21 W 26/11
3/5 0 362/09 Landgericht Frankfurt
am Main

OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Corealcredit Bank AG

an dem beteiligt sind:

gegen

hat der 21. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht und die Richter am Oberlandesgericht und am 7. März 2012 beschlossen:

Die sofortigen Beschwerden der Antragsteller zu 27) bis 29) werden zurückgewiesen.

Die Kosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters trägt die Antragsgegnerin. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe

I.

Die Antragsteller waren Minderheitsaktionäre der Corealcreditbank AG, einer nicht börsennotierten Immobilienbank. Das Grundkapital von 100.275.948,50 € war in 47.069.450 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Hauptaktionärin der Gesellschaft mit einem Anteil von 99,93 % war die Antragsgegnerin.

Die Antragsgegnerin beabsichtigte die Durchführung eines Squeeze-out Verfahrens gemäß §§ 327a ff. AktG und beauftragte zu diesem Zweck die mit der Ermittlung des Unternehmenswertes der Corealcreditbank AG. Die beauftragte ermittelte bezogen auf den 4. Januar 2008 einen anteiligen Unternehmenswert von 17,37 €, wobei auf die Ausführungen im Übertragungsbericht Bezug genommen wird.

Auf Antrag der Antragsgegnerin bestellte das Landgericht zur sachverständigen Prüferin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG, die in ihrem Prüfbericht, auf dessen Inhalt Bezug genommen wird, die vorgesehene Abfindung als angemessen bestätigte.

Infolgedessen beschloss am 4. Januar 2008 die Hauptversammlung der Corealcreditbank AG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer anteiligen Barabfindung in Höhe von 17,37 €. Nach Angaben der Antragsgegnerin waren 34.944 Aktien von dem Ausschluss betroffen.

Der Übertragungsbeschluss wurde von mehreren Aktionären angefochten. Das von der damaligen Beklagten angestrengte Freigabeverfahren blieb erfolglos. Das anschließende Hauptsacheverfahren wurde durch den Abschluss eines Prozessvergleichs vor dem Oberlandesgericht Frankfurt am Main beendet. Hierin verpflichtete sich die Antragsgegnerin einer Erhöhung der beschlossenen Barabfindung von 17,37 € um 2,63 € auf mindestens 20 € in einem nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses eingeleiteten Spruchverfahren zuzustimmen. Nach der Prozessbeendigung wurde der Squeeze out am 23. Juni 2009 im Handelsregister der Corealcreditbank AG eingetragen. Die Bekanntmachung der Eintragung im Bundesanzeiger erfolgte drei Tage später.

Mit erstmals am 10. August 2008 und sodann jeweils vor dem 26. September 2009 bei Gericht eingegangenen Schriftsätzen haben die Antragsteller die Überprüfung der gewährten Abfindung auf ihre Angemessenheit im Rahmen eines gerichtlichen Verfahrens nach § 327f AktG iVm § 1 Nr. 3 SpruchG beantragt. Spätestens mit Schriftsatz vom 18. Februar 2010 hat die Antragsgegnerin einer Erhöhung der Barabfindung auf 20 € zugestimmt (Bl. 510 f. d. A.). Anschließend hat das angerufene Landgericht nach Durchführung einer mündlichen Verhandlung die angemessene Abfindung auf 20 € je Stückaktie der Corealcreditbank AG festgesetzt. Zur Begründung hat es im Wesentlichen ausgeführt, der von der Antragsgegnerin ermittelte und von der sachverständigen Prüferin gebilligte Ertragswert der Corealcreditbank AG sei nicht zu beanstanden. Der Bewertung könnten die im Übertragungsbericht genannten Planzahlen zugrunde gelegt werden. Diese seien im Licht der sich bereits zum Bewertungsstichtag abzeichnenden Finanzkrise nicht nur widerspruchsfrei, sondern zumindest auch für die Minderheitsaktionäre eher vorteilhaft und keineswegs pessimistisch. Auch der Kapitalisierungszins sei nicht zu beanstanden. Der Basiszins von 4,5 % sei zutreffend anhand der damals aktuellen Zinsstrukturkurve ermittelt worden. Dem Risikozuschlag liege eine ihrer Höhe nach angemessene Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,5 % zugrunde. Der aus einer Vergleichsgruppe von Unternehmen ermittelte Betafaktor von 0,88 sei ebenfalls frei von Bedenken, zumal alle Gesellschaften aus der Vergleichsgruppe auf staatliche Unterstützung hätten zurückgreifen müssen. Der Wachstumsabschlag von 1,5 % sei vertretbar. Schließlich sei auch das nicht

betriebsnotwendige Vermögen in Form einer Beteiligung an der DHH AG und Schadensersatzansprüchen gegen ehemalige Vorstandsmitglieder der Coreal Credtibank AG zutreffend bewertet worden.

Gegen die Entscheidung haben die Antragsteller zu 27) (Bl. 673 d. A.), zu 28) (Bl. 671 d. A.) und zu 29) (Bl. 676 d. A.) sofortige Beschwerde eingelegt. Zur Begründung tragen die Antragsteller im Wesentlichen vor, die vom Landgericht seiner Schätzung zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 4,5 % sei zu hoch veranschlagt. Sie basiere auf einer unzutreffenden arithmetischen Mittelwertbildung. Zudem stehe der Wert nicht in Einklang mit einer Studie der Deutschen Bank jüngeren Datums. Entsprechend sei die Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Höhe der Marktrisikoprämie unerlässlich. Der gemeinsame Vertreter vertritt dazu ergänzend die Auffassung, das Landgericht habe bei seiner Rechtfertigung einer Marktrisikoprämie von 4,5 % verkannt, dass es sich bei dem in § 203 BewG genannten Wert um einen Vorsteuerwert handele, von dem ein Steuersatz von 26,38 % noch in Abzug zu bringen sei.

Demgegenüber verteidigt die Antragsgegnerin den angefochtenen Beschluss unter Wiederholung und Vertiefung ihres erstinstanzlichen Vorbringens.

Zusätzlich wird auf die Schriftsätze der Beteiligten in der Beschwerdeinstanz sowie die ihnen beigefügten Anlagen verwiesen.

II.

1. Die sofortigen Beschwerden der Antragsteller sind zulässig. Dabei richtet sich die Zulässigkeit der Rechtsmittel aufgrund der erstmaligen Antragstellung der später verbundenen Verfahren vor dem 1. September 2009 nach der bis zum 31. August 2009 gültigen Rechtslage (vgl. Drescher, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 17 SpruchG Rdn. 5 mwNachw.). Hiernach sind insbesondere alle Rechtsmittel formgerecht eingelegt worden. Zudem haben alle Antragsteller die zweiwöchige Frist des § 22 Abs. 1 Satz 1 FGG iVm § 17 Abs. 1 Satz 1 SpruchG jeweils in der bis zum 31. August 2009 gültigen Fassung (im Folgenden a.F.) gewahrt (vgl. für

die Antragsteller zu 27) (Bl. 673 und Bl. 713), zu 28) (Bl. 671 und Bl. 712) sowie zu 29) (Bl. 676 und Bl. 708 d. A.).

2. Die sofortigen Beschwerden sind jedoch unbegründet. Zutreffend und mit überzeugender Begründung hat das Landgericht die angemessene Abfindung auf 20 € festgesetzt und dargelegt, dass eine weitere Erhöhung nicht in Betracht kommt, da sich die Abfindung mangels Börsennotierung allein am anteiligen Ertragswert der Corealcreditbank AG zum Bewertungsstichtag am 4. Januar 2008 orientiert und dieser anteilige Unternehmenswert jedenfalls nicht höher als die von der Antragsgegnerin vergleichsweise zuerkannte Abfindung von 20 € liegt. Dabei macht sich der Senat die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts vollumfänglich zu Eigen. Die von den Antragsgegnern hiergegen im Beschwerdeverfahren vorgebrachten Einwände vermögen nicht zu überzeugen. Sie geben lediglich Anlass zu nachfolgenden ergänzenden Ausführungen zur Höhe der Marktrisikoprämie.

Das Landgericht hat – dem Bewertungsgutachten der Antragsgegnerin sowie dem Gutachten der sachverständigen Prüferin folgend – die Marktrisikoprämie nach Steuern mit 4,5 % beziffert. Hiergegen bestehen aus Sicht des Senats keine durchgreifenden Bedenken.

Die Marktrisikoprämie ist – neben dem Betafaktor – eine von zwei Bestandteilen zur Berücksichtigung des Risikos im Rahmen der Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 89). Sie ergibt sich aus der Differenz der erwarteten Rendite eines effizient zusammengestellten Aktienportfolios und dem Zins einer risikolosen Anlage (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 37 f. S. 114). Die derart definierte, (zukünftige) Marktrisikoprämie als wesentliche Größe eines ökonomischen Modells zur Beschreibung der Funktion von Kapitalmärkten, nämlich dem Capital Asset Pricing Model, ist nicht direkt im Markt beobachtbar. Vielmehr kann sie nur auf unterschiedlichem Wege indirekt bestimmt werden (vgl. dazu KruschwitzLöffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 37 f. S. 116).

Ein besonders verbreiteter Ansatz ist die Ermittlung anhand historischer Marktdaten. Dabei untersucht man, welche Überschussrendite in der Vergangenheit erzielt worden ist, und geht zugleich davon aus, dass sich die Marktrisikoprämie im Zeitablauf nicht oder wenigstens nicht nennenswert ändert (Kruschwitz/Löffler, WPg 2008, 803, 807). Angesichts dieses Befundes vermag es nicht zu verwundern, dass die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten ist. Dies belegt schon die Vielzahl allein der Studien, die sich am Konzept historischer Marktdaten orientieren. Trotz des gemeinsamen theoretischen Ansatzes gelangen sie jeweils basierend auf unterschiedlichen Beobachtungszeiträumen, verschiedenen Vergleichsgrößen sowie differierender Durchschnittsbildung zu zum Teil stark voneinander abweichenden Ergebnissen (vgl. etwa die Übersicht bei Druckarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 253 f.; Creutzmann/Heuer, DB 2010, 1301, 1305 f.). Eine allgemein anerkannte Höhe hat sich entsprechend nicht herausgebildet und ist auch nicht zu erwarten. Hinzu kommen noch die Studien, die auf grundsätzlich anderen Wegen – etwa im Wege von Expertenbefragungen oder durch die Ermittlung impliziter Prämien – zu einem Ergebnis zu gelangen versuchen und die ihrerseits verschiedene Werte ausweisen (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 37 f. S. 116).

Dies zwingt die Gerichte dazu, eine Prämie im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln, wobei gerade wegen der uneinheitlichen wissenschaftlichen Bewertung der Senat auch keinen nennenswerten Erkenntnisgewinn darin sieht, zum Zwecke der von ihm vorzunehmenden Schätzung ein zusätzliches Sachverständigengutachten zu der Frage der Höhe der Marktrisikoprämie einzuholen. Letztlich ist es daher angemessen, der damaligen Empfehlung des IDW, wonach die Marktrisikoprämie nach Steuern im Jahr 2008 mit einem Wert zwischen 4,5% und 5,5 % anzusetzen sei, sich im Grundsatz für den hiesigen Bewertungsstichtag anzuschließen und einen an der unteren Grenze der angegebenen Bandbreite liegenden Wert jedenfalls als nicht überhöht anzusehen. Entsprechend hat der Senat für einen Bewertungsstichtag in der zweiten Hälfte des Jahres 2007 bereits eine Marktrisikoprämie nach Steuern in

Höhe von 5,5 % für angemessen erachtet (vgl. Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11 –, Juris Rdn. 115).

Die gegen diese Höhe der Marktrisikoprämie erhobenen Einwände der Antragsteller vermögen letztlich zu keiner anderen Beurteilung zu führen.

Soweit die Antragsteller einwenden, es sei statt – wie in der der IDW-Empfehlung zugrunde liegenden Studie von Stehle (vgl. WPg 2004, 921) – des arithmetischen Mittels das geometrische Mittel heranzuziehen, ist diese Frage wissenschaftlich nicht geklärt. Zugleich ist es ebenfalls nicht belegt, dass sich die geometrische Methode gegenüber dem arithmetischen Mittel mittlerweile durchgesetzt habe (vgl. statt vieler Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung, S. 94 ff.). Stattdessen bemisst sich die Entscheidung, welches Mittel heranzuziehen ist, unter anderem danach, ob die Renditen aufeinander folgender Jahre stochastisch unabhängige oder stochastisch abhängige Variablen sind (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung, S. 97 f.) und ob man eine Anlage über den gesamten Zeitraum unterstellt – in diesem Fall ist das geometrische Mittel zugrunde zu legen – oder eine regelmäßige Veräußerung mit anschließender Wiederanlage der Veräußerungserlöse für zutreffender hält (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 26.10.2006 – 20 W 14/05 – Juris, Rdn. 49). In letzterem Fall wäre auf das arithmetische Mittel abzustellen, wobei – worauf die Antragsteller zu Recht hinweisen – sich sogleich im Anschluss die Frage nach dem zutreffenden Anlagezeitraum stellt (vgl. etwa Großfeld/Tönnes, BB-Spezial 2005, Nr. 7, 2, 5). Diese Fragen können jedoch keiner abschließenden Klärung zugeführt werden, sondern sind letztlich das Ergebnis einer wertenden Prognose (vgl. dazu ausführlich OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 -, Juris Rdn. 362 ff.). Solange das Problem, welche Durchschnittsbildung vorzugswürdig ist, nicht abschließend gelöst ist, erscheint es dem Senat – letztlich wie vom IDW empfohlen – sinnvoll, einen zwischen dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel liegenden Wert heranzuziehen. Dies mag zwar methodisch fragwürdig sein, ist im Rahmen einer Schätzung, die sich zwischen einer Vielzahl unterschiedlicher Werte zu entscheiden hat, hingegen ein geeigneter Weg, um eine realistische Marktrisikoprämie zu ermitteln.

Keine andere Einschätzung der Marktrisikoprämie vermag ferner die von der Antragstellerin zu 27) vorgelegte Studie der Deutsche Bank AG vom 12. September 2011 zu rechtfertigen, wenngleich dort mit Blick auf einen Zeitraum zwischen den Jahren 1962 und 2011 für Deutschland eine nominal wie real um knapp ein Prozent höhere Verzinsung von Staatsanleihen als von Aktien ermittelt worden ist (vgl. Bl. 785 ff. d. A.). Insoweit handelt es sich lediglich um einen weiteren empirischen Befund, der für sich genommen kein völlig neues Licht auf die bekannte Problematik wirft und entsprechend zu einer Neubewertung keine Veranlassung gibt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Juris Rdn 349). Im Übrigen weist die Antragsgegnerin zu Recht darauf hin, dass selbst in dem von der Antragstellerin zu 27) ergänzend beigefügten Artikel in der Financial Times (Bl. 792 d. A.) das Ergebnis der Studie für ungewöhnlich gehalten und daher eine Investition in Aktien empfohlen wird. Für die allein hier relevante zukünftige Betrachtung wird daher mit entsprechend höheren Marktrisikoprämien gerechnet.

Nicht gefolgt werden kann schließlich dem Einwand des gemeinsamen Vertreters, das Landgericht habe sich bei seiner Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie zu Unrecht auf § 203 BewG gestützt, weil es insoweit verkannt habe, dass es sich um einen Vorsteuerwert und nicht um einen Wert nach Steuern gehandelt habe, von dem die Steuern in Höhe von 26,38 % abzuziehen seien. Insoweit wird bereits nicht hinreichend berücksichtigt, dass das Landgericht zwar zu Recht die gesetzgeberische Wertung für einen Zeitraum ab dem 1. Januar 2009 in seine Überlegungen hat einfließen lassen, gleichwohl aber ebenfalls zu Recht die eigene Schätzung nicht allein auf diesen Gesichtspunkt gestützt hat und dies erst recht nicht für einen Bewertungsstichtag, der noch deutlich vor Inkrafttreten des Gesetzes am 1. Januar 2009 liegt. Unabhängig davon ist dem gemeinsamen Vertreter aber ohnehin nur darin zuzustimmen, dass sich weder dem Gesetzestext noch dem erläuternden Bericht des Finanzausschusses (vgl. dazu BT-Drucks. 16/11107, S. 23 f.) völlig zweifelsfrei entnehmen lässt, ob der Gesetzgeber von einem Wert vor oder nach Steuern ausgegangen ist (so auch Creutzmann/Heuer, DB 2010, 1301, 1307). Gleichzeitig hat er allerdings klargestellt, dass er eine Korrektur der Prämie wegen einer Ertragssteuerbelastung nicht für erforderlich

halte, was als Wertung dahingehend verstanden werden könnte, dass zwischen einer Vor- und Nachsteuerprämie nicht differenziert werden solle (vgl. dazu BT-Drucks. 16/11107, S. 24). Darauf kommt es im vorliegenden Kontext aber nicht entscheidend an. Denn der gemeinsame Vertreter zieht nicht hinreichend in Betracht, dass im Rahmen des hier maßgeblichen Tax-CAPM sich der Nachsteuerwert nicht einfach aus dem Abzug des persönlichen Steuersatzes vom Vorsteuerwert ermittelt lässt, sondern von der absoluten Differenz zwischen der effektiven Besteuerung einer festverzinslichen Anlage und den gesamten Einkünften aus einer Anlage in Aktien abhängig ist (vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, 731, 740). Entsprechend wird für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag angenommen, die Marktrisikoprämie vor Steuern entspreche in etwa derjenigen nach Steuern (vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, 731, 741.), was sodann auch mit der vermuteten Intention des Gesetzgebers konform ginge.

3. Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 SpruchG.

Die Gerichtskosten einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters sind gemäß § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Es entspricht nicht der Billigkeit, von der Ausnahmeregelung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG Gebrauch zu machen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der antragstellenden Beschwerdeführer findet nicht statt, da dies aufgrund der Erfolglosigkeit des Rechtsmittels ebenfalls nicht der Billigkeit entsprochen hätte, § 15 Abs. 4 SpruchG.

Ebenso sieht der Senat in Abkehr von seiner bisherigen Rechtsprechung (vgl. Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11 –, Juris Rdn. 230 ff.) von einer Auferlegung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin auf die beschwerdeführenden Antragsteller ab. Der Bundesgerichtshof hat nunmehr mit ausführlicher Begründung entschieden, dass er § 15 Abs. 4 SpruchG als abschließende Regelung ansehe (vgl. BGH, Beschluss vom 13. Dezember 2011 –

II ZB 12/11 -, Juris Rdn. 21 ff.). Dieser Entscheidung der im Rechtszug übergeordneten Instanz schließt sich der Senat an.

Die Kosten des gemeinsamen Vertreters können derzeit nicht festgesetzt werden, weil sie noch nicht geltend gemacht worden sind. Nach § 6 Abs. 2 SpruchG gehört dazu ein Verlangen des gemeinsamen Vertreters, das bislang nicht gestellt worden ist. Überdies ist die Höhe der Auslagen nicht bekannt.

Die Festsetzung des Geschäftswertes erfolgt für das Beschwerdeverfahren wie für die erste Instanz anhand von § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG. Danach entspricht der Geschäftswert in den Grenzen von Mindest- und Höchstwert dem Betrag, der von allen Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Senats zusätzlich zu dem bereits angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann (vgl. OLG Stuttgart, AG 2006, 421, 428; Simon § 15 Rdn. 37; KK/Rosskopf § 15 Rdn. 19; Drescher, in. Spindler/Stilz, AktG, § 15 SpruchG Rdn. 9; aA Vollrath, in: Widmann/Meyer, UmwG § 15 Rdn. 38). Von dem Squeeze out sind – den unbestritten gebliebenen Angaben der Antragsgegnerin zufolge – 34.944 Aktien betroffen. Da das Produkt aus dem Erhöhungsbetrag pro Aktie und hiervon betroffenen Aktien unter 92.000 € liegt, ist der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren mit dem Mindestwert in Höhe von 200.000 € zu bemessen.

Die Entscheidung ist rechtskräftig.