2007	150.659				

- e) Als nichtbetriebsnotwendiges Vermögen ist der Wert der zum Stichtag noch im Besitz der Ratrac GmbH befindlichen Aktien der Heidelberger Cement AG in Höhe von 6.211.000,00 hinzurechnen.

Stichtagsbezogen errechnet sich somit der Wert je einer Aktie der KGF auf Euro 31,25 (vgl. die folgende Tabelle).

Kässbohrer Geländefahrzeug AG	
Unternehmenswert	T€
Ertragswert	150.659
Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	6.211
Unternehmenswert zum 16. Februar 2007	156.869

Kässbohrer Geländefahrzeug AG	
Ableitung Wert je Aktie	
Unternehmenswert zum 16. Februar 2007 in T€	156.869
Anzahl Aktien	5.019.520
Wert je Aktie in €	31,25

Dieser Abfindungsbetrag von Euro 31,25 pro Aktie liegt unter dem Durchschnittswert von Euro 32,61, der sich ermitteln lässt, wenn entsprechend der Ansicht des BGH (vgl. zuletzt NJW 2003, 3272) als Referenzzeitraum für einen Durchschnittswert die letzten drei Monate vor dem Hauptversammlungsbeschluss herangezogen werden, und über dem Durchschnittswert von Euro 27,77, wenn für diesen Wert als Referenzzeitraum die letzten drei Monate vor der am 15.12.2006 erfolgten Adhoc-Mitteilung herangezogen werden, mit der die streitgegenständliche Strukturmaßnahmen angekündigt worden sind. Die Kammer folgt insoweit den überzeugenden Ausführungen des OLG Stuttgart in seinem Vorlagebeschluss vom 16.02.2007, wonach der Referenzzeitraum mit der Adhoc-Mitteilung zu enden hat.

Nachdem das Bundesverfassungsgericht aus verfassungsrechtlicher Sicht keinen bestimmten Referenzzeitraum vorgegeben hat, ist auch unter dem Gesichtspunkt des Artikel 14 GG eine Erhöhung der Abfindung über einen Betrag von Euro 31,25 nicht geboten.

4. Da die Antragsteller weder behaupten können, dass die Ertragsaussichten der KGF auf Dauer negativ sein werden, noch dass eine Liquidation der KGF beabsichtigt ist, reicht die von dem Vertragsprüfer zu dem Liquidationswert der KGF vorgenommene überschlägige Betrachtung aus, wonach deren Liquidationswert deutlich unter dem Gesamtwert der KGF liegt.

IV.

Bezüglich des im Hinblick auf den abgeschlossenen BGAV anzubietenden Ausgleich gemäß § 304 AktG geht die Kammer von folgender rechnerischer Ableitung aus:

Kässbohrer Geländefahrzeug AG	Anteil an Ausgleichszahlung		
	mit KSt belastet	nicht mit KSt belastet	Gesamt
Ableitung der Ausgleichszahlung			
Unternehmenswert (T€)	91.613	65.256	156.869
multipliziert mit dem Verrentungszinssatz von 5,151 % (T€)	4.719	3.361	8.080
Anzahl Aktien (Tausend Stück)	5.020	5.020	5.020
Jährliche Ausgleichszahlung je Aktie nach persönlicher ESt und nach KSt/Solz (in €)	0,94	0,67	1,61
zuzüglich persönliche ESt (17,5 %)	0,20	0,14	0,34
Jährliche Nettoausgleichszahlung je Aktie (in €) (vor persönlicher ESt und nach KSt)	1,14	0,81	1,95
zuzüglich Kst/Solz (26,375 %)	0,41		0,41
Jährliche Bruttoausgleichszahlung je Aktie (in €)	1,55	0,81	2,36

Soweit Antragsteller diese rechnerische Ableitung des Ausgleichs aus dem Unternehmenswert beanstanden, da dieser unter Berücksichtigung einer Thesaurierung erfolgt sei, kann auf die Ausführungen von Jonas (WPg 2007, 835, ff) verwiesen werden, wonach der Ausgleich zutreffend aus dem Ertragswert des Unternehmens abzuleiten ist.

Nach Auffassung der Kammer ist es vorliegend auch angezeigt, den Aktienbesitz der Ratrac GmbH zum Bewertungsstichtag bei dem Ausgleich mit einzubeziehen, obwohl er oben als nichtbetriebsnotwendig bezeichnet worden ist. Auch insoweit kann auf die Ausführungen von (a.a.O., Seite 837) verwiesen werden, nach denen auch nichtbetriebsnotwendiges Vermögen einen Beitrag zu den künftigen Gewinnanteilen leistet. Dies muss zumindest dann gelten, wenn wie hier die Aktien der Ratrac als Finanzierungsinstrumente, die jederzeit zur Veräußerung verfügbar sind, gehalten werden.

Entgegen der Ansicht der Antragsteller ist der Ausgleich jedoch nicht mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz zu verrenten, sondern mit einem risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz von 5,151 %, da worauf die Antragsgegnerin zurecht hinweist, die Ausgleichszahlungen während der Laufzeit des Unternehmungsvertrages der Höhe nach sicher sind. Im Gegensatz hierzu würde die Höhe der Dividendenzahlungen in den jeweiligen Geschäftsjahren erheblichen Schwankungen unterliegen, da, wie gezeigt, die Betriebsergebnisse der KGF wesentlich von dem Verlauf der jeweiligen Wintersaison bestimmt werden.

V.

Im Ergebnis ist somit die gemäß § 305 AktG von der Antragsgegnerin zu gewährende Barabfindung je Aktie auf Euro 31,25 und der von ihr nach § 304 AktG zu leistende feste Ausgleich auf Euro 2,36 je Stückaktie abzüglich Körperschaftssteuerbelastung einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils geltenden gesetzlichen Tarif festzusetzen.

Im Hinblick auf den erfolgten Delisting-Beschluss wird der von der Antragsgegnerin anzubietende Erwerbspreis auf Euro 31,25 festgesetzt.

Die Kostenentscheidung folgt aus den §§ 15 Abs. 2 und 4, 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Hierbei entspricht es auch der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, soweit ihr Antrag zulässig ist, zu tragen hat.

Die Festsetzung des Geschäftswert folgt aus § 15 Abs. 1 Satz 1 SpruchG.

Weiterhin ist dem Berichtigungsantrag der Antragsgegnerin vom 19.02.2007 stattzugeben, als auf Seite 14 Abs. 3 des Sitzungsprotokolls der sinnentstellende Übertragungsfehler dahingehend zu berichtigen ist, als vor dem Wort „dazu“ das fehlende Wort „nicht“ einzufügen ist (§ 319 ZPO).