

Aktenzeichen:  
2 HK O 120/10 AktG



# Landgericht Frankenthal (Pfalz)

## Beschluss

In dem Spruchverfahren

betreffend die Bestimmung der angemessenen Barabfindung nach § 327 f AktG  
hat die 2. Kammer für Handelssachen durch die Vorsitzende Richterin am  
Landgericht und die Handelsrichter und nach  
mündlicher Verhandlung am 13.06.2013

am 13. August 2013

## **beschlossen:**

1. Die Anträge der Antragsteller auf gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 327 f AktG werden zurückgewiesen.
2. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die Kosten des Gemeinsamen Vertreters und die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin hat die Antragsgegnerin zu tragen. Die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller fallen diesen jeweils selbst zur Last.
3. Der Geschäftswert für das Gericht, für den gemeinsamen Vertreter sowie für die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin wird auf 200.000 € festgesetzt. Die Geschäftswerte für die Antragsteller betragen jeweils 5.000 €.

### Gründe:

Die Beteiligten streiten über die Angemessenheit einer Barabfindung (§ 327 f AktG) nach einer Übertragung von Aktien auf die Hauptaktionärin (§ 327 b AktG).

Die Antragsteller waren Aktionäre der Gasanstalt Kaiserlautern Aktiengesellschaft (im Folgenden: Gasanstalt), deren Mehrheitsaktionär die Antragsgegnerin war. Die Gasanstalt versorgte in der Stadt Kaiserlautern und in 25 umliegenden Kommunen rund 45.000 Kunden mit Erdgas und betrieb ein eigenes Netz sowie zwei Gasspeicher.

Das Grundkapital der Gasanstalt betrug 13.824.000 € und war eingeteilt in 540.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien, von denen sich zuletzt rund 3,6 %, also rund 19.300 Stück, im Streubesitz befanden. Die Aktien wurden im Freiverkehr der Börsen Frankfurt und Hamburg sowie im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt. Der Drei-Monats-Durchschnittskurs vor Bekanntgabe des Abfindungsverlangens der Antragsgegnerin betrug 157,88 €.

Gegenstand des streitgegenständlichen Spruchverfahrens ist die Frage, ob die Barabfindung in Höhe von 131,28 € der Minderheitsaktionäre der Gasanstalt Kaiserlautern Aktiengesellschaft, deren Aktien durch Beschluss der Hauptversammlung vom 4. November 2010 auf die Hauptaktionärin der Gasanstalt, vorliegend die Antragsgegnerin, übertragen wurden (§§ 327 a bis 327 f des Aktiengesetzes), angemessen ist.

Die Antragsgegnerin, deren Anteilseigner die

sowie

sind,

verlangte am 6. Juli 2010 und 10. September von der Gasanstalt die Einleitung eines Ausschlussverfahrens nach § 327 a ff. AktG (sog. „Squeeze-Out“). Auf ihren Antrag bestimmte das Landgericht Frankenthal (Pfalz) durch die Vorsitzende der vorliegend erkennenden Kammer mit Beschluss vom 15. Juli 2010 unter dem Aktenzeichen 2 HK O 71/10 auf ihren Antrag die von ihr u.a. vorgeschlagene

als gerichtlichen Prüfer (im Folgenden:

).

Am 10. September 2010 legte die Antragsgegnerin einen Bericht über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gasanstalt auf sich sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 1 AktG vor, dem eine Bewertung des Unternehmenswertes durch

(im Folgenden: ) vom 9. September 2010

zugrunde lag. In ihm wurde nach dem Ertragswertverfahren der Unternehmenswert der Gasanstalt auf T€ 68.630 ermittelt, was bezogen auf die Gesamtzahl der Aktien der Gesellschaft von 540.000 Stück einen Wert je Aktie von 127,09 € bedeute. Dem Börsenkurs maß die Bewertungsgesellschaft bei der Wertbestimmung keine Relevanz bei.

Am 13. September 2010 legte auch die gerichtlich bestellte Prüferin

ihr von den Wirtschaftsprüfern

und

erstelltes

Gutachten vor. Sie erklärte, nach ihren Feststellungen sei die von dem Hauptaktionär

festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Gasanstalt in Höhe von 127,09 € je Stückaktie angemessen.

Der zunächst aufgrund der gutachtlichen Stellungnahmen von [redacted] sowie [redacted] zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung ermittelte Betrag von 127,09 € als Barabfindung wurde im Hinblick auf das zwischenzeitliche Absinken des Basiszinssatzes von 3,25 % auf 3,0 % in der Hauptversammlung vom 4. November 2010 (vgl. dazu notarielle Niederschrift über die Hauptversammlung Anlage Ag 1 = Bl. 982 – 1007 d.A.) auf einen Gegenantrag der Antragsgegnerin auf 131,28 € erhöht und eine Barabfindung in dieser Höhe beschlossen.

Der mehrheitlich gefasste Beschluss lautete:

„Die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre der Gasanstalt Kaiserslautern Aktiengesellschaft werden gemäß §§ 327 a ff AktG gegen Gewährung einer Barabfindung von EUR 131,28 je Stückaktie der Gasanstalt Kaiserslautern Aktiengesellschaft auf [redacted] mit Sitz in Kaiserslautern (Hauptaktionär) übertragen.“

Die Eintragung dieser Maßnahme in das Handelsregister erfolgte am 8. Dezember 2010 und wurde am 28. Dezember 2010 durch dieses bekannt gemacht (Bl. 129 d.A.).

Die Anträge der Antragsteller gingen vom 13. Dezember 2010 bis 28. März 2011 bei Gericht ein (Bl. 1 – 849 d.A.). Die Verfahren wurden verbunden, und mit Beschluss vom 15. März 2011 (Bl. 855, 856 d.A.) wurde zur Wahrung der Rechte der außenstehenden Aktionäre ein gemeinsamer Vertreter bestellt.

Die Antragsteller sind im Wesentlichen der Auffassung, die angemessene Abfindung sei aus vielen Gründen höher zu bestimmen. Es sei bereits zu beanstanden, dass der Börsenkurs bei der Bemessung des Abfindungsbetrages außer Betracht geblieben sei. Die im Gutachten angestellte Nachsteuerbetrachtung sei nach internationalen Maßstäben nicht gerechtfertigt und führe zu Unschärfen bei der Bewertung. Dass bei der

Ertragswertermittlung immaterielle Vermögensgegenstände, insbesondere Marken und gegebenenfalls vorhandene stille Reserven nicht bewertet worden seien, bedürfe einer Überprüfung. Das Stichtagsprinzip sei bei nicht gewahrt, weil Erkenntnisse des aktuellen Geschäftsjahrs unberücksichtigt geblieben seien. Die Unternehmensplanung der Gasanstalt sei zu pessimistisch gewesen, weil die geplanten Ergebnisse aus dem Gasgeschäft zu niedrig angesetzt worden seien. Dies zeige sich schon daran, dass das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 wesentlich besser verlaufen sei als geplant. Der angenommene Kapitalisierungszinssatz sei zu hoch, und der vorgenommene Risikozuschlag nicht geboten bzw. nicht angemessen. Die verwendete Marktrisikoprämie sei zu hoch. Der in Ansatz gebrachte Betafaktor sei falsch, und der in Ansatz gebrachte Wachstumsabschlag zu gering. Die Einholung eines weiteren Gutachtens durch die Kammer sei deshalb angezeigt und erforderlich.

Die Antragsteller beantragen,  
eine angemessene, höhere Abfindung festzusetzen.

Einige Antragsteller beantragen darüber hinaus,  
die Verzinsung des Erhöhungsbetrages festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,  
die Anträge zurückzuweisen.

Sie ist im Wesentlichen der Auffassung,  
das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse seien zutreffend und überzeugend und auch die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens zwecks Überprüfung der Angemessenheit der beschlossenen Abfindung deshalb nicht erforderlich.

Die Kammer hat auf Grund der mündlichen Verhandlung vom 21. November 2011 beschlossen, die sachverständigen Prüfer von \_\_\_\_\_ zu den Einwänden der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre schriftlich Stellung nehmen zu lassen (vgl. Beschluss Bl. 1763 – 1769 d.A.). Diese haben daraufhin eine Ergänzende Stellungnahme vom 20. Dezember 2012 vorgelegt.

Ferner wurde der Wirtschaftsprüfer von in der mündlichen Verhandlung vom 13. Juni 2013 angehört. Wegen des Ergebnisses der Anhörung wird auf die Sitzungsniederschrift und zur Ergänzung des Sach- und Streitstandes im Übrigen auf die von den Beteiligten eingereichten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

## II.

Die Anträge der Antragsteller sind zulässig.

§ 327 f Satz 1 und 2 AktG bestimmen, dass bei einer Übertragung der Aktien nach § 327 a AktG (Squeeze Out) die Überprüfung der Abfindungshöhe im Interesse des Hauptaktionärs an der zügigen Durchführung des Squeeze Out ausschließlich dem Spruchverfahren zugewiesen ist.

Im Streitfall sind die Aktien durch Beschluss der Hauptversammlung vom 4. November 2010 auf die Antragsgegnerin übertragen worden. Sie war im Besitz von über 95 % der Aktien (§ 327 a AktG), hatte die Übertragung der Aktien verlangt, und diese wurde mit der erforderlichen Mehrheit der Hauptversammlung beschlossen.

Der Beschluss erlangte am 8. Dezember 2010 durch Eintragung in das Handelsregister Wirksamkeit (§ 327 e Abs. 3 AktG).

Die viel diskutierte Frage der Verfassungsmäßigkeit der „Zwangsübertragung“ des durch Art. 14 GG geschützten Anteilseigentums ist durch das Bundesverfassungsgericht entschieden und bejaht (NJW 2007, 3268). Auch die Ermöglichung des Minderheitenausschlusses stellt eine zulässige Inhalts- und Schrankenbestimmung des Eigentums i.S. von Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG dar (BVerfGE NJW 2001, 279 und a.a.O.).

Antragsberechtigt im Spruchverfahren sind nach § 3 Nr. 2 SpruchG alle ausgeschiedenen Aktionäre.

Die Antragsteller haben durch Vorlage von Bankbescheinigungen nachgewiesen, dass sie Aktionäre der Gasanstalt waren.

Ihre Anträge sind auch rechtzeitig eingegangen. Die hierfür nach § 4 Abs.1 Ziff.3 SpruchG geltende Frist von drei Monaten seit dem Tag der Bekanntgabe des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB ist gewahrt, da alle Anträge jedenfalls als Fax bis zum 28.März 2011 bei Gericht eingegangen sind.

Die Anträge enthalten auch die nach § 4 Abs.2 Nr.4 SpruchG erforderlichen konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation oder gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert.

Das Landgericht Frankenthal (Pfalz) ist für die Entscheidung gemäß §§ 2 SpruchG, 71 Abs.4 GVG i.V.m. § 10 Abs.1 Nr. 2 der Landesverordnung über die gerichtliche Zuständigkeit in Zivilsachen und Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit zuständig, nachdem der Sitz der Gasanstalt in Kaiserslautern ist.

Die Anträge der Antragsteller sind aber unbegründet.

Die im Falle eines Squeeze Out an die Minderheitsaktionäre zu leistende Barabfindung muss gem. § 327 b Abs.1 S.1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Damit gemeint ist die volle Entschädigung. Der Aktionär soll wie bei der Abfindung bei Abschluss eines Unternehmensvertrages (§ 305 AktG) einen vollständigen Ausgleich erhalten für den Vermögensverlust, der ihm durch den zwangsweisen Verkauf seiner Aktien entsteht (BVerfG NJW 1962, 1667, NJW 1999, 3769; BGH NJW 2001, 2080; NJW 2003, 3272). Der Vermögensverlust besteht darin, dass die zwangsweise verkaufte Aktie nicht zukünftig (zu einem erhofften höheren Preis) verkauft werden kann und dass der Aktionär auf die Aktie zukünftig keine Dividenden mehr erhält (vgl. LG Hamburg Beschluss vom 23.08.2010 – 417 O 92/08 – Anlage Ag 6 = Bl. 1018 – 1056 d.A.).

Der vollständige Ausgleich für den Vermögensverlust der Aktionäre der Gasanstalt beläuft sich auf den in der Hauptversammlung vom 4.November 2010 beschlossenen Abfindungsbetrag.

Dies gilt zunächst, obgleich die zuletzt notierten Börsenkurse über diesem Betrag lagen.

Die Kammer ist in Übereinstimmung mit den Bewertungsprüfern von und der Antragsgegnerin davon überzeugt, dass im Streitfall die Börsenkurse für die Barabfindung nicht maßgeblich sind.

Zwar ist für börsennotierte Gesellschaften die Bemessung einer vollen Abfindung in der Regel nur unter Berücksichtigung des Börsenkurses möglich; der durch den Aktionär bei einem Verkauf über die Börse realisierbare Wert stellt, soweit er den Verkehrswert der Aktie unverzerrt abbildet, die Untergrenze des Abfindungsanspruchs dar (BVerfG NJW 1999 a.a.O., OLG Düsseldorf AG 2009, 907). Aufgrund der besonderen Verkehrsfähigkeit von Aktien bei einem funktionierenden Kapitalmarkt darf die Abfindung nicht den Betrag des Verkaufspreises unterschreiten, den der Aktionär bei einer freien Deinvestitionsentscheidung erhielte (vgl. dazu Bürgers/Körber, Aktiengesetz, 2.Aufl., Rdnr. 20 zu § 305 m.w.N.).

Allerdings hat bereits das Bundesverfassungsgericht (NJW 1999, a.a.O.) entschieden, dass die Kursbildung nicht immer Ausdruck der wahren Markteinschätzung des Unternehmens selbst ist, sondern Umstände vorliegen können, die dies beeinträchtigt haben. Da nur in einem ausreichend liquiden Markt die Börsenkurse die Markteinschätzung angemessen abbilden, können bei einer ausgesprochenen Marktengung die Börsenkurse nicht den geeigneten Maßstab bilden, (BVerfG NJW 1999, a.a.O.; BGHZ 147, 108; OLG Düsseldorf, NZG 2007, 36). Die Börsenkurse bilden den angemessenen Wert des Unternehmens daher nur bei ausreichender Kapitalmarkteffizienz ab (vgl. Bürgers/Körber, a.a.O., Rdnr. 22 zu § 305).

Wann eine solche Marktengung vorliegt, bei der die Börsenkurse nicht den geeigneten Maßstab für den angemessenen Wert eines Unternehmens bilden, kann, wie die Antragsgegnerin nach Auffassung der Kammer zu Recht ausführt, anhand der Kriterien von § 5 Abs.4 WpÜG-Angebotsverordnung bestimmt werden (vgl. dazu Grunewald in MüKo AktG, 3. Aufl., Rdnr. 10 zu § 327 b m.w.N.; so auch OLG Stuttgart WM 2010, 654). Nach der betreffenden Verordnungsbestimmung hat für den Fall, dass für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor

der Veröffentlichung nach § 10 Abs.1 Satz 1 oder § 35 Abs.1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen, die Höhe der Gegenleistung dem anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens zu entsprechen.

Ob Marktenge und/oder nicht ausreichender Handel gegeben sind, ist für den Zeitraum zu bestimmen, dessen Börsenkurse grundsätzlich heranzuziehen sind (OLG Frankfurt, Der Konzern 2011, 59, 62). Nach der Rechtsprechung des BGH (NJW 2010, 2657) ist dies ein Zeitraum von drei Monaten vor der ersten Bekanntmachung der anstehenden Strukturmaßnahme. Hier erfolgte diese Bekanntmachung am 17. September 2010 (Bl. 304 d.A.). Maßgeblicher Zeitraum ist deshalb der Zeitraum vom 17. Juni bis 16. September 2010. In diesem Zeitraum wurden die Aktien der Gasanstalt lediglich an acht Tagen gehandelt, und zwar zusammen 138 Aktien von insgesamt 540.000 Aktien. Wie sich aus der Anlage Ag5 = Bl. 1013 – 1017 d.A.) ergibt, wichen auch mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander ab, so dass die Voraussetzungen des § 5 Abs.4 WpÜG-Angebotsverordnung vorlagen. Es ist sonach von Marktenge auszugehen, und der Börsenkurs der Aktien der Gasanstalt ist deshalb bei der Beurteilung der Frage der angemessenen Abfindung der Minderheitsaktionäre außer Betracht zu lassen.

Gleichfalls außer Betracht zu bleiben hatte dabei, von den Antragstellern offenbar auch unbeanstandet, der Liquidationswert, da er nur einen Bruchteil des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswertes beträgt.

Die von angewandte Ertragswertmethode ist unter den insgesamt zur Verfügung stehenden Methoden zur Bestimmung des Unternehmenswerts die am häufigsten verwendete, und ihre Anwendung ist von der Rechtsprechung auch gebilligt (vgl. BVerfG NJW 1999, a.a.O.; BGH DB 2001, 969), und die Kammer folgt ihr.

Diese Methode geht von der Prämisse aus, dass „der Wert eines Unternehmens unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner“ bestimmt wird (vgl. Paulsen in Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdnr. 96 zu § 305 m.w.N.).

Die Kammer stützt sich bei der Bewertung der Gasanstalt Kaiserslautern im Wesentlichen auf den schriftlichen Bericht der Antragsgegnerin vom 10. September 2010, der maßgeblich auf dem für das Unternehmen gefertigten Gutachten der Firma fußt (Anlagen 1 und 5 zur Außerordentlichen Hauptversammlung der Gasanstalt am 4. November 2010 in gesondertem Anlagenband), auf das Prüfgutachten der vom 13. September 2010 (ebenda), die schriftliche Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 20. Dezember 2012 (Anlagenband) und auf die mündlichen Ausführungen eines der sachverständigen Prüfer, des in der Sitzung vom 13. Juni 2013.

Soweit verschiedene Antragsteller das Prüfgutachten beanstandet haben, vermag die Kammer dem nicht zu folgen. Es entspricht den in § 327 c Abs. 2 Satz 4 i.V. mit § 293 e AktG normierten Anforderungen. Danach haben die Vertragsprüfer über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten, und der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen ist. Anzugeben ist, nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind, aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist und welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Dies ist im Prüfgutachten ersichtlich eingehend und sorgfältig geschehen. Es steht für die Kammer auch außer Frage, dass entgegen der Meinung einiger Antragsteller eine ernsthafte und umfassende Prüfung tatsächlich stattgefunden hat. Die Prüfer haben, worauf die Antragsgegnerin zutreffend hingewiesen hat, eigenständige Untersuchungen, Plausibilisierungen, Analysen und Befragungen durchgeführt sowie eigene Alternativ-Berechnungen.

Die Kammer hat nach dem Ergebnis der mündlichen Verhandlung vom 13. Juni 2013 keine Veranlassung, ein gerichtliches Gutachten zur Angemessenheit der Abfindung einzuholen. Die Bestellung eines gerichtlichen Sachverständigen kann nämlich dann überflüssig sein, wenn nach dem Vorbringen der Beteiligten, dem Ergebnis der gerichtlichen Erörterung und dem urkundlichen Verfahrensstoff, insbesondere Verschmelzungsbericht und Verschmelzungsprüfungsbericht keine Anhaltspunkte für eine unrichtige Wertfestsetzung bestehen (vgl. dazu Hüffer, Aktiengesetz, 10. Aufl. Rdnr. 5 zu § 8 SpruchG).

Davon ist vorliegend auszugehen.

In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass es einen „wahren“ Wert des Aktieneigentums, der im Rahmen einer an den Kriterien „richtig“ oder „falsch“ orientierten Prüfung ermittelt werden könnte, nicht gibt (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 – 20 W 7/11 (Anlage Ag 21 = Bl. 1582 – 1716 d.A. m.w.N.).

Das Gericht hat den Verkehrswert des Aktieneigentums im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs.2 ZPO zu ermitteln (BGH DB 2001, a.a.O.). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa ggfs. eine Orientierung an Börsenkursen. Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben indessen nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs.2 ZPO. Die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden ist nämlich mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart a.a.O.).

Die Ertragswertmethode ist als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (BGH NJW 2003, 3272; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 und a.a.O.; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125 und NZG 2006, 156; Hüffer,

a.a.O., Rdnr. 19 zu § 305 m.w.N.) und verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG NJW 1999, a.a.O.).

Bei dieser Methode sind die zukünftigen Erträge durch Schätzung zu ermitteln und unter Zugrundelegung eines bestimmten Kapitalisierungszinssatzes auf den Stichtag abzuzinsen, womit der Barwert künftiger Überschüsse ermittelt und zum Maßstab der Bewertung herangezogen wird. Die Schätzung der künftigen Überschüsse ist auf der Grundlage der – notwendigerweise in erheblichem Maße auf einer Unternehmensplanung beruhenden – Erfassung künftiger Ergebnis- und Zahlungsströme vorzunehmen. Dabei ist von der Erhaltung der Substanz einerseits und von einer Vollausschüttung andererseits auszugehen. In der Regel sind der Prognose die bisher – in der Vergangenheit – erzielten Erträge zugrunde zu legen (vgl. Bürgers/Körper, a.a.O., Rdnr. 36 zu § 305).

Ausschüttungsfähig sind nur die erzielbaren Überschüsse nach Steuern; die vom Unternehmen zu zahlenden Steuern sind (mit den jeweils am Stichtag geltenden oder bekannten Steuersätzen) abzuziehen, ebenso wie aber umgekehrt z.B. verwertbare (verrechenbare) Verlustvorträge zu beachten sind (BGH NJW 2003, 3272).

Problematisch, aber unvermeidlich ist, dass der Löwenanteil des Unternehmenswerts in der Regel durch die in weiter Zukunft liegenden und daher entsprechend schwierig zu schätzenden erwartenden Erträge gebildet wird („ewige Rente“). Die gesetzgeberische Aufgabe, die Verhältnisse der Gesellschaft am Tag des Hauptversammlungsbeschlusses zu berücksichtigen, wird vor allem unter dem Gesichtspunkt von Erkenntnissen diskutiert, die nach diesem Datum eintreten und nicht in dem Abfindungsangebot ihren Niederschlag gefunden haben, wohl aber im Zeitpunkt der Spruchentscheidung bekannt sind. Um das System der Prognoseentscheidungen nicht zu unterlaufen, wird hier allgemein die sog. „Wurzeltheorie“ angewendet: Nachträglich eintretende Entwicklungen sind nur insoweit zu berücksichtigen, als sie in Verhältnissen am Tag des Hauptversammlungsbeschlusses angelegt („verwurzelt“) und zu diesem Zeitpunkt

mindestens für Sachverständige erkennbar sind (vgl. dazu Bürgers/Körber, a.a.O., Rdnr. 38 und 39 zu § 305).

Wesentlichen Einfluss auf den festzustellenden Unternehmenswert gewinnt der zugrunde zu legende Kapitalisierungszinssatz, der von der Annahme ausgeht, dass die erzielbaren Erträge des zu bewertenden Unternehmens bei einer vergleichbaren Anlage insgesamt – unter Berücksichtigung des Zuflusszeitpunktes – den anderweit erzielbaren Erträgen entsprechen. Der so definierte Basiszinssatz entspricht der künftig erwarteten Rendite festverzinslicher Wertpapiere, wobei in der Regel der langjährige durchschnittlich zu erwirtschaftende Zinssatz herangezogen wird, der sich aus den Ergebnissen der Vergangenheit ermittelt. Der Basiszinssatz ist jedoch insoweit zu korrigieren, als die Anlage in Aktien – anders als in festverzinslichen öffentlichen Anleihen – einem Unternehmensrisiko unterliegt, so dass, mit dem Ergebnis eines entsprechend ermäßigten Unternehmenswertes, allgemein ein Zuschlag zum Basiszinssatz aufgrund des allgemeinen Unternehmensrisikos vorgenommen wird (vgl. dazu Bürgers/Körber, a.a.O., Rdnr. 40 und 41 zu § 305).

Daran gemessen erweist sich die Bewertung durch [ ] und die diese bestätigende Überprüfung durch [ ] als zutreffend. Die Kammer hat die betreffenden Ausführungen der [ ] bei für diese Gesellschaften tätig gewesenen Wirtschaftsprüfer nachvollzogen und anhand der von den Antragstellern und dem Vertreter der am Verfahren nicht unmittelbar beteiligten Aktionäre kritisch geprüft und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass die in der Hauptversammlung vom 4. November 2010 beschlossene Abfindung den Unternehmenswert zutreffend widerspiegelt und deshalb im Rahmen des vorliegenden Spruchverfahrens nicht zu beanstanden ist. Die Kammer verweist insoweit auf die Ausführungen der sachverständigen Prüfer in der von ihr beauftragten ergänzenden Stellungnahme vom 20. Dezember 2012 an, in der sämtliche Einwendungen der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre im Einzelnen eingehend dargelegt und geprüft wurden und nimmt darauf Bezug.

Die sachverständigen Prüfer haben dort insbesondere ausführlich dargelegt, warum die Unternehmensplanung für das Geschäftsjahr 2010 entgegen der Auffassung

vieler Antragsteller nicht zu pessimistisch war. Die Antragsteller hatten dies damit begründet, dass der am 14. März 2011 aufgestellte Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2010 bei den Umsatzerlösen aus Gasverkauf einen gegenüber den Planungen um 6,5 % höheren Erlös aufweist. Die sachverständigen Prüfer haben hierzu nachvollziehbar und überzeugend ausgeführt, dass die Abweichungen bedingt sind durch die notwendige Bewertungssystematik und ansonsten nahezu vollständig durch nicht vorhersehbare Effekte infolge eines extremen Kälteeinbruchs in Deutschland in den Monaten November und Dezember 2010, also nach dem Bewertungsstichtag 4. November 2010 mit Temperaturen von im Mittel 4,3 Grad Celsius unter dem langjährigen Durchschnitt.

Auch die Meinung vieler Antragsteller, die Planung der Umsatzerlöse sei insgesamt zu konservativ, wird von den sachverständigen Prüfern nicht geteilt. Sie haben in diesem Zusammenhang sämtliche maßgebenden Faktoren einer kritischen Bewertung unterzogen und sind dabei mit überzeugenden Begründungen zu dem nachvollziehbaren Ergebnis gelangt, dass die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Unternehmensplanung nicht zu beanstanden ist.

Als unberechtigt angesehen haben die sachverständigen Prüfer auch den Einwand verschiedener Antragsteller, die nicht betriebsnotwendige Liquidität sei zu niedrig angesetzt. In diesem Zusammenhang ist zunächst zu beachten, dass die zum Jahresende 2009 vorhandenen Mittel schon deshalb nicht Maßstab sein können, weil hierbei eine Gewinnausschüttung von über 4 Mio. € unberücksichtigt geblieben ist. Aber auch soweit die betriebsnotwendige Liquidität um 3,1 Mio. € über den vom Bewertungsgutachter ermittelten Minimalbetrag in Höhe von 5,50 Mio. € in Ansatz gebracht wurde, ist dies nach den überzeugenden Darlegungen der sachverständigen Prüfer nicht zu beanstanden, weil, wie der Wirtschaftsprüfer auch anlässlich seiner mündlichen Anhörung betont hat, das Anlagevermögen veraltet war und deshalb erhöhter Investitionsbedarf bestand.

Auch der Einwand, der von den Bewertungsprüfern in Ansatz gebrachte und von den sachverständigen Prüfern gebilligte Betafaktor von 0,55 sei zu hoch, ist nicht stichhaltig. Der Betafaktor stellt in den auf dem Capital Asset Pricing Model

(CAPM) aufbauenden finanzwirtschaftlichen Theorien die Kennzahl für das mit einer Investitions- oder Finanzierungsmaßnahme übernommene systematische Risiko (auch Marktrisiko genannt) dar. Der Betafaktor ist - vereinfacht - ein Gradmesser, der angibt, wie stark die Aktie im Vergleich zum Markt schwankt. Bei einem Wert von 1.0 schwankt die Aktie so stark wie der Durchschnitt. Liegt der Wert unter 1, dann deutet dies auf eine geringere Schwankung hin. Bei einem Wert von über 1,0 schwankt die Aktie stärker als der Durchschnitt. Ein negatives Beta bedeutet, dass sich die Rendite des Vermögensgegenstandes gegenläufig zum Gesamtmarkt entwickelt (Quelle: Wikipedia).

Die sachverständigen Prüfer haben in diesem Zusammenhang bereits in ihrem Prüfbericht eingehend erörtert, warum sie den von den Bewertungsprüfern in Ansatz gebrachten Wert für zutreffend halten und dies in ihrer ergänzenden Stellungnahme nochmals vertieft. Die Kammer hat diese Ausführungen nachvollzogen und folgt ihnen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass das Geschäft der Gasnetzbetreiber aus den von den sachverständigen Prüfern aufgeführten Gründen nicht als risikofrei einzustufen ist, kann den Antragstellern, die einen Betafaktor von 0 in Ansatz bringen möchten, nicht gefolgt werden.

Gleichfalls unbegründet ist der Einwand vieler Antragsteller in Bezug auf die Feststellungen der Bewertungsprüfer und der sachverständigen Prüfer betreffend die von ihnen für zu hoch erachtete Marktrisikoprämie von 4,5 %. Die Marktrisikoprämie ist die Differenz zwischen der erwarteten Rendite eines risikobehafteten Marktportfolios und dem risikofreien Zinssatz. Sie ist wesentlicher Bestandteil Capital Asset Pricing Model (CAPM) und erklärt in diesem Kapitalmarktmodell im Zusammenspiel mit dem Betafaktor einer risikobehafteten Anlagemöglichkeit deren erwartete Rendite (Quelle: Wikipedia).

Die sachverständigen Prüfer haben hierzu in ihrer ergänzenden Stellungnahme eingehend, nachvollziehbar und für die Kammer überzeugend dargelegt, warum sie die von den Bewertungsprüfern in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie unter Würdigung aller Aspekte weiterhin für angemessen erachten. Die Kammer folgt ihnen

und berücksichtigt dabei auch, dass einer Marktrisikobestimmung zwangsläufig Schätzungen zugrunde liegen und es deshalb einen mathematisch „richtigen“ Wert nicht geben kann.

Die in diesem Zusammenhang vorgebrachten Einwände einiger Antragsteller wegen der bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie erfolgten Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung der Aktionäre sind nicht stichhaltig. Nach den Darlegungen der Bewertungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme wäre dann, wenn man den Vorstellungen der Antragsteller folgen wollte, Kursgewinne seien im konkreten Fall von den meisten oder einer Vielzahl von Aktionären nicht zu versteuern, weil sie als langjährige Aktionäre, die ihre Anteil vor dem 1. Januar 2009 erworben hätten und deshalb von der Steuerreform 2008, mit der eine Pauschalbesteuerung der Kursgewinne für nach dem 1. Januar 2009 erworbene Aktien eingeführt wurde, nicht betroffen seien, um Äquivalenzgrundsätze nicht zu verletzen, der Kapitalisierungszinssatz entsprechend abweichend festzusetzen, was letztlich im Ergebnis zu keiner oder allenfalls einer marginalen Änderung der Abfindung führen würde.

Vor diesem Hintergrund hatte die bei den Aktionären der Gasanstalt möglicherweise gegebene Sondersituation in Bezug auf ihre Steuerpflichtigkeit bei der Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung außer Betracht zu bleiben.

Letztlich erfolglos bleiben auch die Einwendungen einer Vielzahl von Antragstellerin gegen den in Ansatz gebrachten Wachstumsabschlag von 0,25 % in der ewigen Rente. Soweit sie Wachstumsraten von 0,5 % bis 6,01 % fordern, entbehren ihre diesbezüglichen Erwartungen realer Grundlagen.

Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2015, abgeleitet worden sind. Er umfasst vornehmlich eine inflationsbedingte sowie daneben gegebenenfalls weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturveränderungen ergibt. Aufgrund des preisbedingten Bestandteils ist daher zu seiner Entwicklung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt. Die

Preissteigerung kann aber gleichwohl nicht mit der Wachstumsrate gleichgesetzt werden, weil der Abschlag vom Kapitalisierungszins maßgeblich davon abhängt, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten auf seine Abnehmer abwälzen kann. Entsprechend handelt es sich beim Wachstumsabschlag stets um eine unternehmensspezifische, in die Zukunft reichende und dementsprechend zu prognostizierende Größe (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5. März 2012, 21 W 11/11 m.w.N.).

Zwar handelt es sich, wie die Bewertungsprüfer ausgeführt haben, bei dem vorliegend angesetzten Wachstumsabschlag gegenüber den in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten und von der Rechtsprechung bestätigten Wachstumsabschlägen in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,0 % mit einer besonderen Häufung der Werte bei 1,0 % um einen unterdurchschnittlichen Wert, den sie aber ungeachtet dessen für plausibel halten, weil die zurückgehende Entwicklung der Bevölkerung in Deutschland und insbesondere in Kaiserslautern und Umgebung zu berücksichtigen sei und darüber hinaus die Gasanstalt auf einem Markt mit zunehmendem Wettbewerbsdruck sowie einer rückläufigen Nachfrage nach konventionellen Energieversorgern tätig sei.

Diese Einschätzung wird von der Kammer geteilt. Die demoskopische Entwicklung der Westpfalz und damit auch diejenige der Stadt Kaiserslautern ist häufig Gegenstand der Berichterstattung in den in der Pfalz publizierten Medien, die auch von den Mitgliedern der Kammer genutzt werden. Danach ist in dem fraglichen Gebiet ein deutlicher Bevölkerungsrückgang zu verzeichnen, der insbesondere auch am Immobilienmarkt abzulesen ist und mit zunehmendem Preisverfall und vielen Leerständen einhergeht. Die Energiewende und damit die Abkehr von konventionellen Energieträgern wie Gas ist überdies ein vorrangig und mit großem Eifer verfolgtes Ziel der rot-grünen Landesregierung in Rheinland-Pfalz.

Das vergleichsweise gering angesetzte Wachstum für die Gasanstalt entspricht vor diesem Hintergrund einem von Realitätssinn geprägtem Denken während das der

Antragsteller, die teilweise den Ansatz sehr hoher Wachstumsraten fordern, als Wunschdenken eingeordnet werden muss.

Ähnlich verhält es sich nach Ansicht der Kammer mit den Ausführungen in der von den Antragstellern zu 1. bis 3. vorgelegten Stellungnahme des „Sachverständiger der Börse Düsseldorf“ vom 13. Dezember 2011 (Bl. 1738 – 1755 d.A.). Dieser Börsensachverständige betreibt gewissermaßen „Rosinenpickerei“, wenn er an sämtlichen für die Bewertung maßgeblichen Parametern wie Planergebnisse für das Jahr 2010, sämtliche Planergebnisse, Beta-Faktor, Marktrisikoprämie und Wachstumsabschlag jeweils die für die abzufindenden Aktionäre günstigsten Annahmen unterstellt und dann bei der simultanen „Anpassung aller Parameter“ zu einem Barabfindungsbetrag von 402,55 € gelangt.

Die sachverständigen Prüfer haben sich mit der betreffenden Stellungnahme gründlich befasst und dabei bei den einzelnen Parametern die von ihm gefundenen Werte aus den bereits vorstehend aufgeführten Gründen als unzutreffend bezeichnet. Die Kammer hält diese Bewertung nach eigener Prüfung für richtig, wobei wiederum zu betonen ist, dass es, was auch nicht verkennt, einen punktuell richtigen Unternehmenswert nicht gibt.

Die Anträge mussten nach alledem insgesamt erfolglos bleiben und waren deshalb zurückzuweisen.

Die Entscheidung über die Gerichtskosten folgt aus § 15 Abs.2 S.1 SpruchG. Nach dieser Bestimmung schuldet nur der Antragsgegner die Gerichtskosten, und diese können ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht (§ 15 Abs.2 S.2 SpruchG); dafür sieht die Kammer vorliegend indes keine Anhaltspunkte.

Die Kosten des gemeinsamen Vertreters hat nach § 6 Abs.2 SpruchG die Antragsgegnerin zu tragen.

Die Antragsgegnerin hat auch ihre eigenen Kosten selbst zu tragen, da in § 15 SpruchG eine Regelung zu deren außergerichtlichen Kosten fehlt. Eine Kostenerstattung findet daher nicht statt.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht auf § 15 Abs.4 SpruchG. Danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Nachdem die Antragsteller mit ihrem Begehren erfolglos geblieben sind und damit der Verfahrensausgang für sie negativ war, müssen sie ihre außergerichtlichen Kosten selbst tragen.

Die Wertfestsetzung beruht auf § 15 Abs.1 S.2 SpruchG. Da die Abfindung nicht erhöht wurde, ist der Mindestwert von 200.000 € maßgeblich.