

LATHAM & WATKINS LLP

Landgericht Stuttgart
31. Kammer für Handelssachen
Urbanstraße 20

70182 Stuttgart

Vorab per Telefax: 0711 / 212-3535
(ohne Anlagen)

Warburgstrasse 5f
20354 Hamburg
Tel: +49.40.4140.30
Fax: +49.40.4140.3130
dirk.kocher@lw.com
www.lw.com

Abu Dhabi	München
Barcelona	New Jersey
Brüssel	New York
Chicago	Orange County
Doha	Paris
Dubai	Peking
Frankfurt	Riad
Hamburg	Rom
Hongkong	San Diego
Houston	San Francisco
London	Shanghai
Los Angeles	Silicon Valley
Madrid	Singapur
Mailand	Tokio
Moskau	Washington, D.C.

21 Dezember 2010
Unser Zeichen: 041628-0008

Geschäfts-Nr.: 31 O 29/10 KfH AktG

In Sachen

SdK Schutzgemeinschaft der Kapital-
anleger u.a.

./. **Kalina International S.A.**

/LATHAM & WATKINS LLP/

beantragt die Antragsgegnerin

die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen.

Zur Begründung trägt die Antragsgegnerin wie folgt vor. Dabei bezeichnet sie

als „Delisting“ den Rückzug aus dem regulierten Markt aufgrund des Hauptversamm-
lungsbeschlusses vom 17. April 2007,

die Dr. Scheller Cosmetics AG als „Dr. Scheller AG“,

den Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten Übertragungsprüfers, der Ebner Stolz
Mönning Bachem GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vom 6. No-
vember 2009 als „Prüfungsbericht“,

den Übertragungsbericht der Antragsgegnerin einschließlich des darin enthaltenen
Bewertungsgutachtens der Rölfs WP Partner AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
vom 5. November 2009 als „Übertragungsbericht“.

Zur Verbesserung der Übersichtlichkeit wird nachfolgendes Inhaltsverzeichnis vorangestellt:

A.	Vorbemerkungen	4
I.	Verfahrensgegenstand	4
II.	Unbeachtlicher Vortrag der Antragsteller	5
1.	Kein Zusammenhang mit dem Delisting	5
2.	Keine Manipulation durch die Antragsgegnerin	5
3.	Kein Zusammenhang mit dem Wechsel im Vorstand	6
B.	Prozessuales	7
I.	Unzulässigkeit von Anträgen	7
1.	Antragsfrist	7
2.	Keine konkreten Einwendungen	8
3.	Kein Nachweis der Antragsberechtigung	9
II.	Keine Neubewertung im Spruchverfahren; keine Notwendigkeit eines neuen Sachverständigengutachtens	9
C.	Unternehmensbewertung	11
I.	Keine formellen Mängel der Wertermittlung und der Prüfung	11
1.	Ordnungsgemäßer Prüfungsbericht	11
2.	Technischer Bewertungsstichtag und Aufzinsung	12
II.	Korrekte Umsatz- und Ertragsprognose	12
1.	Überprüfungsmaßstab	12
2.	Umsatzplanung im Marktvergleich	13
3.	Marktposition und Exportorientierung	16
a)	Markstellung im Inland	16
b)	Umsatzwachstum in Osteuropa	18
4.	Geschäfte mit der Antragsgegnerin und Synergieeffekte	18
5.	Kostenquote und Kosteneinsparungen	19
6.	Marketing- und Vertriebsausgaben	22
7.	Pensionsaufwendungen	23
8.	Vorratsvolumen	24
9.	Auswirkungen der abgeschlossenen Restrukturierung	24
10.	Vergleich mit der Vergangenheitsanalyse	25
11.	Marken und Produktportfolio	27
a)	Markenwert	27
b)	Fokussierung auf Markenprodukte	28
12.	Ausschüttungsquote und Thesaurierung	30

13.	Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern	31
14.	Wachstumsabschlag	33
15.	Ewige Rente	35
III.	Kapitalisierung	36
1.	Basiszinssatz nicht zu hoch	36
2.	Risikozuschlag	37
a)	Angemessenheit des (Tax-)CAPM-Modells	37
b)	Risikozuschlag der Dr. Scheller AG	37
3.	Sensitivitätsanalyse	43
IV.	Sonstige Effekte	44
1.	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen richtig ermittelt	44
a)	Grundsätzliches	44
b)	Liquide Mittel	44
c)	Kaufpreisrate Weckerle	45
d)	Eigenkapital	46
e)	Grundstücke	46
f)	Auswirkungen	47
2.	Keine zusätzliche Verzinsung	47
3.	Kein Aufschlag auf die Bewertung für „Integritätsinteresse“	48
V.	Börsenkurs	49
1.	Maßgeblicher Referenzzeitraum	49
2.	Kein relevanter Börsenkurs im Referenzzeitraum	50
a)	Bloße Freiverkehrsnotierung	50
b)	Marktenge, geringer Handel, Kurssprünge	51
c)	Kein Informationsungleichgewicht	51
D.	Zusammenfassung	52

A. Vorbemerkungen

I. Verfahrensgegenstand

Die Antragsteller wenden sich mit ihren Anträgen gegen die Angemessenheit der von der Antragsgegnerin festgesetzten Barabfindung im Rahmen der Übertragung ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin unter einem Beschluss der Hauptversammlung der Dr. Scheller AG vom 22. Dezember 2010.

Die Antragsgegnerin hat die Barabfindung entsprechend gesetzlichen Vorgaben der §§ 327a ff. AktG festgesetzt. Über ihre zugrunde liegende Bewertung hat sie einen ausführlichen Übertragungsbericht erstellt,

Anlage AG 1.

Dieser Übertragungsbericht wurde den Aktionären zugänglich gemacht. Er enthält eine gutachterliche Stellungnahme der von der Antragsgegnerin beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Rölfs WP Partner AG zum Unternehmenswert der Dr. Scheller AG. Dieser beträgt nach diesem Gutachten € 7,91. Diesen Wert hat die Antragsgegnerin als Barabfindung festgesetzt.

Der Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten Übertragungsprüfers, der Ebner Stolz Mönning Bachem GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft hat die Angemessenheit dieser Barabfindung bestätigt. Auch dieser Bericht wurde den Aktionären zugänglich gemacht und ist beigelegt als

Anlage AG 2.

Dennoch halten die Antragsteller die Barabfindung für zu niedrig. Sie greifen den Übertragungsbericht und den Prüfungsbericht mit diversen – teilweise unsubstantiierten – Rügen an. Wie im Folgenden zu zeigen ist, sind die Rügen unbegründet. Aufgrund der Vielzahl der Antragschriften mit teils inhaltlich, teils sogar im Wortlaut identischem Vortrag werden die von den Antragstellern behandelten Gebiete thematisch geordnet abgehandelt; ein Verweis auf jede einzelne Antragschrift im jeweiligen Zusammenhang wäre dabei der Übersichtlichkeit nicht dienlich gewesen.

II. Unbeachtlicher Vortrag der Antragsteller

Die Antragsteller erheben eine ganze Reihe von Vorwürfen und stellen Behauptungen auf, die mit der Bewertung der Dr. Scheller AG im Rahmen des Übertragungsbeschlusses erkennbar nichts zu tun haben. Es scheint sich dabei hauptsächlich um den Versuch der Stimmungsmache zu handeln. Auf diese Punkte wird daher nachfolgend vorab nur kurz eingegangen

1. Kein Zusammenhang mit dem Delisting

Die Antragsteller zu 10. bis 11. Arendts (S. 9), zu 12. Coriolix (S. 8) und zu 3. bis 6. Jaeckel (S. 5) berufen sich auf einen angeblichen Zusammenhang mit dem Delisting der Dr. Scheller AG im Jahre 2007 und werfen der Antragsgegnerin dabei widersprüchliches Verhalten und ein Ausbeinen der Gesellschaft vor.

In Wirklichkeit stehen die beiden Maßnahmen in keinem direkten Zusammenhang zueinander. Man kann den Übertragungsbeschluss allenfalls als nächsten logischen (und auch vorhersehbaren) Schritt nach dem Erreichen der Schwelle von 95 % ansehen. Im Rahmen des Delisting hat die Antragsgegnerin den Minderheitsaktionären ein Abfindungsangebot unterbreitet, das Gegenstand eigener Spruchverfahren ist. Das damalige Angebot lag nach der 2007 durchgeführten Unternehmensbewertung allerdings nur bei € 7,20, also signifikant unter der streitgegenständlichen Barabfindung. Sollte die Antragsgegnerin in der Zwischenzeit einen Einfluss auf die Dr. Scheller AG ausgeübt haben, was in Ermangelung eines Beherrschungsvertrags überhaupt nur sehr eingeschränkt möglich war, hatten die Minderheitsaktionäre darunter jedenfalls nicht zu leiden. Im Gegenteil: Der Unternehmenswert und damit ihre Abfindung hat sich in weniger als drei Jahren trotz der gleichzeitigen internationalen Finanzkrise um fast 10 % erhöht!

2. Keine Manipulation durch die Antragsgegnerin

Einige Antragsteller (z.B. zu 1. SdK S. 5) stellen in den Raum, die Antragsgegnerin habe durch ihren „Beherrschungszugriff“ die Ergebnisplanung beeinträchtigt. Es ist schon unklar, was damit überhaupt gemeint sein soll. Beide möglichen Interpretationen wären im Ergebnis verfehlt:

- Sollte damit der Planungsprozess gemeint sein, ist der Vorwurf falsch. Die zugrunde gelegte Planung wurde von der Geschäftsleitung der Dr. Scheller AG selbst und unabhängig aufgestellt. Die Antragsgegnerin hat hierauf keinen Einfluss genommen und hätte dazu in Ermangelung eines Beherrschungsvertrags auch keine Handhabe gehabt.
- Sollte damit der eigentliche Geschäftsbetrieb gemeint sein, geht der Vorwurf ebenfalls fehl. Die Dr. Scheller AG war in Ermangelung eines Beherrschungsvertrags nicht weisungsabhängig. Nachteile wären nach § 311 AktG auszugleichen gewesen. Nachteilige Geschäfte haben hingegen nicht stattgefunden. Alle Geschäfte der Dr. Scheller AG mit der Antragsgegnerin wurden lediglich im Unternehmensinteresse der Dr. Scheller AG und zu marktüblichen Konditionen abgeschlossen. Nicht umsonst wurde den Abhängigkeitsberichten jeweils ein uneingeschränkter Bestätigungsvermerk erteilt. Insbesondere die teilweise Produktionsverlagerung nach Russland lag im Unternehmensinteresse der Dr. Scheller AG und hat durch die resultierende Kostensenkung in diesem Bereich den Unternehmenswert allenfalls erhöht.
- Völlig fehl geht die Behauptung der Antragstellerin zu 1. SdK (S. 7), die Antragsgegnerin habe über die Weckerle Cosmetics Eislingen GmbH Beziehungen um die Dr. Scheller AG herum organisiert, um dieser dadurch Nachteile zuzufügen. Die Weckerle-Gruppe ist ein deutsches Familienunternehmen mit mehr als fünfzigjähriger Geschichte, die mit der Antragsgegnerin in keinerlei Verbindung steht, weder anteilmäßig noch finanziell oder sonst wie. Davon hätte sich der Prozessbevollmächtigte der Antragstellerin innerhalb weniger Minuten über die Internetseite der Weckerle-Gruppe (www.weckerle.com) informieren können, anstatt in diesem Verfahren haltlose Behauptungen ins Blaue hinein aufzustellen.

3. Kein Zusammenhang mit dem Wechsel im Vorstand

Es bleibt das Geheimnis der Antragstellerin zu 1. SdK (S. 4), welchen Einfluss es auf die Unternehmensbewertung haben soll, dass Herr Reinhold Schlensok zum 31. Dezember 2009 aus dem Vorstand der Dr. Scheller AG ausschied.

Selbst wenn Herr Schlensok sein Ausscheiden mit einem Wunsch nach größerer unternehmerischer Freiheit, als sie ihm nach dem Übertragungswunsch für die Zukunft verbliebe, be-

gründete, folgt daraus keine Steigerung des Unternehmenswerts. Es gibt keine Vermutung, dass ein Alleinaktionär ein Unternehmen erfolgreicher führen kann als der Vorstand.

B. Prozessuales

I. Unzulässigkeit von Anträgen

Einige Anträge der Antragsteller sind unzulässig.

1. Antragsfrist

Eine Reihe von Anträgen ist verfristet. Der Übertragungsbeschluss wurde am 18. Februar 2010 in das Handelsregister eingetragen. Diese Eintragung wurde am 23. Februar 2010 nach § 10 HGB bekannt gemacht. Ein Ausdruck aus dem Unternehmensregister ist beigelegt als

Anlage AG 3.

Die Dreimonatsfrist nach § 4 Abs. 1 Nr. 3 AktG endete somit eigentlich am 23. Mai 2010, da es sich dabei um einen Sonntag handelte und der 24. Mai 2010 Pfingstmontag war, mithin am **25. Mai 2010**.

Soweit Anträge innerhalb dieser Frist nur beim unzuständigen LG Ulm eingereicht und danach verwiesen wurden, wahrt dies nicht die Frist. Das betrifft die folgenden Anträge:

- Carthago Value Invest SE et al. (zu 65. bis 72.)
- D&D Capital GmbH et al. (zu 73. bis 75.)
- Jochim (zu 76.)

Auf unsere Schriftsätze in diesen Verfahren vor Verbindung wird verwiesen.

Bei weiteren Anträgen weisen die Posteingangsstempel des LG Stuttgart Daten nach Fristablauf auf. Die Antragsgegnerin hat keine Kenntnis, ob die Anträge fristwährend per Telefax eingingen und bittet das Gericht, dies von Amts wegen zu prüfen. Dabei handelt es sich um folgende Anträge:

- Buis (zu 54.)

- Hofmann (zu 55.)
- Nolle (zu 53.)
- Zapf (zu 58.)

2. Keine konkreten Einwendungen

Als weitere Zulässigkeitsvoraussetzung sieht § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG konkrete Einwendungen gegen den ermittelten Unternehmenswert vor, soweit die in § 7 Abs. 3 SpruchG genannten Unterlagen hierzu Angaben enthalten. Mit Hilfe dieses Begründungszwangs wollte der Gesetzgeber verhindern, dass weiterhin die Unternehmensbewertung pauschal durch einen Sachverständigen überprüft wird. Vielmehr soll die Überprüfung auf die geltend gemachten Einwendungen beschränkt werden¹. Das Gericht ist also nur dann zu weiteren Nachforschungen verpflichtet, wenn die Antragsteller einen Umstand rügen, der zur Annahme eines höheren Unternehmenswerts geeignet ist². Wie weit das Konkretisierungserfordernis geht, ist gesetzlich nicht bestimmt. Der Gesetzgeber hat die Bestimmung dessen den Gerichten überantwortet. Das OLG Frankfurt a.M.³ sieht eine ausreichende Konkretisierung nur dann als gegeben an, wenn die Antragsteller

„(...) die Unternehmensbewertung nicht nur pauschal angreifen, sondern [die Einwendungen] in Bezug auf einzelne überprüfbare Punkte konzentrieren und ihre diesbezügliche Kritik auch begründen.“ (Erläuterung diesseits)

Keine ausreichende Konkretisierung stellen lediglich pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten Bezug zu der Unternehmensbewertung dar⁴.

Danach sind folgende Anträge mangels ausreichend konkreter Einwendungen zurückzuweisen:

¹ OLG Frankfurt a.M. NZG 2006, 674, 675; Hüffer, AktG, 9. Aufl., 2010, Anh. § 305 § 4 SpruchG Rn. 8.

² Vgl. LG Frankfurt a.M. AG 2005, 930, 932.

³ NZG 2006, 674, 675 f.

⁴ OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 873 f.; Hüffer, AktG, 9. Aufl., 2010, Anh. § 305 § 4 SpruchG Rn. 8.

- Buis (zu 54.): Der Antrag beschränkt sich auf bloßes Bestreiten und die Rüge, bestimmte Informationen lägen angeblich nicht vor. Dieses pauschale Vorbringen ist zur Annahme eines höheren Unternehmenswertes nicht geeignet.
- Kerler (zu 56. und 57.): Der Antrag erschöpft sich in der Behauptung, Annahmen seien nicht plausibel bzw. Werte seien falsch angenommen, ohne dies entsprechend zu begründen. Hinsichtlich der Antragstellerin Dr. Petra Kerler (zu 56.) ist der Antrag außerdem deswegen unzulässig, weil er (auch für sie) nur von dem Antragsteller Willi Kerler (zu 57.) unterzeichnet wurde. Eine entsprechende Vollmacht hierfür wird nicht einmal behauptet und kann auch nicht vorliegen, da der Antrag auf S. 2 selbst ausführt, dass die Antragsteller sich nicht gegenseitig vertreten.

3. **Kein Nachweis der Antragsberechtigung**

Der Antragsteller Reimers (zu 51.) hat seine Antragsberechtigung entgegen § 4 Abs. 2 Nr. 2 SpruchG nicht dargelegt, da sich die Bankbestätigung in Anlage Ast 1 des Antrags nur auf den Antragsteller Hwang (zu 52.) bezieht.

II. **Keine Neubewertung im Spruchverfahren; keine Notwendigkeit eines neuen Sachverständigengutachtens**

Die Antragsteller wollen im Rahmen des Spruchverfahrens eine vollständige Neubewertung der Dr. Scheller AG durch einen gerichtlichen Sachverständigen erreichen und eine Vernehmung der im Rahmen des Übertragungsbeschlusses damit befassten Personen verhindern. Das verkennt das Wesen sowie den Sinn und Zweck des Spruchverfahrens.

Wie unter oben I.2. schon ausgeführt wurde, wollte der Gesetzgeber das Spruchverfahren auf eine Überprüfung substantiiert Einwendungen beschränken. Eine Unternehmensbewertung ist im Spruchverfahren lediglich auf ihre Plausibilität zu prüfen.⁵ Das Gericht hat demnach nur nachzuvollziehen, ob im Rahmen der durchgeführten Unternehmensbewertung die Ertragswertmethode korrekt angewendet, insbesondere der rechtliche Rahmen eingehalten wur-

⁵ KG, AG 2009, 199.

de, und die jeweiligen Prognosen plausibel und nachvollziehbar dargestellt wurden.⁶ Kommt das Gericht zu dem Ergebnis, dass die konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutreffender Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führt, ist dies ausreichend.⁷ Eine Nachprüfung durch Sachverständigengutachten findet dann in Übereinstimmung mit der Intention des Gesetzgebers nicht statt.

Vorliegend haben die Antragsteller nichts vorgetragen, was die Plausibilität der Unternehmensbewertung in Zweifel ziehen könnte, jedenfalls nichts, was nur auf Grundlage eines Sachverständigengutachtens zu klären wäre, wie nachfolgend dargelegt wird.

Außerdem erwähnen die Antragsteller im Zusammenhang mit vielen Punkten einen Sachverständigen und seine Begutachtung, bei denen es sich um reine Rechtsfragen handelt, für die von vornherein nur das Gericht zuständig sein kann. Erwähnt seinen hier nur der Stichtag für die Unternehmensbewertung, die Berücksichtigung des Börsenkurses oder die Frage der Verzinsung der Barabfindung.

Sollte das Gericht dennoch die Einholung eines Sachverständigengutachtens für erforderlich halten, dürfte sich die Beauftragung jedenfalls nicht auf die Überprüfung der Unternehmensbewertung als Ganzes beziehen, sondern allenfalls auf klar zu definierende Einzelfragen, die keine Rechtsfragen betreffen, zu denen das Gericht von einem substantiierten Vortrag der Antragsteller ausgeht und bei denen aus Sicht des Gerichts nach dem Vortrag Antragsgegnerin, dem Übertragungsbericht und dem Prüfungsbericht von einem nicht durch eigene Sachkunde abzudeckenden Klärungsbedarf ausgeht. Selbst in diesem Fall sollte das Gericht aber zunächst auf den sachverständigen Prüfer zurückgreifen, der als sachverständiger Zeuge nach der klaren gesetzlichen Vorgabe in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG die vorrangige Erkenntnisquelle darstellt. Für diesen Fall benennt die Antragsgegnerin als sachverständigen Zeugen den federführenden Bearbeiter des Übertragungsprüfers,

Herrn Wirtschaftsprüfer Dr. Matthias Popp, zu laden über die Ebner Stolz

Mönning & Bachem GmbH & Co. KG, Kronenstraße 30, 70174 Stuttgart.

⁶ LG Frankfurt a.M. AG 2007, 42, 43.

⁷ KG, AG 1998, 199.

Als weiteren Sachverständigen Zeugen benennt sie den federführenden Bearbeiter des Wirtschaftsprüfungsunternehmens, das sie im Rahmen der Erstellung des Übertragungsberichts unterstützt hat,

Herrn Wirtschaftsprüfer Andreas Diesch, zu laden über die Rölfs WP Partner AG, Theodor-Heuss-Strasse 2, 70174 Stuttgart.

C. Unternehmensbewertung

Die Bewertung der Dr. Scheller AG durch den Übertragungsbericht ist nicht zu beanstanden. Der Übertragungsbericht und der Prüfungsbericht weisen weder formelle noch materielle Mängel auf.

I. Keine formellen Mängel der Wertermittlung und der Prüfung

1. Ordnungsgemäßer Prüfungsbericht

Einige Antragsteller (z.B. zu 15. Scheunert (S. 7), zu 30. Rolle (S. 7)) rügen angebliche formale Mängel des Prüfungsberichts, die sich aber darauf beschränken, dass der Prüfungsbericht die von den Antragstellern behaupteten Bewertungsrügen nicht aufgedeckt habe. Das ist erstens unsubstantiiert und zeigt zweitens die Irrelevanz des Arguments: Entweder sind die Rügen berechtigt, dann kommt es auf Formalia des Prüfungsberichts nicht an. Oder die Rügen sind – wie hier – unberechtigt, dann ist auch der Prüfungsbericht korrekt.

Der Antragsteller zu 13. Dinkel (S. 4) rügt, dass das im Übertragungsbericht enthaltene Bewertungsgutachtens der Rölfs WP Partner AG keine Prüfung mit der Intensität einer handelsrechtlichen Abschlussprüfung enthalte. Dieser Einwand verkennt schon die Rolle des Bewertungsgutachtens. Dieses ließ die Antragsgegnerin auf freiwilliger Basis erstellen, um den Übertragungsbericht für die Aktionäre so plausibel wie möglich zu machen. Ziel war demnach die Erstellung eines Bewertungsgutachtens und nicht die Durchführung von Prüfungshandlungen. Eine Prüfung des Bewertungsgutachtens durch den erstellenden Bewerter widerspricht nicht nur der Aufgabe des Bewerter, sondern ist geradezu absurd. Eine offizielle Prüfungsaufgabe kommt hier lediglich dem Übertragungsprüfer zu, der dieser im Übertragungsbericht auch nachkam.

2. Technischer Bewertungsstichtag und Aufzinsung

Der Antragsteller zu 31. Gneuß (S. 8) rügt, dass auf den 31. Dezember 2008 als technischen Bewertungsstichtag abgestellt wurde, der dann nur bis zum Tag der Hauptversammlung aufgezinst wurde. Dadurch werde den Minderheitsaktionären die Steigerung des Unternehmenswertes im laufenden Jahr vorenthalten.

Dieses Argument ist bereits ambivalent, da es eine Steigerung des Unternehmenswertes als natürlich voraussetzt. Bei einer Verschlechterung der Bedingungen kann der Unternehmenswert aber im Laufe eines Jahres selbstverständlich auch sinken. Für eine Steigerung des Unternehmenswerts im Jahresverlauf ist aber nichts vorgetragen.

Die Bewertung beruht ungeachtet des technischen Bewertungsstichtags auf aktuellen Planungsrechnungen und berücksichtigt alle für den Unternehmenswert relevanten Umstände bis zum Abschluss der Bewertungsarbeiten.

Die Aussage, dass den Minderheitsaktionären die Steigerung des Unternehmenswertes im laufenden Jahr vorenthalten würde, widerspricht zudem der anerkannten und üblichen Bewertungsmethode, die den auf den Bewertungsstichtag ermittelten Unternehmenswert mit dem im Rahmen der Ertragswertberechnung ermittelten Kapitalisierungszins aufzinst, im Falle der Bewertung der Dr. Scheller AG konkret mit 6,64%.

II. Korrekte Umsatz- und Ertragsprognose

1. Überprüfungsmaßstab

Zum gesamten Prognosekomplex ist vorab zu bemerken, dass es sich dabei um unternehmerische Aussagen des Vorstands der Dr. Scheller AG handelt. Eine eigene Planung der Antragsgegnerin gibt es nicht und sie wäre auch nicht relevant. Der Vorstand trifft im Rahmen der Planung notwendigerweise unternehmerische Entscheidungen und Annahmen für die Zukunft. Das gilt unabhängig von der Mehrheitsbeteiligung der Antragsgegnerin.

Das OLG Stuttgart hat dazu in einer aktuellen Entscheidung⁸ folgendes ausgeführt:

„Auch bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in Konzernsituationen sind die Ertragsprognosen und die ihnen zugrundeliegende Unternehmensplanung nur eingeschränkt überprüfbar. Diese Beschränkung der gerichtlichen Prüfungsdichte folgt aus der Natur der Prognose. Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden.“ (Hervorhebungen diesseits)

Vor diesem Ausgangspunkt ist zu betonen, dass keiner der Antragsteller Punkte vorgetragen hat, nach denen die Informationsgrundlage und die Annahmen unzutreffend oder unrealistisch erscheinen. Ebenso wenig wurden innere Widersprüche auch nur substantiiert behauptet. Die Antragsgegnerin geht daher nachfolgend nur vorsorglich auf einzelne Behauptungen der Antragsteller zur Umsatz- und Ertragsprognose ein.

2. Umsatzplanung im Marktvergleich

Zahlreiche Antragsteller beanstanden, die Umsatzplanung sei zu vorsichtig im Hinblick auf die Entwicklung des Kosmetikmarkts oder einzelner seiner Teilbereiche. Das Gegenteil ist der Fall:

Die durchschnittlich angesetzten Wachstumsraten der Dr. Scheller AG liegen nach dem Übertragungsbericht (S. 54 ff.) deutlich über der erwarteten durchschnittlichen Gesamtmarktentwicklung der relevanten Vergleichsmärkte. Die nachfolgenden Ausführungen und Tabellen geben jeweils den Vergleich zwischen der Planung für die Dr. Scheller AG und für die jeweiligen Gesamtmärkte wieder. Damit ist auch das von dem Antragsteller zu 13. Dinkel (S. 7) erwartete Wachstum des Kosmetikmarkts schon berücksichtigt.

⁸ WM 2010, 173, 176. Dem folgend auch zwei Entscheidungen des OLG Frankfurt vom 9.2.2010: 5 W 38/09 und 5 W 33/09 (dazu *Wardenbach*, GWR 2010, 138) sowie OLG München, ZIP 2009, 2339, 2340.

Aufbauend auf dem historischen Jahr 2008 fällt bei der Betrachtung der Umsatzerlöse der Dr. Scheller AG in den Forecast- und Planjahren eine „unstete“ Entwicklung des Umsatzverlaufs, insbesondere in den Jahren 2009 auf 2010 auf. Hintergrund dieser unsteten Entwicklung ist die Umstellung des Geschäftsmodells der Dr. Scheller AG weg von einer vertriebsorientierten Produktionsgesellschaft hin zu einem reinen Handelsunternehmen ohne eigene Produktion. Aus diesem Grunde wurde im Rahmen der Bewertungsarbeiten eine Normalisierung der Ergebnisseite für die Jahre 2008 und 2009 erstellt, um eine solide Grundlage für die Vergleichbarkeit der einzelnen Jahre sowie zur Durchführung der notwendigen Planungsplausibilisierungen zu erhalten.

Die durchgeführten Normalisierungen in den Jahren 2008 und 2009 sind aus diesem Grund nicht bewertungsrelevant, sondern dienen ausschließlich zur besseren Vergleichbarkeit und Analyse der Planungsrechnung.

Die normalisierte Planungsrechnung für die relevanten Erlös- und Kostenpositionen stellt sich wie folgt dar:

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456

Umsatzseitig ergeben sich folgende absolute Änderungen zum Vorjahr.

Abs. Veränderungen zum Vj. [TEUR]			
2009 vs. 2008	2010 vs. 2009	2011 vs. 2010	2012 vs. 2011
TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
11.829	11.970	6.141	9.315

Zudem lassen sich umsatzseitig folgende prozentualen Veränderungen feststellen:

Proz. Veränderungen zum Vj. [%]			
2009 vs. 2008	2010 vs. 2009	2011 vs. 2010	2012 vs. 2011
18,7%	16,0%	7,1%	10,0%

Im Zeitraum 2008 bis 2012 plane die Gesellschaft mit einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum in Höhe von +12,8%, was einer absoluten Umsatzsteigerung von TEUR 63.201 im Jahre 2008 um TEUR 39.255 auf TEUR 102.456 im Jahr 2012 entspricht.

Vorliegende externe Marktstudien erwarten in den für die Dr. Scheller AG relevanten Märkten im vergleichbaren Zeitraum ein deutlich geringeres Marktwachstum. Folgende Tabellen zeigen die Marktwachstumsprognosen des Bereichs Colour Cosmetics für West- und Osteuropa.

West- Europäischer Markt für Dekorative Kosmetik (Kategorien), 2008-2012 (US\$ m, nominal prices)

Kategorie	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR 2008 - 2012
Lippen-Make-up	3.640,9	3.819,0	4.002,4	4.189,4	4.379,6	4,7%
-% Wachstum zum Vorjahr		4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	
Augen-Make-up	3.352,1	3.512,0	3.676,3	3.842,3	4.010,7	4,6%
-% Wachstum zum Vorjahr		4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	
Gesichts-Make-up	2.361,9	2.429,3	2.501,3	2.575,4	2.650,7	2,9%
-% Wachstum zum Vorjahr		2,9%	3,0%	3,0%	2,9%	
Nagel-Make-up	978,3	1.020,2	1.061,5	1.103,6	1.145,5	4,0%
-% Wachstum zum Vorjahr		4,3%	4,0%	4,0%	3,8%	
Gesamt	10.333,2	10.780,5	11.241,5	11.710,7	12.186,5	4,2%
-% Wachstum		4,3%	4,3%	4,2%	4,1%	

Osteuropäischer Markt für Dekorative Kosmetik (Kategorien), 2008-2012 (US\$ m, nominal prices)

Kategorie	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR 2008 - 2012
Lippen-Make-up	924,2	1.010,1	1.103,6	1.204,2	1.311,8	9,2%
-% Wachstum zum Vorjahr		9,3%	9,3%	9,1%	8,9%	
Augen-Make-up	841,6	925,4	1.017,1	1.116,7	1.225,9	9,9%
-% Wachstum zum Vorjahr		10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	
Gesichts-Make-up	713,8	780,8	852,8	929,7	1.011,6	9,1%
-% Wachstum zum Vorjahr		9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	
Nagel-Make-up	421,8	460,3	501,5	545,6	592,5	8,9%
-% Wachstum zum Vorjahr		9,1%	9,0%	8,8%	8,6%	
Gesamt	2.901,4	3.176,6	3.475,1	3.796,2	4.141,8	9,3%
-% Wachstum		9,5%	9,4%	9,2%	9,1%	

Quelle: Datamonitor

Im Bereich West-Europa wird in den Jahren 2008 – 2012 mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum in Höhe von 4,2% gerechnet, in osteuropäischen Markt rechnet man mit einem Wachstum in Höhe von 9,3%.

Die wertmäßige Entwicklung des europäischen Marktes für Hautpflegemittel wird wie folgt prognostiziert:

Europäischer Markt für Hautpflegemittel 2008-2012 (in EUR Mrd.)

Kategorie	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR 2008 - 2012
Gesamt	14,1	14,7	15,2	15,7	16,3	3,7%
-% Wachstum		4,3%	3,4%	3,3%	3,8%	

Die Dr. Scheller AG plante, in den Jahren 2008 – 2012 deutlich über dem Markt zu wachsen. Hauptgründe für diese ambitionierte Planung sind insbesondere in der Fokussierung auf die eigenen Marken und den Ausbau der Distributionstätigkeiten zu sehen.

Neben dem allgemeinen Marktvergleich stützen sich die Antragsteller auf eine Vielzahl von Einzelaspekten, die angeblich einen höheren Umsatz oder Ertrag erwarten lassen. Bei manchen dieser Aspekte ist schon der Zusammenhang mit der erwarteten Verbesserung nicht erkennbar. Bei den übrigen Aspekten verschließen die Antragsteller die Augen davor, dass diese in der Planung bereits berücksichtigt wurden, also deren Korrektur nicht rechtfertigen können; dies ergibt sich aus dem Übertragungsbericht.

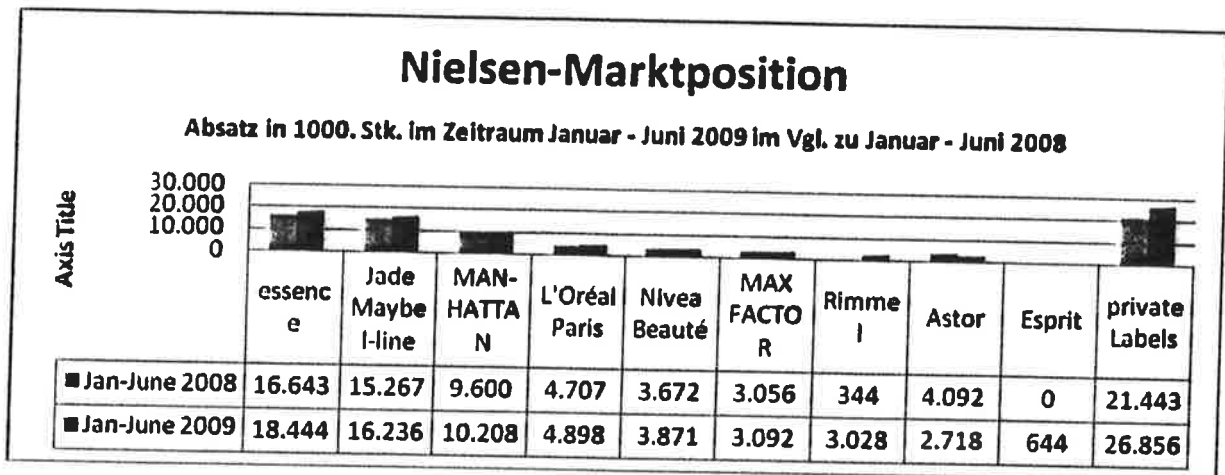
3. **Marktposition und Exportorientierung**

Einige Antragsteller behaupten, die zu erwartenden Umsatzzuwächse aufgrund der starken Marktposition der Dr. Scheller AG im Inland und des allgemeinen Marktwachstums im Ausland seien nicht berücksichtigt worden. Das Gegenteil ist richtig.

a) **Markstellung im Inland**

Die starke Markstellung der Dr. Scheller AG im Bereich dekorative Kosmetik, auf die z.B. die Antragsteller zu 10. bis 12. Arendts (S. 10) und zu 7. Seemann (S. 3) abheben, wurde in der Planung schon in vollem Umfang berücksichtigt.

Wie folgende Abbildungen belegen sind die Marken MANHATTAN und MAX FACTOR im Markt der dekorativen Kosmetik entsprechend der Analysen der Nielsen Marktstudien stark positioniert,.

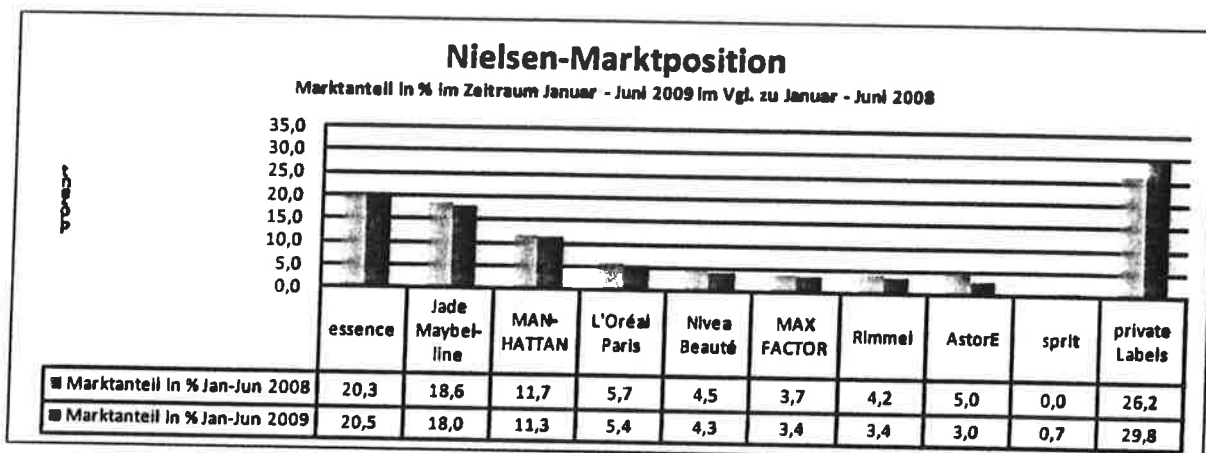


Quelle: Nielsen 2009

Volumenseitige Marktführer sind zwar die Marken „essence“ und „Jade Maybelline“. Dennoch sind sowohl die Eigenmarke MANHATTAN als auch die durch die Dr. Scheller AG vertriebene Marke MAX FACTOR mit 11,3% (MANHATTAN auf Platz 3) und mit 3,4% (MAX FACTOR auf Platz 6) volumenseitigem Marktanteil relevante Marktteilnehmer mit einer starken Marktposition.

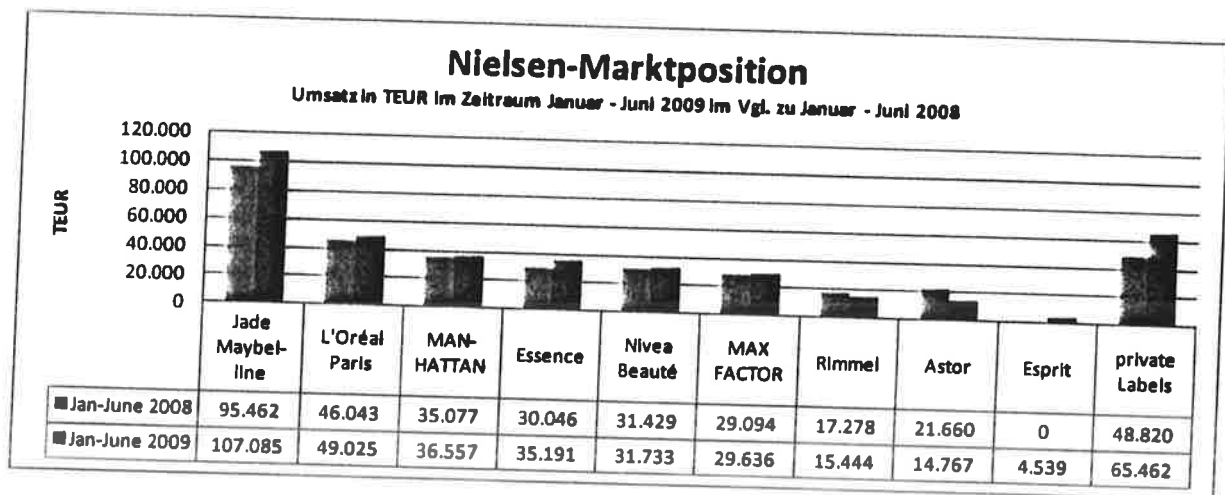
Einschränkend muss erwähnt werden, dass sowohl die Absatzsteigerung bei MANHATTAN mit 6,3% als auch die Absatzsteigerung der Marke MAX FACTOR mit 1,2% für das erste Halbjahr 2009 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich hinter dem Marktdurchschnitt (mit 9,5%) zurückblieben.

Die Betrachtung der Entwicklung der volumenseitigen Marktanteile liefert folgendes Bild



Quelle: Nielsen 2009

Ein vergleichbares Bild liefert die wertmäßige Betrachtung des Marktes.



Quelle: Nielsen 2009

MANHATTAN belegt absatz- wie auch umsatzsseitig den dritten Platz, MAXFAKTOR belegt Platz Nr. sechs.

Erwähnenswert erscheinen an dieser Stelle auch die Polarisierungstendenzen im Markt der Körperpflegeprodukte sowie der dekorativen Kosmetik, hin zur Fokussierung der Vermarktungsseite auf A-Marken und Handelsmarken.

b) Umsatzwachstum in Osteuropa

Entgegen der Behauptung der Antragsteller zu 21. Wiederhold (S. 3), zu 7. Seemann (S. 4) und zu 3. bis 6. Jaeckel (S. 6) wurde bei der Planung schon berücksichtigt, dass die Dr. Scheller AG in Osteuropa überdurchschnittliche Wachstumschancen aufgrund der dortigen Marktentwicklung und der Stärkung der Vertriebsstrukturen, z.T. auch über die Muttergesellschaft der Antragsgegnerin, hat. Die entsprechenden Ausführungen finden sich auf S. 55 ff. des Übertragungsberichts.

4. Geschäfte mit der Antragsgegnerin und Synergieeffekte

Zu Unrecht wird eine mangelnde Berücksichtigung von Synergieeffekten mit der Antragsgegnerin und ihrer Muttergesellschaft oder mit Procter & Gamble gerügt (z.B. zu 17. Schulz (S. 9), zu 19. Signum (S. 7), zu 13. Dinkel (S. 7), zu 30. Rolle (S. 7), zu 23. Exchange Investors (S. 8)).

In der Unternehmensbewertung werden selbstverständlich die bereits bestehenden Geschäfte und Beziehungen der Dr. Scheller AG mit der Muttergesellschaft der Antragsgegnerin - OJSC Concern KALINA - sowie bspw. auch mit Procter&Gamble berücksichtigt.

Auswirkungen dieser Beziehungen lassen sich insbesondere im Absatzbereich identifizieren, da die Dr. Scheller AG bspw. die Antragsgegnerin OJSC Concern Kalina als Vertriebsweg für die Vermarktung von MANHATTAN in Russland benutzt.

Die Umsätze, die über die Beziehung zu Procter&Gamble (und dabei die Vermarktung der Marke MAX FACTOR) realisiert werden, beziffern sich für das Jahr 2009 auf rund 25 Mio. € Net Trade Sales, die natürlich ebenfalls bewertungsseitig berücksichtigt wurden.

Zum anderen spielen die Geschäfte mit der Antragsgegnerin OJSC Concern Kalina auch auf der Bezugsseite (insbesondere für die Naturkosmetik) eine Rolle, da die Dr. Scheller AG Waren von der Antragsgegnerin bezieht.

Eine darüber hinausgehende Berücksichtigung der Marktposition, bspw. von OJSC Concern Kalina widerspräche der Stand-Alone-Prämisse in der Unternehmensbewertung und ist ausgeschlossen.⁹

5. Kostenquote und Kosteneinsparungen

Der Antragsteller zu 13. Dinkel (S. 9) bezweifelt die Prognose der Kostenentwicklung im Allgemeinen. Die Aussage des Antragstellers entbehrt in dieser pauschalen Form jeglicher Grundlage. Im Zuge der Bewertung wurden die einzelnen Kostenkomponenten und -quoten auf Plausibilität untersucht.

Die Umsatzkosten entwickeln sich in der normalisierten Betrachtung im Zeitverlauf 2008 – 2012 wie folgt:

⁹ Vgl. zur Stand-alone-Prämisse *Eisolt* DStR 2002, 1145, 1149.

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456
Umsatzkosten	-31.517	-40.625	-49.969	-48.002	-51.969
Umsatzkostenanteil in %	49,9%	54,1%	57,4%	51,5%	50,7%

Hintergrund der stark ansteigenden Umsatzkostenquote in den Jahren 2009 (+8,6%) und 2010 (+6,0%) ist der mit Weckerle Cosmetics GmbH, Eislingen, auf fünf Jahre Laufzeit abgeschlossene Lohnfertigungsvertrag, der dem Einkauf um +5% höhere Einkaufspreise als die historischen Herstellkosten vorschreibt.

Im Zeitverlauf bis 2012 soll jedoch eine deutliche Reduzierung der Umsatzkostenquote durch Kosteneinsparungen erreicht werden. Dieses Ziel erscheint umso ambitionierter, wenn man sich der Marktmacht der großen Handelsunternehmen bewusst wird, die jährliche Preiszugeständnisse und steigende Werbekostenzuschüsse erwarten. Längerfristige Strategie der Dr. Scheller AG ist aus diesem Grund, den Handel nicht nur durch günstige Herstellkosten von der eigenen Leistungsfähigkeit zu überzeugen, sondern den Handel zukünftig durch hochwertigere und bessere Inhaltsstoffe qualitativ noch stärker an sich zu binden.

Die Marketingkosten wachsen im Zeitraum 2008 – 2012 mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von +9,9%. Im Jahr 2009 wurde infolge des Relaunches der Marken Manhattan Clearface sowie „Dr. Scheller – die Naturkosmetik“ ein erhöhtes Marketingbudget geplant. Für das Jahr 2010 sind insbesondere im Bereich Dr. Scheller – Naturkosmetik weiterhin erhöhte Ausgaben geplant. Des weiteren erfolgt im Jahr 2010 eine Umstellung und Erneuerung der Shoptheken (Point of Sale) der Marke MANHATTAN.

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456
Marketing- und Vertriebskosten	-26.833	-27.976	-29.145	-34.835	-39.100
Marketing- und Vertriebskosten-Quote in %	-42,5%	-37,3%	-33,5%	-37,4%	-38,2%

Die allgemeinen Verwaltungskosten reduzieren sich im Zeitraum 2008 – 2012 mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von -6,6%. Diese Entwicklung liegt jedoch insbesondere an der hohen Verwaltungskostenquote im Ausgangsjahr 2008. Folgende Tabelle verdeutlicht diese Entwicklung.

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456
Allgemeine Verwaltungskosten	-7.215	-5.594	-5.063	-5.122	-5.499
Anteil Verwaltungskosten am Umsatz in %	11,4%	7,5%	5,8%	5,5%	5,4%

Ab 2009 wird die Verwaltungskostenquote im Vergleich zum Vorjahr auf deutlich niedrigerem, stetig fallendem Niveau geplant. Zudem werden ab 2010 weitere Kostensenkungspotentiale erwartet.

Folgende Tabelle stellt die Entwicklung des EBIT im Zeitverlauf dar:

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456
EBIT	-2.363	1.158	2.823	5.182	5.888
EBIT-Quote zum Umsatz in %	-3,7%	1,5%	3,2%	5,6%	5,7%

Die integrierte Betrachtung des geplanten Umsatzwachstums und der geplanten Kostenentwicklung führt konsequenterweise zur Ergebnisgröße EBIT.

Das normalisierte EBIT im Jahr 2008 ist mit TEUR -2.363 deutlich negativ. Ab dem Jahr 2009 steigt das prognostizierte EBIT von TEUR 1.158 auf TEUR 5.888 im Jahr 2012, also durchschnittlich jährlich um über 70%, und somit deutlich schneller als der Umsatz. Die Dr. Scheller AG erwartet im Planungszeitraum also Kosteneffizienzen, die sehr deutlich auf das Ergebnis durchschlagen. Von einer unvorteilhaft geplanten Kostenentwicklung kann somit keine Rede sein. Die Kostenplanung ist sogar umgekehrt sehr ambitioniert.

Die Antragstellerin zu 12. Coriolix (S. 5) verlangt eine Berücksichtigung von Kosteneinsparungen durch den Austritt aus dem Arbeitgeberverband Chemie. Diese Kündigung wurde aber erst am 12. April 2010 ausgesprochen, also ca. dreieinhalb Monate nach dem Bewertungsstichtag. Da sie zum damaligen Bewertungszeitpunkt nicht geplant war ist sie bei der Bewertung nicht zu berücksichtigen, auch nicht im Zeitraum der ewigen Rente.

6. Marketing- und Vertriebsausgaben

In diesem Bereich sind sich die Antragsteller uneinig: Teilweise werden zu hohe Kosten für diesen Bereich im Vergleich zum Umsatzwachstum gerügt (zu 33. und 34. Engel (S. 3), zu 42. Weitz, (S. 2)), teilweise wird behauptet, die Marketingausgaben müssten zu einem höheren Umsatzwachstum führen (zu 13. Dinkel (S. 6), zu 3. bis 6. Jaeckel (S. 6), tendenziell auch zu 24. Nachtigall (S. 4) und zu 21. Wiederhold (S. 3)).

Beide Ansätze gehen fehl: Die Antragsteller unterliegen dem Irrglauben, Marketing- und Vertriebsaufwendungen würden quasi automatisch zu einer Umsatzexplosion führen oder seien verzichtbare Luxusaufwendungen. Dabei wird verkannt, dass sich die Dr. Scheller AG in einem ausgesprochen kompetitiven Wettbewerbsumfeld bewegt, in dem alle Marktteilnehmer solche Ausgaben tätigen. Diese sind also schon notwendig, um die relative Marktposition zu halten. Gleichwohl wurde bei der Unternehmensbewertung ein überdurchschnittliches Umsatzwachstum angesetzt.

Die Marketingkosten wachsen im Zeitraum 2008 – 2012 mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von +9,9%, also immer noch unterproportional zum jährlich geplanten Umsatzwachstum mit einer Wachstumsrate von 12,8%. Dies lässt sich eindeutig in der sinkenden Marketing- und Vertriebskostenquote beweisen (siehe hierzu nochmals unten angefügte Tabelle). [

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456
Marketing- und Vertriebskosten	-26.833	-27.976	-29.145	-34.835	-39.100
Marketing- und Vertriebskosten-Quote in %	-42,5%	-37,3%	-33,5%	-37,4%	-38,2%

Trotz eines Anstieges der Marketing- und Vertriebskostenquote im Jahr 2012 auf 38,2% der Umsatzerlöse liegt die durchschnittliche Kostenquote des Planungszeitraum mit 36,6% deutlich unter der Ist-Kostenquote des Jahres 2008 mit 42,5%.

Zudem erfolgte im Jahr 2009 der Relaunch der Marken Manhattan Clearface sowie „Dr. Scheller – die Naturkosmetik“, der zu erhöhten Marketingkosten führte.

Des weiteren erfolgt im Jahr 2010 eine Umstellung und Erneuerung der Shoptheken (Point of Sale) der Marke MANHATTAN. Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Marketingkosten.

Die geplanten Marketing- und Vertriebsausgaben sind im Verhältnis zum geplanten Umsatzwachstum in Ihrer absoluten Höhe unterproportional geplant und des weiteren mit bereits konkreten Maßnahmen (Relaunches, Point-of-sales-Investments) etc. hinterlegt.

Die Rüge der Antragsteller, die Marketingausgaben müssten zu einem stärkeren Umsatzwachstum führen bzw. wären zu hoch geplant entbehrt jeglicher Grundlage.

7. Pensionsaufwendungen

Die Antragsteller zu 35. bis 39. Schubert (S. 4) monieren die Nichtoffenlegung der Pensionsaufwendungen.

Eine Offenlegung der Pensionsaufwendungen ist im Zuge der Unternehmensbewertung nicht notwendig; - eine Bewertung derselben sehr wohl, was auch vollzogen wurde.

Die im Detailplanungszeitraum geplanten Pensionsaufwendungen wurden ergebnisseitig berücksichtigt und die Pensionsaufwendungen in der ewigen Rente normalisiert.

Konkret wurden die im Jahr 2012 in der Planung enthaltenen Pensionsaufwendungen durch eine Annuität der Auszahlungen ersetzt, die ab dem Jahr 2013 aufgrund der Pensionsverpflichtungen der Gesellschaft zu erwarten sind. Die Abschätzung der zu erwartenden Auszahlungen beruhte dabei auf einer von der Kern, Mauch & Kollegen GmbH erstellten Prognose der voraussichtlichen Pensionszahlungen für das Jahr 2009, basierend auf der Altersstruktur. Die zukünftigen Pensionszahlungen wurden geschätzt, in dem Annahmen über die Entwicklung der Pensionsrückstellungen und Pensionsausgaben getroffen wurden, die im Zeitablauf

annahmegemäß abnehmen, da seitens der Dr. Scheller AG keine neuen Pensionszusagen gemacht wurden.

8. Vorratsvolumen

Der Antragsteller zu 13. Dinkel (S. 5) will aus einer Ausweitung der Vorräte auf eine stärkere Umsatzausweitung schließen. Es wird vermutet, dass der Antragsteller die Entwicklung der Bilanzposition „Vorräte“ im Zeitraum 2006 bis 2008 anspricht. Die Zunahme der Vorräte war im Wesentlichen bedingt durch den Anstieg der Vorräte von 2006 auf 2007 um 44,2% auf 14,5 Mio. EURO (Vorjahr 10,1 Mio. EURO). Dieser Anstieg der Vorräte stand in Zusammenhang mit der Vorproduktion von Aufträgen Ende 2007, die im Januar und Februar 2008 ausgeliefert werden sollten. Dieser außergewöhnliche Lageraufbau stand in Zusammenhang mit Einmal-Aktionen der Handelsmarken des Kunden ALDI-Süd. Für die Bewertung spielt diese Ausweitung der Vorräte in der Vergangenheit jedoch keinerlei Rolle.

Generell ist die Vermutung des Antragstellers sehr kritisch zu betrachten, da die äußerst schnelllebige Kosmetikindustrie im Gegensatz bspw. zur Investitionsgüterindustrie grundsätzlich nicht „auf Lager“ produziert. Aus einer Ausweitung der Vorräte auf eine stärkere Umsatzausweitung zu schließen ist unsubstantiiert und entbehrt jeglicher kaufmännischer Vernunft.

9. Auswirkungen der abgeschlossenen Restrukturierung

Nach Ansicht des Antragstellers zu 7. Seemann (S. 4) müsste die abgeschlossene Restrukturierung zu höheren Erträgen führen. Es wird vermutet, dass sich der Antragsteller entweder auf die im Jahre 2006/2007 durchgeführte Restrukturierung im Bereich Skin-Care bezieht (Verlagerung der Produktion nach Russland), oder aber auf den im Jahr 2008 durchgeführten Verkauf der Produktion an die Fa. Weckerle, das sogenannte Projekt „Smart Beauty“.

Beide Restrukturierungsmaßnahmen und deren Einmalaufwendungen sind in der Vergangenheitsanalyse berücksichtigt bzw. normalisiert.

Die Auswirkungen der abgeschlossenen Restrukturierungen finden zudem konsequenterweise Eingang in die Planung der Detailplanungsphase und sind in der Unternehmensbewertung angemessen berücksichtigt.

Folgende Tabelle stellt die Entwicklung des EBIT im Zeitverlauf dar:

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456
EBIT	-2.363	1.158	2.823	5.182	5.888
EBIT-Quote zum Umsatz in %	-3,7%	1,5%	3,2%	5,6%	5,7%

Das normalisierte EBIT im Jahr 2008 ist mit TEUR -2.363 deutlich negativ. Ab dem Jahr 2009 steigt das prognostizierte EBIT von TEUR 1.158 auf TEUR 5.888 im Jahr 2012, also durchschnittlich jährlich um über 70% und somit deutlich schneller als der Umsatz. Die Dr. Scheller AG erwartet im Planungszeitraum in der Tat Kosteneffizienzen (auch aus den Restrukturierungen), die auf das Ergebnis durchschlagen. Allerdings wurde das schon in vollem Umfang berücksichtigt.

Ambitioniertes, mittelfristiges Ziel der Dr. Scheller AG ist die Erreichung einer EBIT-Marge größer 5%. Die seitens der Dr. Scheller AG geplante und der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Ertragssteigerung ist somit bereits als optimistisch anzusehen. Die Aussage, die durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen müssten zu höheren Erträge führen, ist unsubstantiiert und entbehrt jeglicher Grundlage.

10. Vergleich mit der Vergangenheitsanalyse

Zahlreiche Antragsteller bemängeln, dass Umsatzzunahmen der Vergangenheit nicht gleichbleibend in die Zukunft fortgeschrieben wurden (z.B. zu 13. Dinkel (S. 5)). Die Antragsteller erkennen hierbei nicht, dass die Umsätze der Vergangenheit (2006 – 2008) infolge eines gänzlich unterschiedlichen Geschäftsmodells (vertriebsorientierte Produktionsgesellschaft) nicht mit dem neuen, rein vertriebsorientierten Geschäftsmodell (Handelsunternehmen) vergleichbar sind.

Die ursprüngliche Planung der Dr. Scheller AG ohne bewertungstechnische Bereinigungen für den Zeitraum 2009 bis 2012 ergibt sich aus folgender Abbildung:

	ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	92.457	99.500	87.000	93.141	102.456
Umsatzkosten	-54.575	-62.098	-49.969	-48.002	-51.969
Bruttoergebnis vom Umsatz	37.882	37.402	37.031	45.139	50.487
Marketing- und Vertriebskosten	-28.311	-28.385	-29.145	-34.835	-39.100
Allgemeine Verwaltungskosten	-11.193	-7.026	-5.063	-5.122	-5.499
Sonstige Kostenpositionen					
Restrukturierungsaufwendungen	0	0	0	0	0
Operatives Ergebnis	-1.622	1.991	2.823	5.182	5.888
Sonstige betriebliche Erträge	1.226	360	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-531	0	0	0	0
Finanzergebnis	-2.332	-1.850	-1.270	-1.270	-1.100
Ergebnis vor Steuern	-3.259	501	1.553	3.912	4.788
Ertragsteuern	979	-199	-466	-1.173	-1.436
Jahresfehlbetrag (Vorjahr: Jahresüberschuss)					
vor Minderheitenanteil	-2.280	302	1.087	2.739	3.352
Minderheitenanteil	-84	-5	-50	-67	-62
Jahresfehlbetrag (Vorjahr: Jahresüberschuss)	-2.364	297	1.037	2.672	3.290
Ergebnis je Aktie (in EUR)	-0,37	0,05	0,22	0,46	0,62

Aufbauend auf dem historischen Jahr 2008 fällt bei der Betrachtung der Umsatzerlöse in den Forecast- und Planjahren die unstete Entwicklung des Umsatzverlaufs, insbesondere in den Jahren 2009 auf 2010 auf. Hintergrund dieser unsteten Entwicklung ist die Umstellung des Geschäftsmodells der Dr. Scheller AG weg von einer vertriebsorientierten Produktionsgesellschaft hin zu einem reinen Handelsunternehmen ohne eigene Produktion. Aus diesem Grunde wurde zur besseren Vergleichbarkeit eine Normalisierung der Ergebnisseite für die Jahre 2008 und 2009 erstellt, um eine solide Grundlage für die Durchführung der notwendigen Planungsplausibilisierungen zu erhalten.

Die normalisierte Planungsrechnung für die relevanten Erlös- und Kostenpositionen stellt sich wie folgt dar:

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan
	2008	2009	2010	2011	2012
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	63.201	75.030	87.000	93.141	102.456
Umsatzkosten	-31.517	-40.625	-49.969	-48.002	-51.969
Bruttoergebnis vom Umsatz	31.684	34.405	37.031	45.139	50.487
Marketing- und Vertriebskosten	-26.833	-27.976	-29.145	-34.835	-39.100
Allgemeine Verwaltungskosten	-7.215	-5.594	-5.063	-5.122	-5.499
Operatives Ergebnis	-2.364	835	2.823	5.182	5.888
Sonstige betriebliche Erträge	531	322	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-531	0	0	0	0
EBIT	-2.363	1.158	2.823	5.182	5.888

Diese Normalisierungen in den Jahren 2008 und 2009 sind nicht bewertungsrelevant, sondern dienen ausschließlich zur besseren Vergleichbarkeit und Analyse der Planungsrechnung.

Die durchgeführten Normalisierungen eliminieren die in 2008 und 2009 noch vorhandenen ergebnisseitigen Effekte derjenigen Segmente (bspw. Segment Handelsware (Premium Cosmetics), Segment Oral Care etc.), die im Zuge des „Smart Beauty“-Projekts veräußert wurden und stellen die Zeitreihe 2008 – 2012 auf eine einheitliche, vergleichbare Basis.

Die Antragsteller zu 35. bis 39. Schubert (S.3) rügen außerdem, dass die Planung hinter derjenigen im Geschäftsbericht 2008 zurückbleibe. Die Antragsteller vergessen an dieser Stelle, dass mit dem Verkauf der Produktion an Weckerle auch umsatzseitig komplette Segmente an den Erwerber Weckerle übergangen, nämlich das Segment Handelsware („Premium Cosmetics“) sowie das Segment „Oral Care“. Im Zuge der durchgeführten Normalisierungen wurden erlösseitig im Jahr 2008 rund T€ 29.256 bereinigt und im Jahr 2009 rund T€ 24.470.

11. Marken und Produktportfolio

a) Markenwert

Zahlreiche Antragsteller (z.B. zu 14. Milaco (S. 8), zu 18. Jännert (S. 7), zu 15. Scheunert (S.9)) behaupten, der Wert der Marken sei nicht berücksichtigt worden. Das ist unzutreffend:

Die Rüge der Antragsteller, aus dem Übertragungsbericht gehe nicht hervor, wie hoch und ob der immaterielle Wert der zur Dr. Scheller AG zugehörigen Marken angesetzt wurde, zeugt

von einem grundsätzlichen Missverständnis der Methode der Unternehmensbewertung. Im Zuge der Bewertung wurde die anerkannte Ertragswertmethode¹⁰ angewendet. Dabei werden einzelne betriebsnotwendige Vermögensgegenstände nicht gesondert bewertet; vielmehr sind sie im Ertragswert enthalten.¹¹ Dies zeigt sich beispielsweise darin, dass das prognostizierte Umsatzwachstum unter anderem aus der Einführung neuer Produkte resultieren soll. Dabei spielen die Marken bzw. auch weitere immaterielle Vermögensgegenstände wie Patente oder patentwürdige Erfindungen selbstverständlich eine Rolle, soweit sie Eingang in die Produktentwicklung finden. Dementsprechend wurden diese immateriellen Werte bei der Planungsrechnung berücksichtigt.

Eine gesonderte Bewertung bspw. von Marken und Patenten als eigenständiger Vermögenswert ist nach IDW S 1 hingegen nur möglich, soweit es sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen handelt. Die Marken der Dr. Scheller AG sind hingegen betriebsnotwendiges Vermögen, da sie nicht frei veräußert werden können, ohne dass die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (sogenanntes funktionales Abgrenzungskriterium).¹²

b) Fokussierung auf Markenprodukte

Andere Antragsteller (zu 13. Dinkel (S. 7), zu 21. Wiederhold (S. 3)) rügen, die Fokussierung der Dr. Scheller AG auf Markenprodukte müsse zu einer stärkeren positiven Abkoppelung vom Gesamtmarkt und zu höheren Margen führen. Die Rüge der Antragsteller lässt inhaltlich auf fehlende Marktkenntnis schließen.

Ein Haupttrend im Konsumverhalten für den Markt der Körperpflegeprodukte ist die Polarisierung der Vermarktungsseite zwischen A-Marken und Handelsmarken bei gleichzeitiger Kannibalisierung der B- und C-Marken.

Seit Anfang der 90er Jahre verändern sich die Märkte dramatisch. Handelsmarken haben in der vergangenen Zeit in beinahe allen Produktsegmenten in Deutschland Marktanteile hinzugewonnen. Zudem gelten Handelsmarken jüngst immer mehr als „Trend-Setter“ wenn es darum geht, Konsumtrends aufzuspüren und umzusetzen, wie z.B. Bio-Produkte, Naturkosmetik

¹⁰ Vgl. OLG Stuttgart DB 2003, 2429, 2430.

¹¹ LG Frankfurt a. M. Beschluss vom 4.7.2006 – 3-5 O 52/05, S. 15/16.

¹² Vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 159.

oder Wellness & Health Produkte (bspw. im Naturkosmetik-Sektor dm's Handelsmarke „Alverde“, Rossmanns „Alterra“, Edekas „Nature Friends“ und natürlich Aldi mit „Biocura“).

Des Weiteren haben Eigenmarken vermehrt Schwierigkeiten sich von den Handelsmarken zu differenzieren, insbesondere, wenn es um sogenannte Basis-Produkte wie bspw. Zahnpasta oder Deodorantien geht.

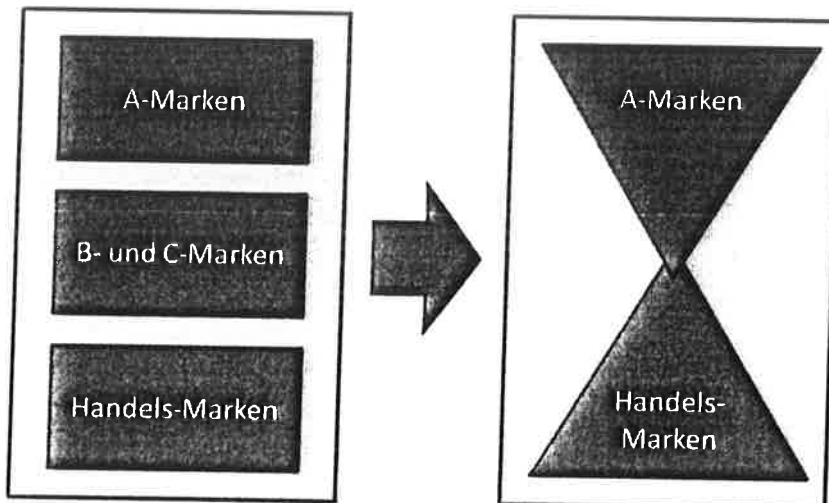
Verbraucherzeitschriften wie bspw. „Stiftung Warentest“ oder „Ökotest“ haben zudem ermittelt, dass Produkte der Handelsmarken qualitativ meistens zu vergleichbaren Ergebnissen wie Produkte von Eigenmarken kommen.

Im gleichen Zug gewinnen Premium-Brands (A-Marken) - die sich durch Zusatznutzen und große Marketing-Kampagnen multinationaler Hersteller auszeichnen – weitere Marktanteile hinzu. Diese Premium Brands oder A-Marken sind insbesondere im Bereich Duft und Dekorative Kosmetik erfolgreich.

Folgende Darstellung verdeutlicht die Entwicklung auf der Vermarktungsseite und die Kannibalisierung der sogenannten B- und C-Marken.

Historisches Marktmodell

Zukünftiges Marktmodell



So gewinnen A-Marken und Handelsmarken Marktanteile und werden mittelfristig überleben; B- und C-Marken werden hingegen kannibalisiert und gehen unter.

A-Marken müssen sich beim Konsumenten durch Investitionen in Werbung, Forschung & Entwicklung, Regale sowie Neuprodukte differenzieren und im Markt behaupten.

Handelsmarken differenzieren sich durch den günstigsten Preis. Das erfordert auf Herstellerseite die Verfolgung einer Strategie der Kostenführerschaft.

Die Marken der Dr. Scheller AG sind unzweifelhaft dem Segment der B- und C-Marken zuzuordnen und sind dementsprechend der Gefahr der Kannibalisierung bzw. der Gefahr von Marktanteilsverlusten ausgesetzt.

Das bestehende Marken- und Produktportfolio ist dementsprechend in der der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planung richtig berücksichtigt.

12. Ausschüttungsquote und Thesaurierung

Hinsichtlich der Ausschüttungsquote sind sich die Antragsteller uneinig. Mit unterschiedlichen Argumenten wenden sich einige Antragsteller gegen die angesichts der bisherigen Thesaurierung angeblich zu hohe Ausschüttungsquote (zu 13. Dinkel (S. 9), zu 31. Gneuß (S. 8), zu 8. Kalbitzer (S. 3), zu 1. SdK (S. 7)) während die Antragsteller zu 35. bis 39. Schubert (S. 4) den Ansatz eines Wertbetrags aus der Thesaurierung für die Detailplanung verlangen.

Tatsächlich hat Rölfs WP Partner AG die Ausschüttungsquote streng nach den Vorgaben des IDW S 1 berücksichtigt. Dort heißt es in den Randziffern 46 und 47:

„(46) Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, sind die Ausschüttungen der finanziellen Überschüsse [...] für die erste Phase der Planung [...] auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts [...] zu bestimmen. [...]

(47) Im Rahmen der zweiten Phase [...] wird grundsätzlich typisierend angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist [...]. [...]“

Dementsprechend ist Rölfs WP Partner AG für die erste Phase der Planung (sogenannte Detailplanungsphase) von der geplanten Ausschüttungspolitik der Dr. Scheller AG ausgegangen. Die Dr. Scheller AG hat seit dem Börsengang 1999 keine Ausschüttungen vorgenommen. Auch für die Jahre 2009 bis 2012 sind keine Ausschüttungen geplant, vielmehr sollen

Überschüsse zur Tilgung von Fremdkapital verwendet werden. Rölfs WP Partner AG durfte daher eine vollständige Thesaurierung unterstellen.

Für die zweite Planungsphase ist Rölfs WP Partner AG vom typisierten Ausschüttungsverhalten einer Alternativanlage ausgegangen.¹³ Bei der Annahme über das Ausschüttungsverhalten sollen gemäß IDW S 1 die Besonderheiten der Branche beachtet werden¹⁴. Nach Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel¹⁵ beträgt die durchschnittliche Dividendenausschüttungsquote im Zeitraum 1988 bis 2003 für den DAX rund 51% und für den MDAX rund 48%. Wir sind in der vorliegenden Bewertung ab 2013 daher von einer Dividendenausschüttungsquote in Höhe von 50% der ausschüttungsfähigen Gewinne ausgegangen.

13. Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern

Verschiedene Antragsteller (z.B. zu 10. und 11. Arendts (S. 22) und zu 12. Coriolix (S. 5)) rügen die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern, da eine Wiederanlage steuerlich negativ wäre und der besonderen Steuersituation der einzelnen Aktionäre nicht Rechnung trage.

Eine wesentliche Neuerung des IDW S1 i.d.F. 2008 besteht darin, dass er abhängig vom Bewertungsanlass zwischen mittelbarer und unmittelbarer Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner unterscheidet, mit der Folge, dass für bestimmte Bewertungsanlässe auch bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte eine Berechnung ohne die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner erfolgt.

Sowohl der IDW S1 i.d.F. 2008 wie auch der IDW S1 i.d.F. 2005 gehen von einer Wertrelevanz der Besteuerung der Anteilseigner aus. Im Rahmen der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts ist ein typisierender Steuersatz der Anteilseigner zu verwenden, der auch dann heranzuziehen ist, wenn die persönlichen steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bekannt sind. In Tz. 53 typisierte der IDW S1 i.d.F. 2005 den Ertragsteuersatz mit 35% (inkl. SolZ und ggfs. KiSt). Diese Typisierung ist mit Einführung der Abgeltungsteuer bei Einkünften aus Kapitalgesellschaften nicht mehr sachgerecht.

¹³ Vgl. *Großfeld/Stöver/Tönnies*, Neue Unternehmensbewertung, Special zu BB 2005, Heft 30, 2, 9 m.w.N.

¹⁴ Vgl. IDW S1, Tz. 37.

¹⁵ Vgl. Wagner et. al.: "Weiterentwicklung der Grundsätze der Unternehmensbewertung (IDW S 1)", WPg 2004, Nr. 17, 889-898.

Die **unmittelbare** Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner findet auf die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes Anwendung, die aufgrund gesellschaftsrechtlicher oder vertraglicher Vorschriften, insbesondere zur Ermittlung eines Abfindungsanspruchs bei Verlust von Eigentums- und Gesellschafterrechten (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 31 und 46) erforderlich wird. Bei der unmittelbaren Typisierung wird der objektiviert Unternehmenswert im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung aus der Perspektive einer inländisch unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt, d.h. unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner sowohl bei den abzustellenden Überschüssen als auch im Kapitalisierungszinssatz. Insbesondere sind bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften bei differenzierter Effektivbesteuerung von Dividenden und Veräußerungsgewinnen zusätzliche Annahmen, z.B. über den Zeitraum des Haltens der Unternehmensanteile (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz31, 44,46) erforderlich.

Auf Grundlage der Daten der Deutschen Bundesbank ergab sich bei Abschluss der Bewertungsarbeiten ein Basiszinssatz von rund 4,25% vor persönlichen Einkommensteuern. Da bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes die Ertragsteuerbelastung des typisierten Anteilseigners zu berücksichtigen ist, wird der so ermittelte Basiszinssatz um die pauschale Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,375% vermindert. Somit ergibt sich für die Jahre ab 2009 ein Basiszins nach persönlicher Einkommensteuer in Höhe von 3,13%.

Die Unternehmenssteuerreform 2008 führt bei der persönlichen Einkommensteuerbelastung eines typisierten Anteilseigners zu einer höheren Einkommensteuerquote auf Kapitaleinkünfte. Das Halbeinkünfteverfahren entfällt und Kursgewinne ab dem 1. Januar 2009 werden zusätzlich der Einkommensteuer (sog. Abgeltungssteuer) unterworfen. Im Rahmen des Abgeltungssteuersystems können durch Thesaurierung erzielte Wertbeiträge als Kursgewinne theoretisch nur bei unendlich langer Haltedauer steuerfrei vereinnahmt werden. In allen anderen Fällen unterliegen Kursgewinne ebenfalls der Abgeltungssteuer.

Da die nachhaltig prognostizierten finanziellen Überschüsse durch ihr Wachstum Kursgewinne verursachen, sind diese um eine entsprechende Veräußerungsgewinnbesteuerung zu reduzieren. Bei fiktiver Zurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstums ist daher sowohl das inflations- bzw. mengenbedingte Wachstum als auch der fiktiv zugerechnete Betrag

mit persönlichen Ertragsteuern zu belasten¹⁶, der im Rahmen der Unternehmenswertermittlung durch einen typisierten Ertragsteuersatz abgebildet wird. Dieser ergibt sich aus der hälftigen Abgeltungssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag und beträgt 13,2%¹⁷.

Auf Basis einer rückwirkende Anpassung der historischen Renditedaten um die aktuelle Unternehmens- und Einkommensteuerbelastung kann, im Vergleich zur bisherigen Marktrisikoprämie, eine geringere Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt werden, die als Orientierung für zukünftig zu erwartende Marktrisikoprämien nach Steuern herangezogen werden kann.

Auf Basis des aktuellen Erkenntnisstandes hinsichtlich der historischen und zukunftsgerichteten Wirkungszusammenhänge wurde für die Bewertung eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern in Höhe von 4,5% angesetzt, welche am unteren Ende der unter dem bisherigen Steuersystem anzusetzenden Marktrisikoprämien nach Steuern liegt.

14. Wachstumsabschlag

Eine Vielzahl der Antragsteller meinen, der Wachstumsabschlag sei mit 1 % zu niedrig angesetzt.

Eine Kapitalanlage in einem Unternehmen bietet –im Vergleich zu einer Anlage in festverzinsliche Wertpapiere – sowohl ein höheres Wachstumspotenzial als auch ein geringeres Maß an Sicherheit. Um den Vergleich mit festverzinslichen Wertpapieren zu ermöglichen, ist der Kalkulationszins in der ewigen Rente grundsätzlich um einen Wachstumsabschlag zu kürzen. Der Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt dabei die durch Preisänderungen hervorgerufenen Auswirkungen auf die finanziellen Ertragsüberschüsse, welche im Rahmen einer Nominalrechnung in der unendlich langen konstanten Rente der finanziellen Überschüsse nicht berücksichtigt sind.

Im Falle der Dr. Scheller AG konnte für die Kapitalisierung der detailliert geplanten Ergebnisse der Jahre 2009 bis 2012 bei der Ermittlung des Ertragswerts ein Wachstumsabschlag entfallen, da die Erträge und Aufwendungen nominal geplant worden sind.

¹⁶ Vgl. WP Handbuch 2008, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band 11, 13. Auflage, S.119, TZ.326.

¹⁷ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen: Zur Anwendung der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S1 i.d.F. 2008 in der Praxis, WPG 2008, Heft 16,731-747.

Für die Phase II (ab 2013 ff.) wurde ein Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszinssatz in Höhe von 1% angesetzt. Damit wird unterstellt, dass die der Gesellschaft entziehbaren Überschüsse unter Berücksichtigung der Entwicklung der Erträge und Kosten nachhaltig wachsen. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt sowohl von der Markt- und der Konkurrenzsituation als auch von der internen Kostenentwicklung ab. So können etwa Kostensteigerungen durch Rationalisierungsmaßnahmen aufgefangen oder je nach Marktposition an die Kunden weitergegeben werden. Kostensteigerungen können jedoch auch zu Gewinneinbußen führen, wenn der Markt die Weitergabe nicht ermöglicht und interne Maßnahmen zur Kostenreduzierung nicht (weiter) durchsetzbar sind.

Dabei wird der Preis- und Margendruck im Bereich dekorative Kosmetik im Planungszeitraum zunehmend stärker. Langfristig ist davon auszugehen, dass das erwartete nachhaltige Wachstum der Kosmetikbranche nicht über dem durchschnittlich erwarteten Wachstum der Unternehmensgewinne liegt, welche sich regelmäßig parallel zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum entwickeln.

Durch die massive Konjunkturverschlechterung im Zuge der weltweiten Finanzkrise sind die Prognosen des gesamtwirtschaftlichen Wachstums gemessen an der Wachstumsrate des BIP für das Jahr 2009 mit $-6,3\%$ und für das Jahr 2010 mit $-0,3\%$ (Schätzungen des ifo-Instituts vom Juni 2009) deutlich schlechter als in der Vergangenheit. Zwar ist langfristig mit einer Erholung zu rechnen, jedoch ist insbesondere das langfristige Wachstum des BIP durch die Unsicherheit einer Konjunkturprognose erschwert.

Berücksichtigt man den Verbraucherpreisindex in der Euro-Zone, so zeigt sich, dass sich dieser von 1990 bis 2008 um durchschnittlich $2,3\%$ jährlich erhöhte. Für die zukünftige Entwicklung ist eine Inflation in ähnlicher Größenordnung zu erwarten. Die Inflationsrate spiegelt jedoch lediglich die Entwicklung der Verbraucherpreise wider, während das Unternehmen auch anderen Preiseinflüssen unterliegt. Bei der Bewertung wurde davon ausgegangen, dass die Dr. Scheller AG mit dem im Jahre 2013 ff. bestehenden Unternehmenskonzept und den dann vorliegenden Produkten nur noch ein Teil der erwarteten Inflationsrate kompensieren kann. Für die Geschäftsjahre in der ewigen Rente ab 2013ff. wurde somit ein Wachstumsabschlag in Höhe von $1,0\%$ angesetzt.

Dieses Vorgehen wird zudem durch die empirische Entwicklung von Wachstumsraten bestätigt¹⁸. Widmann/Schieszl/Jeromin kommen in ihrer Analyse zu dem Schluss, dass in keinem der von ihnen festgelegten Konjunkturzyklen das Gewinnwachstum nur annähernd das Inflationsniveau erreichen konnte. Offenbar scheint jedoch ein zyklusübergreifender stabiler Zusammenhang zwischen Gewinnwachstum und Inflation zu bestehen: Das Gewinnwachstum beträgt in jedem der von den Autoren definierten Konjunkturzyklen rund 50% der Inflationsrate. Bei einer erwarteten Inflation von rund 2% ist ein Wachstumsabschlag von 1% angemessen.

15. Ewige Rente

Der Antragsteller zu 24. Nachtigall (S. 4), rügt, die ewige Rente sei nur verbal abgeleitet, ohne konkrete Planzahlen offenzulegen.

Folgende Darstellung veranschaulicht die verbalen Erläuterungen zur ewigen Rente und müsste dem Antragsteller nun ermöglichen, die ewige Rente abzuleiten:

	Ist	Rolling Forecast	Budget	Plan	Plan	Terminal Value
	2008	2009	2010	2011	2012	2013 ff.
		TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	92.457	99.500	87.000	93.141	102.456	103.481
Umsatzkosten	-54.575	-62.098	-49.969	-48.002	-51.969	-52.489
Bruttoergebnis vom Umsatz	37.882	37.402	37.031	45.139	50.487	50.992
Marketing- und Vertriebskosten	-28.311	-28.385	-29.145	-34.835	-39.100	-39.491
Allgemeine Verwaltungskosten	-11.193	-7.026	-5.063	-5.122	-5.499	-5.554
Sonstige Kostenpositionen						-44
Restrukturierungsaufwendungen	0	0	0	0	0	0
Operatives Ergebnis	-1.622	1.991	2.823	5.182	5.888	5.903
Sonstige betriebliche Erträge	1.226	360	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-531	0	0	0	0	0
Finanzergebnis	-2.332	-1.735	-761	-793	-899	-780
Ergebnis vor Steuern	-3.259	616	2.062	4.389	4.989	5.122

Auf S. 63 des Gutachtens der Röf's WP Partner AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft kann zudem die Ertragswertermittlung nachvollzogen werden.

Die Positionen „Umsatzerlöse“, „Umsatzkosten“, „Marketing- und Vertriebskosten“ sowie „Allgemeine Verwaltungskosten“ wachsen im Terminal Value um 1% (Wachstumsrate).

¹⁸ Vgl. Widmann/Schieszl/Jeromin in FinanzBetrieb 2003, S. 800ff., speziell S. 808 und 809.

Die „Sonstigen Kostenpositionen“ enthalten die normalisierten Abschreibungen („Reinvestitionsrate“) und die normalisierten Pensionsaufwendungen, da diese in der ewigen Rente nachhaltig nicht in derselben Höhe wie im letzten Jahr des Detailplanungszeitraums (2012) zu erwarten sind.

III. Kapitalisierung

1. Basiszinssatz nicht zu hoch

Zahlreiche Antragsteller beanstanden den angenommenen Basiszinssatz in Höhe von 4,25 % als zu hoch.

Die Aufgabe des Basiszinssatzes ist, die in der Unternehmensbewertung herangezogene risikofreie Alternativanlage festzulegen. Als risikofreie Anlagen werden in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand angesehen.¹⁹ Da die Dr. Scheller AG unter der Annahme einer zeitlich unbefristeten Lebensdauer bewertet wird, muss für die Alternativanlage ein Basiszinssatz gewählt werden, der einer zeitlich unbefristeten Anlage zumindest nahe kommt, da es keine „ewigen“ Anleihen gibt.²⁰ Um dies zu erreichen, wird der Durchschnittszinssatz anhand der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ermittelt. Dieses entspricht den Vorgaben des Arbeitskreises Unternehmensbewertung (AKU) des IDW.²¹ Die Zinsstrukturkurve ist danach anhand des sogenannten Svensson-Modells zu modellieren.²² Als Datenbasis dienen die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank.²³ Rölfs WP Partner AG ist wie hier beschrieben vorgegangen. Das Ergebnis eines Basiszinssatzes in Höhe von 4,25 % entspricht ferner den Empfehlungen des AKU zum Bewertungszeitpunkt und ist daher nicht zu beanstanden.²⁴

¹⁹ LG Bremen AG 2003, 214 ff.; LG München AG 2002, 563 ff.

²⁰ Vgl. OLG München NJOZ 2006, 3010, 3015.

²¹ 86. Sitzung am 29. Juni 2005, vgl. IDW-Fn Nr. 8/2005.

²² LG Frankfurt a. M. Beschluss vom 4.7.2006 – 3-5 O 52/05, S. 18; *Wüstemann* BB 2007, 2223, 2224.

²³ LG Frankfurt a. M. AG 2007, 42, 44.

²⁴ Zum Vergleich: Das LG Frankfurt a. M. Beschluss vom 4.7.2006 – 3-5 O 52/05, S. 20 hat für 2004 einen Basiszinssatz von 5,3 % angenommen; LG Dortmund, BeckRS 2007, 05697, S. 11 (2000: 6,0 %); OLG München NJOZ 2006, 3010, 3015 (2002: 6%); OLG München BeckRS 2006, 15208 (1995: 7,25%).

2. Risikozuschlag

a) Angemessenheit des (Tax-)CAPM-Modells

Eine Reihe von Antragstellern (z.B. zu 10. bis 12. Arendts (S. 13), zu 33. und 34. Engel (S. 4), zu 4. bis 6. Jaeckel (S. 7), zu 35. bis 39. Schubert (S. 5) und zu 40. und 41. Ulpian (S.3)) rügen, dass bei der Unternehmensbewertung überhaupt ein Risikozuschlag angesetzt wurde.

Tatsächlich empfiehlt die Unternehmensbewertung nach IDW S 1 die Verwendung eines Risikozuschlags:

„(100) Eine marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags kann insbesondere auf der Basis des Capital Asset Pricing Modell (CAPM) oder des Tax Capital Asset Pricing Modell (Tax-CAPM) vorgenommen werden. [...]“²⁵

Auch die jüngere Rechtsprechung – einschließlich des OLG Stuttgarts - hält Risikozuschläge auf Basis des CAPM als Ausgleich für die Übernahme des allgemeinen Unternehmensrisikos für sachgerecht.²⁶ Vorliegend wurde das Tax-CAPM verwendet. Danach wird der Risikozuschlag auf Basis zweier Faktoren ermittelt, nämlich der Marktisikoprämie und dem Betafaktor.²⁷ Dies entspricht auch der vorherrschenden Bewertungspraxis.

b) Risikozuschlag der Dr. Scheller AG

Der Risikozuschlag ergibt sich aus der Multiplikation der Marktisikoprämie (nachfolgend aa)) mit einem unternehmensspezifischen Beta (nachfolgend bb)).

²⁵ IDW S 1 Rz. 100.

²⁶ OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274; OLG Düsseldorf, Der Konzern 2003, 546 (554); ähnlich LG München I AG 2002, 563, 566; LG Bremen AG 2003, 214, 215; LG Düsseldorf, Beschl. v. 28. Februar 2003 - 40 O 175/00, S. 4.

²⁷ Vgl. LG München I AG 2002, 563, 566.

aa) **Marktrisikoprämie**

Viele Antragsteller beanstanden, die Marktrisikoprämie sei mit 4,5 % nach Steuern überhöht.²⁸

Die sogenannte Marktrisikoprämie dient dazu, die Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren mit der in Aktien vergleichbar zu machen, da letztere mit höheren Risiken behaftet ist. Risikoprämien lassen sich aus den empirisch ermittelten Renditen von Aktien mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen ermitteln. In der Bewertungstheorie und -praxis herrscht Einigkeit, dass Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden. Persönliche Einkommensteuern finden Berücksichtigung im so genannten Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und Risikozuschlags erweitert.

Zahlreiche langjährige Untersuchungen internationaler Kapitalmärkte haben gezeigt, dass Anlagen in Aktien historisch höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikolose Anlageformen. Für den deutschen Kapitalmarkt lässt sich auf Basis der Untersuchungen von Stehle für das bis Ende 2007 in Deutschland gültige Steuersystem eine arithmetisch ermittelte Nachsteuer-Marktrisikoprämie von rund 6,7% nach Steuern nachweisen. Nach der Unternehmenssteuerreform 2008 sind die steuerlichen Änderungen auf Unternehmens- und Anteilseignerebene bei Ermittlung der zukünftigen Nachsteuer-Marktrisikoprämie zu berücksichtigen.

Die Unternehmenssteuerreform 2008 führt bei der persönlichen Einkommensteuerbelastung eines typisierten Anteilseigners zu einer höheren Einkommensteuerquote auf Kapitaleinkünfte, das Halbeinkünfteverfahren entfällt und Kursgewinne ab dem 1. Januar 2009 werden zusätzlich der Einkommensteuer (sog. Abgeltungsteuer) unterworfen werden. Im Rahmen des Abgeltungssteuersystems können durch Thesaurierung erzielte Wertbeiträge als Kursgewinne theoretisch nur bei unendlich langer Haltedauer steuerfrei vereinnahmt werden. In allen anderen Fällen unterliegen Kursgewinnen ebenfalls der Abgeltungssteuer.

Da die nachhaltig prognostizierten finanziellen Überschüsse durch ihr Wachstum Kursgewinne verursachen, sind diese um eine entsprechende Veräußerungsgewinnbesteuerung zu

28

reduzieren. Bei fiktiver Zurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstums ist daher sowohl das inflations- bzw. mengenbedingtes Wachstum als auch der fiktiv zugerechnete Betrag mit persönlichen Ertragsteuern zu belasten²⁹, der im Rahmen der Unternehmenswertermittlung durch einen typisierten Ertragsteuersatz abgebildet wird. Dieser ergibt sich aus der hälftigen Abgeltungssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag und beträgt 13,2%³⁰.

Unter Berücksichtigung des typisierten Ertragsteuersatzes und des aktuellen Erkenntnisstandes hinsichtlich der historischen und zukunftsgerichteten Wirkungszusammenhänge wurde für die Bewertung eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern in Höhe von 4,5% angesetzt, welche am unteren Ende der unter dem bisherigen Steuersystem anzusetzenden Marktrisikoprämien nach Steuern liegt.

Das OLG Stuttgart hält eine Marktrisikoprämie von 4,5% generell für angemessen.³¹ Kürzlich hat es sogar eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als angemessen akzeptiert.³² Auch das IDW hält eine Marktrisikoprämie nach Steuern in dieser Größenordnung für angemessen.³³

Anhaltspunkte dafür, dass sich die durch empirische Studien in der Vergangenheit belegten Marktrisikoprämien zukünftig nach unten ändern, existieren nicht. Die Antragsgegnerin hat die Marktrisikoprämie mit 4,5 % zutreffend unterstellt und bleibt sogar am unteren Ende der empfohlenen Bandbreite. Würde man - wie einige Antragsteller fordern - eine niedrigere Marktrisikoprämie ansetzen, wäre das Risiko der Aktienanlage nicht hinreichend abgebildet.

²⁹ Vgl. WP Handbuch 2008, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band 11, 13. Auflage, S.119, TZ. 326.

³⁰ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen: Zur Anwendung der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S1 i.d.F. 2008 in der Praxis, WPG 2008, Heft 16, 731-747.

³¹ OLG Stuttgart, AG 2007, 596, 599

³² OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274.

³³ Vgl. Sitzungsbericht der 84. Sitzung des AKU.

bb) Richtiger Betafaktor

Viele Antragsteller beanstanden überdies die Ermittlung des Betafaktors.

Teilweise wenden sie sich schon gegen die Heranziehung einer Peer-Group anstelle der Ermittlung eines eigenen Betas, teilweise wenden sie sich gegen die Zusammensetzung der Peer Group.

Der Betafaktor dient dazu, das individuelle Risiko des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt wiederzugeben. Ein Betafaktor größer als 1 bedeutet, dass die Kapitalanlage in dem zu bewertenden Unternehmen im Vergleich zum Gesamtmarkt ein überdurchschnittliches Risiko bietet. Bei einem Betafaktor unter 1 besteht im Vergleich zum Gesamtmarkt ein geringeres Risiko.

Unter der Voraussetzung, dass die Aktie der Dr. Scheller AG frei handelbar ist, ist es möglich, den unternehmensindividuellen Betafaktor zu schätzen. Zwar wurde die Aktie faktisch nicht mehr gehandelt, dennoch kann der Betafaktor der Dr. Scheller AG grundsätzlich für einen 2- und 5-Jahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P., New York/USA ("Bloomberg") ermittelt werden. Die beobachteten Betafaktoren der Dr. Scheller AG, gemessen gegen den CDAX für einen 2-Jahreszeitraum auf wöchentlicher Basis, lagen im Zeitraum von November 2007 bis November 2009 bei 0,80. Dieser Wert ist jedoch statistisch nicht signifikant. Für einen längeren Zeitraum von fünf Jahren ergibt sich ebenfalls ein Betafaktor von 0,80.

Der Betafaktor der Dr. Scheller AG ist bei der vorliegenden Unternehmensbewertung jedoch kein angemessenes Risikomaß für die Ermittlung des Unternehmenswertes der Dr. Scheller AG. Grund ist, dass der Börsenkurs der Dr. Scheller AG seit dem Übernahmeangebot von Kalina im April 2007 nicht mehr das Risikomaß der Dr. Scheller AG widerspiegelt. Zudem wurde aufgrund des Delistings in den letzten 2 Jahren nahezu kein Handel mehr mit Aktien der Dr. Scheller AG betrieben. In den letzten 3 Monaten vor Abschluss der Bewertungsarbeiten wurde lediglich an acht Börsentagen Handel betrieben, an denen die Aktie zudem starke Kurssprünge aufweist. Somit reflektiert der Betafaktor nicht das operative Geschäftsrisiko der Gesellschaft. Vielmehr findet die spezifische Risikostruktur keine Berücksichtigung mehr im Börsenkurs.

Rölfs WP Partner AG hat den Betafaktor daher auf Basis einer Reihe von der Dr. Scheller AG vergleichbaren Unternehmen ermittelt.³⁴ Bei der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen ist es von größter Bedeutung, einen Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche bzw. der gleichen Produkt- und Marktstruktur heranzuziehen. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist jedoch in der Regel nicht möglich und auch nicht erforderlich. Allerdings sollten die künftig erwartenden Einzahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitestgehend korrespondierenden operativen Risiko unterliegen.

Bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen wurden diejenigen Unternehmen in die Vergleichsgruppe aufgenommen, deren Geschäftsmodell eine bestmögliche Vergleichbarkeit mit der Dr. Scheller AG sicherstellen. Dabei wurden überwiegend Unternehmen im Bereich dekorative Kosmetik unter Berücksichtigung der Größe und des Produktprogramms ausgewählt. Auf der Basis der uns vorliegenden Informationen von Vergleichsunternehmen wurden 10 Peer Group Unternehmen identifiziert, die mit der Dr. Scheller AG am besten vergleichbar sind.

Empirisch am Markt gemessene Beta-Faktoren spiegeln das historische Kapitalstruktur-Risiko wider. Da für die Unternehmensbewertung aber der im Planungszeitraum zu erwartende Verschuldungsgrad der Gesellschaft maßgeblich ist, muss zunächst das historische Kapitalstrukturrisiko bereinigt werden, um unverschuldete Beta-Faktoren zu erhalten (sog. "Unlevering"). In einem nächsten Schritt muss das unverschuldete Beta auf die zukünftige Kapitalstruktur der Dr. Scheller AG angepasst werden (sog. "Relevering").

Die um das Kapitalstrukturrisiko bereinigten Betafaktoren der Peer Group Unternehmen und der daraus abgeleitete arithmetische Mittelwert sind nachfolgender Tabelle zu entnehmen:

³⁴ Den Branchendurchschnittswert zur Ermittlung des Betafaktors zog auch das LG München I AG 2002, 563, 566 heran.

Unternehmen	Unlevered Beta
L'OREAL	0,66
BEIERSDORF AG	0,63
PROCTER & GAMBLE CO	0,55
ALBERTO-CULVER CO	0,77
ESTEE LAUDER COMPANIES-CL A	0,94
SHISEIDO CO LTD	0,79
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	0,58
HENKEL AG & CO KGAA VORZUG	0,58
AVON PRODUCTS INC	0,73
ELIZABETH ARDEN INC	0,66
Mittelwert	0,69

Anschließend wurde der unverschuldete Betafaktor anhand der sich aus der Planungsrechnung ergebenden zukünftigen Finanzierungsstruktur und des Verschuldungsgrads wieder periodenspezifisch in verschuldete Kapitalkosten zurückgerechnet. Diese sind nachfolgender Tabelle zu entnehmen:

	2009	Phase I			Phase II
		2010	2011	2012	(2013 ff.)
Unverschuldeter Betafaktor	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Netto-Finanzverbindlichkeiten zum 1.1.	5.868	2.089	4.034	1.680	0
Verschuldungsgrad	0,132	0,048	0,083	0,032	0,000
Beta Faktor	0,78	0,72	0,75	0,71	0,69

Sämtliche Berechnungen der Rölfs WP Partner AG basieren auf Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg.

Abschließend sei hier noch angemerkt, dass die Antragsteller sich hinsichtlich der relativen Stellung der Dr. Scheller AG selbst widersprechen: Während bei der Umsatz- und Ertragsplanung noch die angeblich besonders starke Marktstellung betont wird, soll die Gesellschaft beim Betafaktor trotzdem keine Peer Group mit renommierten Unternehmen bilden können. Beides kann unmöglich gleichzeitig richtig sein! Ebenso widersprüchlich ist der Verweis einiger Antragsteller (zu 1. SdK (S. 8), zu 7. Seemann (S. 3)) darauf, dass die Dr. Scheller AG eine abhängige Gesellschaft sei, so dass ein geringeres Risiko anzunehmen sei. Es wird nicht dargelegt, wie sich die Abhängigkeit konkret risikominimierend auswirken soll. Gleichzeitig unterstellt dieselbe Antragstellerin (zu 1. SdK) der Antragsgegnerin allerlei Manipulationen und Verschiebungen zu Lasten der Dr. Scheller AG (s.o. A.II.2.). Wenn das richtig wäre, müsste es sich sogar risikoerhöhend auswirken!

cc) **Gesamthöhe des Risikozuschlags**

Eine Reihe von Antragstellern wendet sich auch direkt gegen das Ergebnis aus Marktrisikoprämie und Betafaktor, also den resultierenden Risikozuschlag. Teilweise kritisieren sie dabei auch den IDW S1 Standard im Allgemeinen sowie verschiedene wissenschaftliche Studien.

In der Tat hat die Rechtsprechung in der Vergangenheit teilweise niedrigere Risikozuschläge akzeptiert. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Unternehmensbewertungen noch auf der Basis der Stellungnahme HFA 2/1983 erfolgt waren, die im Jahr 2000 von IDW S1 abgelöst wurde. Nach HFA 2/1983 waren sog. unternehmensspezielle Risiken bereits bei der Ermittlung der zukünftigen Überschüsse zu berücksichtigen. Damit schied für solche Risiken ein Zuschlag zum Basiszinssatz aus. IDW S1 sieht dem gegenüber im Vergleich zur früheren Vorgehensweise wegen der Probleme einer eindeutigen Abgrenzung keine (Teil-)Berücksichtigung der Risiken im Ertrag mehr vor, sondern berücksichtigt das gesamte Risiko beim Risikozuschlag, der deshalb deutlich höher anzusetzen ist. Rölfs WP Partner AG hat keinen Abschlag von den Planzahlen vorgenommen, so dass es zu einem höheren Risikozuschlag käme. Dabei hat Rölfs WP Partner AG die Risiken selbstverständlich nicht doppelt (d.h. in den Planzahlen und im Risikozuschlag) berücksichtigt. Dies entspricht der gängigen Praxis der Unternehmensbewertung. In der jüngeren Vergangenheit sind daher höhere Risikoprämien die Regel. Das OLG Düsseldorf hält eine Marktrisikoprämie in Deutschland innerhalb zwischen 4 % und 6 % für angemessen.³⁵

3. Sensitivitätsanalyse

Eine Reihe von Antragstellern (z.B. zu 23. Exchange Investors (S. 8)) beruft sich zu Unrecht auf die Sensitivitätsanalyse auf S. 44 f. des Übertragungsberichts und will deren Werte ansetzen.

Der Übertragungsprüfer verweist im Prüfungsbericht explizit darauf, dass die durchgeführten Sensitivitätsüberlegungen und die dabei ermittelten rechnerischen Werte lediglich zu Informationszwecken der abzufindenden Minderheitsaktionäre dienen. Die ermittelten rechnerischen Werte sind explizit **nicht** dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich eine ange-

³⁵ OLG Düsseldorf AG 2003, 329 ff.

messene Barabfindung darstellen; sie stünden dann ja auch im Widerspruch zum Prüfungsurteil der Ebner Stolz Mönning Bachem Prüfungsgesellschaft.

Selbst wenn man diesen Werten eine Aussagekraft für den konkreten Wert je Aktie zusprechen sollte, warum dann nicht dem niedrigen dort ermittelten Wert von € 6,14?

IV. Sonstige Effekte

1. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen richtig ermittelt

a) Grundsätzliches

Entgegen der Beanstandungen der Antragsteller wurde das nicht betriebsnotwendige Vermögen richtig ermittelt. Tatsächlich gibt es außer der angesetzten Kaufpreisrate kein nicht-betriebsnotwendiges Vermögen der Dr. Scheller AG. Gemäß IDW S 1 wird nicht-betriebsnotwendiges Vermögen wie folgt definiert:

„(67) Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig auch über nicht-betriebsnotwendiges Vermögen. Solche Vermögensteile können frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium).“

Im Falle der Dr. Scheller AG sind sämtliche anderen Vermögenswerte, wie etwa das gezeichnete Kapital, Kapitalrücklagen und liquide Mittel für das Erreichen des Unternehmenszwecks erforderlich. Im Verbund mit der übrigen betriebsnotwendigen Substanz dienen sie der Erzielung von finanziellen Überschüssen. Dies gilt auch, weil Vermögenswerte, die üblicherweise nicht betriebsnotwendiges Vermögen wären, als Sicherheit für Fremdkapital dienen.

Substantiierte Rügen hierzu bringen die Antragsteller kaum vor. Es genügt keinesfalls, das Fehlen weiteren Vermögens mit Nichtwissen zu bestreiten (so aber z.B. die Antragsteller zu 3. bis 6. Jaeckel (S. 10)).

b) Liquide Mittel

Die Antragsteller zu 21. Wiederhold (S. 4) , zu 13. Dinkel (S. 17.), zu 33. und 34. Engel (S. 4) und zu 42. Weitz (S. 3) behaupten, die liquiden Mittel seien nicht betriebsnotwendig, weil diese angestiegen seien.

Die Dr. Scheller AG verfügt über liquide Mittel, die geringer sind als gleichzeitigen Verbindlichkeiten. Daher wäre eine Ausschüttung der liquiden Mittel unplausibel. Ein Mindestmaß an liquiden Mitteln wird vielmehr für den gewöhnlichen Geschäftsverlauf benötigt und ist somit betriebsnotwenig. Andernfalls müssten sämtliche Auszahlungen fremdfinanziert werden, was aufgrund der Zinsbelastung sogar zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen würde.

c) Kaufpreisrate Weckerle

Zutreffend hat die Antragsgegnerin lediglich die zweite Kaufpreisrate gegen die Weckerle Cosmetics Eislingen GmbH im Zusammenhang mit dem Projekt Smart Beauty in Höhe von € 5,4 Mio. als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt. Da diese Rate erst am 1. November 2010 fällig wird, wurde sie mit dem gleichen Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert, was zu einem Betrag von € 5,121 Mio. führt. Dies ist auf S. 70 f. des Übertragungsberichts ausführlich dargestellt. Da es sich um eine – abgesehen von der Diskontierung – zum Nominalwert angesetzte Geldforderung handelt, bleibt es das Geheimnis der Antragsteller zu 3. bis 6. Jaeckel (S. 9), welche weitere Erhellung hier noch erforderlich sein soll. Entgegen ihrer Behauptung wurde der fragliche Verkauf nicht mit einer Gesellschaft aus dem Konzern der Antragsgegnerin abgeschossen, sondern mit der Weckerle Cosmetics Eislingen GmbH, die mit der Antragsgegnerin in keinerlei Verbindung steht und schon gar nicht deren Strohmann ist. Der Kaufpreis ist also ein echter Marktpreis. Hätte die Antragsgegnerin ihn nach unten beeinflusst, hätte sie also v.a. sich selbst geschadet. Die zweite Kaufpreisrate ist auch nach dem Vertrag bis zu ihrer Auszahlung nicht verzinslich.

Bei alledem handelt es sich entgegen der Behauptung der Antragsteller zu 3. bis 6. Jaeckel nicht etwa um Geheiminformationen. Über den fraglichen Kaufvertrag hat die Hauptversammlung der Dr. Scheller AG am 28. April 2009 abgestimmt. Der gesamte Vertragstext wurde in der entsprechenden Einladung im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht. Dort ist auch nachzulesen, dass es keine weitere Kaufpreisrate mehr gibt, über die die Antragsteller zu 35. bis 39 Schubert (S. 5) spekulieren. Ebenso ist dort die Höhe der bereits vor dem Bewertungsstichtag bezahlten ersten Kaufpreisrate enthalten, die aber im Gegensatz zu

den Ausführungen dieser Antragsteller völlig unerheblich ist: Es handelt sich um ein Geschäft mit Dritten, das insoweit schon abgewickelt ist; ein Bewertungseinfluss ist nicht ersichtlich.

Ebenso wenig ist ersichtlich, warum der Antragsteller zu 13. Dinkel (S. 4.) hier Angaben zur Aktivierung oder Verschiebung stiller Reserven beim Verkauf vermisst. Da die Wirtschaftsgüter nicht mehr vorhanden sind, können sich dahinter auch keine stillen Reserven mehr verbergen. Da die Produktion insgesamt veräußert wurde, konnten auch keine stillen Reserven in andere Aktive „verschoben“ werden.

d) Eigenkapital

Das gezeichnete Kapital ist gemäß § 272 Abs. 1 HGB auf die Haftung der Gesellschafter für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft gegenüber Gläubigern beschränkt. Es kann nicht um Entnahmen, Gewinngutschriften, Verluste und Ähnliches verringert werden. Insbesondere kommt eine Ausschüttung an Aktionäre nicht in Frage.

Schließlich durfte auch die Kapitalrücklage entgegen der Ansicht der Antragsteller zu 33. und 34 Engel und zu 42. Weitz (jeweils S. 3) gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB nicht berücksichtigt werden. Diese kann nämlich nur dann jederzeit und unbegrenzt aufgelöst werden, wenn sie aus anderen Zuzahlungen, die Gesellschafter in das Eigenkapital geleistet haben, gebildet wurde. Die Kapitalrücklage der Dr. Scheller AG enthält jedoch das Agio aus dem Börsengang im Jahr 1999. Sie fällt damit unter § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB. Eine Auflösung der Rücklagen ist nur möglich, wenn die gesetzliche Rücklage oder Kapitalrücklage gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 1 - 3 HGB zusammen 10 % (oder einen satzungsmäßig bestimmten höheren Teil) des Grundkapitals ausmachen und auch dann nur in folgenden Fällen: Ausgleich eines Jahresfehlbetrags, Ausgleich eines Verlustvortrags und Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Keiner der vorgenannten Fälle liegt im Falle der Dr. Scheller AG vor, so dass eine Ausschüttung der Kapitalrücklage an die Aktionäre unzulässig wäre.

e) Grundstücke

Der Antragsteller zu 21. Wiederhold (S. 4) behauptet ins Blaue, nicht alle Grundstücke und Bauten könnten aufgrund ihrer hohen Anschaffungskosten betriebsnotwendig sein. Diese Äußerung ist unsachgemäß. Zudem beruft sich der Antragsteller auf Anschaffungskosten der Grundstücke und Bauten zum 31. Dezember 2008 in Höhe von ca. 25,8 Mio. €.

Tatsächlich befinden sich zum Zeitpunkt der Bewertung lediglich noch Grundstücke und Gebäude mit Anschaffungskosten in Höhe von rd. 11 Mio. € in den Büchern, mit einem Restbuchwert in Höhe von lediglich rd. 5 Mio. €.

Entgegen der Beanstandungen des Antragstellers wurde das betriebsnotwendige Vermögen richtig ermittelt. Tatsächlich gibt es außer der zweiten Kaufpreisrate kein nicht-betriebsnotwendiges Vermögen der Dr. Scheller AG.

Gemäß IDW S 1 wird nicht-betriebsnotwendiges Vermögen wie folgt definiert:

„(67) Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig auch über nicht-betriebsnotwendiges Vermögen. Solche Vermögensteile können frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium).“

Im Falle der Dr. Scheller AG sind die noch vorhandenen Grundstücke und Immobilien allesamt für das Erreichen des Unternehmenszwecks erforderlich. Im Verbund mit der übrigen betriebsnotwendigen Substanz dienen sie der Erzielung von finanziellen Überschüssen.

f) Auswirkungen

Abschließend sei noch darauf hingewiesen, dass eine Erhöhung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens gegenüber den Ansätzen der Antragsgegnerin nicht unbedingt zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts führen würde. Schließlich stünde dieses Vermögen dann nicht mehr zur Generierung von Umsatz und Ertrag zur Verfügung, so dass der Ertragswert parallel sinken dürfte.

2. Keine zusätzliche Verzinsung

Die Antragsteller zu 18. und 19. Jännert und Signum (jeweils S. 4) fordern eine zusätzliche Verzinsung, weil die Eintragung des Übertragungsbeschlusses angeblich lange Zeit nach der Festlegung der Bewertung erfolgte. Diese Forderung überrascht.

Für die Geltendmachung von Zinsansprüchen ist das Spruchverfahren nicht einmal die richtige Verfahrensart, da es hier nur um die Festlegung der Abfindung geht, nicht um die Verzinsung, die im Wege der individuellen Leistungsklage geltend zu machen wäre.³⁶

Aber auch in der Sache ist das Verlangen verfehlt:

Schon die Behauptung, ein langer Zeitraum sei vergangen, ist unzutreffend. Eine Eintragung des Übertragungsbeschlusses vom 22. Dezember 2009 ins Handelsregister am 18. Februar 2010 ist sogar ganz außergewöhnlich früh. Das war hier deswegen möglich, weil keine Anfechtungsklagen erhoben wurden. Eine noch frühere Eintragung wäre faktisch beinahe unmöglich, da nach §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 5 und 6 AktG die einmonatige Anfechtungsfrist abzuwarten ist.

Vor allem ist aber die abschließende Verzinsungsregelung in § 327b Abs. 2 AktG zu beachten, die auf die Bekanntmachung der Handelsregistereintragung abstellt. Diese Regelung ist auch sinnvoll, da die Aktionäre erst durch die Eintragung ihre Aktien verlieren und damit einen Anspruch auf die Abfindung erwerben. Eine Verzinsung für einen davor liegenden Zeitraum, in dem die Aktionäre ihre Mitgliedschaft noch voll innehaben, wäre wirtschaftlich widersinnig.

3. Kein Aufschlag auf die Bewertung für „Integritätsinteresse“

Noch kreativer ist der Antragsteller zu 13. Dinkel (S. 15 ff.), der analog zur Kfz-Versicherung einen Aufschlag von 30 % für sein Integritätsinteresse bzw. immaterielle Schäden verlangt. Basis dafür soll sein, dass Aktienpreise erfahrungsgemäß immer weiter steigen.

Diese Forderung hat keinerlei rechtliche Grundlage und ist ökonomisch nicht auch nur ansatzweise nachvollziehbar. Die Antragsgegnerin bittet um einen gerichtlichen Hinweis, falls das Gericht weiteren diesseitigen Vortrag hierzu für erforderlich hält.

³⁶ OLG Hamburg, DB 2001, 2641; *Puszkajler*, in: Riegger/Wasmann, Kölner Kommentar zum SpruchG, 2005, § 11 Rn. 15.

V. Börsenkurs

Auch die Rügen der Antragsteller hinsichtlich der Berücksichtigung des Börsenkurses der Dr. Scheller AG überzeugen nicht. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts³⁷ bildet der Börsenwert der einzelnen Aktie die untere Grenze der Barabfindung.

Das gilt aber natürlich nur dann, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert widerspiegelt, den Aktionären also durch den Übertragungsbeschluss die Möglichkeit zur Deinvestition zu diesem Kurs genommen wird. Vorliegend ist der Börsenkurs nach diesen Kriterien nicht maßgeblich. Um dies zu untersuchen, ist zunächst der maßgebliche Referenzzeitraum festzulegen (1.), um dann in diesem konkreten Zeitraum die Aussagekraft des Börsenkurses zu untersuchen (2.), wie es auch im Übertragungsbericht auf S. 72 ff. dargestellt ist

1. Maßgeblicher Referenzzeitraum

Zwar der Bundesgerichtshof in einem Beschluss aus dem Jahre 2001³⁸ von einem maßgeblichen Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung aus. Mittlerweile lassen aber zahlreiche Obergerichte und die ganz herrschende Ansicht in der Literatur den Referenzzeitraum mit Bekanntgabe der Strukturmaßnahmen enden.³⁹ Das ist richtig, da der Börsenkurs ab Bekanntgabe der beabsichtigten Maßnahme manipulationsanfällig ist. Es bestünde dann die Gefahr, dass das Angebot von einem Börsenkurs abhängig gemacht wird, der sich wiederum an der Höhe des Angebots orientiert.⁴⁰

Dem hat sich nun auch der Bundesgerichtshof mit Beschluss vom 19. Juli 2010 (II ZR 18/09) unter Aufgabe seiner alten Rechtsprechung angeschlossen. Er stellt nun ebenfalls auf die drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme ab.⁴¹ Die dort beschriebene Ausnahme einer viel früheren Ankündigung liegt hier nicht vor, da die Ankündigung zusammen mit der Einladung zur Hauptversammlung erfolgte.

³⁷ NJW 1999, 3769 ff.

³⁸ NJW 2001, 2080 ff.

³⁹ OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 304 f.; OLG Düsseldorf, WM 2009, 2271, 2273 ff.;- KG Berlin NZG 2007, 71, 72; vgl. auch BVerfG NJW 2007, 828, 829; In der Literatur z.B. Hüffer, AktG, 9. Aufl., 2010, § 305 Rn. 24e; Wasmann, BB 2007, 680 ff.; Pluskat, NZG 2008, 365 ff.; Wilsing/Goslar, EWiR 2007, 225; Kocher/Widder, Der Konzern 2007, 351 ff.

⁴⁰ Vgl. bereits Meilicke/Heidel, in: DB 2001, 973, 975.

⁴¹ ZIP 2010, 1487 ff.

2. Kein relevanter Börsenkurs im Referenzzeitraum

In dem so festgelegten Referenzzeitraum war der Börsenkurs für die Unternehmensbewertung nicht relevant.

a) Bloße Freiverkehrsnotierung

Zunächst ist festzuhalten, dass eine Börsennotierung in diesem Zeitraum überhaupt nur noch im Freiverkehr bestand, nicht mehr im regulierten Markt. Selbst im Freiverkehr fand die Notierung nicht in den dortigen sog. Qualitätssegmenten statt, sondern ohne weiteres Zutun der Dr. Scheller AG lediglich in den Eingangssegmenten, die weder gesetzlich noch von den Börsen in größerem Umfang reglementiert sind noch in vergleichbarem Umfang überwacht werden. Schon das lässt die Aussagekraft solcher Kurse höchst zweifelhaft erscheinen. Für Einzelheiten wird auf S. 76 f. des Übertragungsberichts verwiesen. Entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 5. und 6. Jaeckel ist es auch nicht widersprüchlich, wenn sich die Antragsgegnerin auf diesen Umstand beruft, weil sie ihn selbst durch das Delisting herbeigeführt habe. Das Delisting erfolgte zur Kostenersparnis im Interesse der Dr. Scheller AG durch einen Antrag des Vorstands aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses, dessen Rechtmäßigkeit inzwischen auch der BGH bestätigt hat.⁴² Im Rahmen des Delisting hat die Antragsgegnerin ein Barangebot an die Minderheitsaktionäre herausgelegt, das Gegenstand eines eigenen Spruchverfahrens ist. Mit diesem Angebot ist die Einschränkung des Börsenhandels voll abgefunden. Aktionäre, die dieses Angebot nicht angenommen haben, entschieden sich bewusst für ein Verbleiben in der Gesellschaft und nahmen damit die resultierenden Nachteile in Kauf. Ein Einfluss auf die Bewertung im Rahmen des Übertragungsbeschlusses ist daher nicht ersichtlich.

Nach einer Entscheidung des OLG Düsseldorf⁴³ muss bei einer reinen Freiverkehrsnotierung von Aktien gesondert festgestellt werden,

„ob bei ihnen gleichwohl ein so liquider Börsenhandel stattfindet, dass die dabei erzielten Börsenpreise auch den Verkehrswert widerspiegeln.“ (Hervorhebung diesseits)

⁴² Beschluss vom 7.12.2009, DStR 2010, 609 f. (m. Anm. Goette).

⁴³ AG 2008, 498.

Diese Feststellung ist nach den auf S. 75 f. des Übertragungsberichts dargestellten Handelsdaten vorliegend nicht möglich.

b) Marktmenge, geringer Handel, Kurssprünge

In den fraglichen drei Monaten fand nur an sechs Handelstagen überhaupt ein Handel statt. Im ganzen Zeitraum wurden dabei lediglich 1.231 Stücke gehandelt, was 0,02 % des Aktienkapitals und 0,9 % des Streubesitzes entspricht.

Gleichzeitig schwankte der Kurs zwischen € 7,20 und € 9,10, der Höchstkurs lag also um mehr als 26 % über dem Tiefstkurs. Wie die Grafik auf S. 75 des Übertragungsberichts zeigt, folgten diese Höchst- und Tiefstkurse unmittelbar aufeinander.

Der als Ausdruck der gesetzgeberischen Wertung als Mindestanforderung maßgebliche § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO lässt es für eine Unmaßgeblichkeit des Börsenkurses schon genügen, wenn an weniger als einem Drittel der Handelstage ein Handel stattfindet und die Kursabweichungen mehr als 5 % betragen.

Derartige Kurse sind irrelevant, nicht nur aufgrund der gesetzgeberischen Wertung in § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO, sondern auch schlicht nach den wirtschaftlichen Realitäten:

- Die Minderheitsaktionäre können bei dieser geringen Handelsaktivität nicht über die Börse deinvestieren – und schon gar nicht zu diesem Preis: Meistens werden sie gar keinen Käufer finden. Selbst das Anbieten kleiner Pakete drückt den Kurs ganz erheblich.
- Die Überzeugungskraft von Börsenkursen resultiert daraus, dass sie die Einschätzungen einer Vielzahl gut informierter Marktteilnehmer widerspiegeln, was zu einer gewissen Richtigkeitsvermutung führen mag. Wie die Handelszahlen zeigen, gab es hier aber keinen Markt mehr, dessen Einschätzung relevant sein könnte.

c) Kein Informationsungleichgewicht

Die Antragsteller zu 10. und 11. Arendts (S. 22 f.) und zu 12. Coriolix (S. 21 f.) wollen aus einer angeblichen Informationsasymmetrie zugunsten des Hauptaktionärs herleiten, dass der Börsenkurs einer abhängigen Gesellschaft sogar immer unter dem wahren Wert liege. Einen solchen wirtschaftlichen Erfahrungssatz gibt es nicht. Im Gegenteil investieren viele Anleger

gerade in solche Gesellschaften, weil sie auf attraktive Abfindungsangebote bei Strukturmaßnahmen hoffen.

Entgegen der Antragstellerin zu 1. SdK (S. 9 f.) gibt es auch keine „Prämie für Informationsdefizite“ des Marktes. Zwar verfügen die Marktteilnehmer in der Tat über weniger Informationen als das Unternehmen selbst. Die Antragstellerin verkennt aber, dass dieser Umstand zu Fehlbewertungen in beide Richtungen führen kann, insbesondere also auch zu einem zu hohen Börsenkurs, wenn dem Markt Risiken nicht bekannt sind oder Chancen überbewertet werden. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen findet, eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren statt. Verallgemeinernde Aufschläge auf den Börsenkurs verbieten sich daher. Das gilt umso mehr, wenn der Börsenkurs wie vorliegend gar nicht aussagekräftig ist.

Schließlich hat der BGH⁴⁴ ausdrücklich das Recht des Hauptaktionärs hervorgehoben, den Zeitpunkt des Ausschlusses mit allen sich für die Bewertung ergebenden Konsequenzen frei zu bestimmen.

D. Zusammenfassung

Viele der seitens der Antragsteller vorgebrachten Rügen sind unsubstantiiert. Soweit den Antragstellern substantiiertes Vortrag gelingt, gibt er keinen Anlass, an der Richtigkeit des Übertragungsberichts und des Prüfungsberichts zu zweifeln. Die Berichte leiden weder an formellen noch an materiellen Mängeln. Die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens im Spruchverfahren kann daher unterbleiben.

Weiteren Vortrag zum Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters vom 13. Dezember 2010 behalten wir uns vor, da uns dieser Schriftsatz erst am heutigen Tage zugestellt wurde.


Dirk Kocher
LATHAM & WATKINS LLP

⁴⁴ ZIP 2010, 1487, 1490 f.