



Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Spruchverfahren

zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff AktG für die
durch Squeeze-out auf übertragenen Aktien der Keramag AG

an dem beteiligt sind:

hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht sowie die Handelsrichter und auf die mündliche Verhandlung vom 26. September 2012

b e s c h l o s s e n:

Die Anträge der Antragsteller zu 2, 5, 6, 7 und 8 werden als unzulässig und die Anträge in Übrigen als unbegründet zurückgewiesen.

Die Antragsteller tragen ihre außergerichtlichen Kosten, die übrigen Kosten des Verfahrens einschließlich der Kosten des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre trägt die Antragsgegnerin.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf insgesamt 200.000 EUR festgesetzt.

Der Geschäftswert für die Vergütung Verfahrensbevollmächtigten der Antragsteller wird auf mindestens 5.000 EUR festgesetzt.

Gründe:

I.

Das Grundkapital der Keramag AG betrug 12.500.000 EUR und war in 4.800.000 Stückaktien aufgeteilt. Die Aktien der Keramag eingehend bei unserem Börsenhandel im amtlichen Markt an den Börsen Berlin-Bremen und Düsseldorf sowie zum Freiverkehr an der Frankfurter Börse zugelassen. Die Aktien der Keramag AG standen seit ihrer Gründung stets in Mehrheitsbesitz. Nach Beendigung der kriegsbedingten Sequestration wurde die Mehrheit der Aktien den britischen Gründern zurückgegeben. Im Jahre 1968 veräußerten diese einen Anteil von 87 % der Aktien an die heutige [redacted] die 1990 durch [redacted] übernommen wurde. Im Jahre 1995 erwarb dieses Unternehmen eine weitere direkte Beteiligung an der Keramag AG in Höhe von rund 5 %, die bis 1998 auf 8 % ausgebaut wurde. Im Dezember 2003 brachte [redacted] ihre 4.559.500 Aktien an der Keramag AG (94,99 %) in die Antragsgegnerin ein.

Die [redacted] als herrschendes und die Keramag AG als abhängiges Unternehmen schlossen am 15. September 2005 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Dieser wurde nach einer entsprechenden Beschlussfassung durch die Hauptversammlung vom 4. November 2005 am 23. Dezember 2005 in das Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf eingetragen. Gegen die von der außerordentlichen Hauptversammlung der Keramag AG am 4. November 2005 gefassten Zustimmungsbeschluss sowie dem festgesetzten Ausgleich gemäß § 304 AktG in Höhe von brutto 3,84 EUR je Stückaktie wurden Rechtsmittel eingelegt. Durch nicht rechtskräftigen Beschluss des Landgerichts Düsseldorf - 31 O 4/06 AktE – vom 30. August 2012 wurde die angemessene Barabfindung auf 62,16 EUR je Stück Aktie und der angemessener Ausgleich für außenstehende Aktionäre der Keramag AG auf 4,15 EUR je Stückaktie abzüglich der Körperschaftssteuerbelastung in Höhe des jeweils geltenden gesetzlichen Tarifs festgesetzt.

Die Hauptversammlung der Keramag AG beschloss am 17. August 2007 auf Verlangen der Antragsgegnerin die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gemäß §§ 327a ff Aktiengesetz, es wurde eine Abfindung von 66,36 EUR festgesetzt. Der Übertragungsbeschluss wurde am 2. Dezember 2008 in das Handelsregister der Keramag AG eingetragen. Die Bekanntmachung im Unternehmensregister erfolgte am 9. Dezember 2008.

Die Antragsteller sind, soweit sie die Anträge näher begründet haben, der Auffassung,

Der Abfindungsbetrag sei nicht angemessen und höher festzusetzen. Die Antragsteller wenden sich die Anwendung des Bewertungsstandards IDW S 1 in der gültigen Fassung vom 18. Oktober 2005. Weder von der Antragsgegnerin beauftragte Gutachter noch der vom Gericht bestellte sachverständige Prüfer hätten eine eigenverantwortliche Prüfung der ihnen vom Vorstand der Gesellschaft vorgelegten Unternehmensplanung vorgenommen. Weder sei eine irgendwie geartete Plausibilitätsprüfung der Ergebnisse noch der einzelnen Ertrags- und Aufwandsparemeter erfolgt. Insbesondere sei unerörtert geblieben, weshalb die Planannahmen gegenüber den Ist-Zahlen der Vergangenheit trotz eines geplanten Umsatzanstieg rückläufig sein.

Auch sei nicht berücksichtigt worden, dass möglicherweise nicht marktgerechte Konzernverrechnungspreise zwischen der Keramag AG und der Antragsgegnerin vereinbart worden sein. Auch die eigenen Vertriebs Erlöse seien unklar geblieben. Auch seien die Ausschüttungsannahmen im Bewertungsgutachten völlig unvertretbar, weil beträchtlich überhöht, zu kritisieren. Es sei auch unzulässig zu berücksichtigen, dass die Jahresüberschüsse aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages an die herrschende Gesellschaft abzuführen sein. Schließlich sei der angenommene Risikozuschlag überhöht, die Marktrisikoprämie ebenfalls deutlich zu hoch, diese sei vor Steuern höchstens zwischen 1,5 und 2,5 % anzunehmen und auch der Betafaktor fehlerhaft, da er durch eine Peer-Group ermittelt wurde, statt den unternehmenseigenen Betafaktor zu verwenden.

Schließlich seien auch die Schadensersatzansprüche aufgrund der die außenstehenden Aktionäre benachteiligenden Vereinbarungen als Folge des Gewinn- und Beherrschungsvertrages nicht hinreichend berücksichtigt worden. Diese sei durch die Abfindung der Aktionäre als Folge des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nicht ausreichend kompensiert worden.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre beantragen,

eine angemessene Abfindung festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin ist den Bewertungsrügen entgegengetreten. Die festgesetzten Werte sowohl in den Übertragungsbericht von _____ als auch in dem Bericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers _____ seien zutreffend und nicht zu beanstanden.

Wegen des weiteren Sach- und Streitstandes wird – auch im Hinblick auf die umfangreichen Stellungnahmen der Parteien zu den einzelnen Bewertungsparameter – auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

Das Gericht hat den Vertragsprüfer in der öffentlichen Sitzung des Landgerichts Düsseldorf vom 26. September 2012 angehört. Wegen Ergebnisses der Anhörung wird auf das Protokoll der öffentlichen Sitzung des Landgerichts Düsseldorf vom 26. September 2012 (Bl. 669 ff der Akte) verwiesen.

II.

Die Anträge sind teilweise unzulässig und im Übrigen unbegründet.

1.

a)

Der Antrag der Antragsteller zu 2. ist unzulässig.

Die Antragstellerin zu 2 hat innerhalb der gesetzlichen Fristen keinen Antrag gestellt. Sie hat auch nicht gemäß § 4 Abs. 2 Nr. 2 Spruchgesetz in Verbindung mit § 3 S. 3 Spruchgesetz ihre Stellung als Aktionär gegenüber dem Gericht durch Urkunden nachzuweisen durch Urkunden belegt. Eine entsprechende Urkunde – ausgestellt auf die Spuetz AG liegt nicht vor. Die EO Investors GmbH war aber bereits im Zeitpunkt der Antragstellung aufgrund einer unternehmerischen Strukturmaßnahme nicht mehr existent. sie konnte daher auch nicht mehr über ein Aktiendepot verfügen, so dass die vorgelegte Bankbescheinigung bezüglich des Aktienbesitzes offensichtlich unrichtig ist.

b)

Auch die Anträge der Antragsteller zu 5, 6, 7 und 8 sind unzulässig.

Die Antragsteller haben es unterlassen, gemäß § 4 Abs. 2 Nr. 2 Spruchgesetz in Verbindung mit § 3 S. 3 Spruchgesetz ihre Stellung als Aktionär gegenüber dem Gericht durch Urkunden nachzuweisen. Dabei ist eine Urkunde vorzulegen, aus der sich der Aktienbesitz des Antragstellers bezogen auf den Zeitpunkt der Antragstellung

ergibt. Die Antragsteller haben einen derartigen Nachweis nicht vorgelegt, obwohl sie mit der Eingangsbestätigung ihrer Antragschrift auf ihr Unterlassen hingewiesen worden sind.

2.

Die Anträge der übrigen Antragsteller sind demgegenüber unbegründet.

Die Überprüfung der vorgelegten Gutachten und der Stellungnahme des Vertragsprüfers geben keine Veranlassung, von den durch die Hauptversammlung festgesetzten Wert abzuweichen und eine höhere Abfindung festzusetzen.

Zur Bemessung der Barabfindung sind die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen (§ 327 b Abs. 1 AktG). Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung für den Wert seiner Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (vgl. BVerfGE 100, 289, 304, BGH NJW 2003, 3272). Dabei darf die sogenannte „volle“ Entschädigung nicht unter den Verkehrswert liegen, der bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festzusetzen ist. Da der volle Wert höher sein kann als der Verkehrswert in Ansehung des Börsenkurses, ist sowohl eine Anteilsbewertung über den Börsenkurs als auch über Abstimmung des sogenannten inneren Unternehmenswertes vorzunehmen. Der Börsenkurs stellt nicht die Obergrenze der Bewertung dar. Ergibt die Bewertung nach der Ertragswertmethode einen höheren Wert als er im Börsenkurs zum Ausdruck gekommen ist, ist der höhere Wert maßgeblich (vgl. BGHZ 147, 108, OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, Großfeld Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Seite 191).

a)

Soweit einige Antragsteller rügen, dass der Referenzzeitraum für die Ermittlung des gewichteten Börsenwertes fehlerhaft unter Bezugnahme auf die Bekanntmachung

der Strukturmaßnahme erfolgt ist, ist dieser Einwand unzutreffend.

Nach der Stollwerk-Entscheidung des Bundesgerichtshofes (Beschluss - II ZB 18/09 – vom 19. Juli 2010) ist für die Ermittlung des Börsenwertes der Aktie der gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln. Aufgrund der Feststellungen des sachverständigen Prüfers die er im Rahmen seiner Anhörung auch nochmals erläutert hat, ist der maßgebliche Durchschnittskurs geringer als die den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären zugestandene Abfindung in Höhe von 66,36,-- EUR, nämlich nur 64,36 EUR. Unter Berücksichtigung des Freiverkehrs ist der Wert dann auf 66,36 EUR festgesetzt worden.

b)

Entscheidend ist danach, ob aufgrund des nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswertes eine höhere Abfindung zuzusprechen ist.

Die Ertragswertmethode ist allgemein anerkannt, um die „volle“ Entschädigung für das Anteilseigentum zu berechnen (vgl. dazu OLG Düsseldorf- I-26 W 7/07 AktE-Beschluss vom 28.01.2009, Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung, 4. Auflage Seite 39 und 152 ff jeweils mit w.m.N.). In einem Spruchverfahren ist es jedoch nicht möglich, mit einer naturwissenschaftlich-mathematischen Genauigkeit eine objektiv verifizierbare Berechnung vorzunehmen. Vielmehr muss es genügen, wenn das Gericht mit der Unterstützung eines Sachverständigen zu der Überzeugung gelangt, dass eine bestimmte konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutreffende Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führen (vgl. dazu Landgericht Frankfurt- 3 – 5 0 73/04 – Beschluss vom 04.08.2010 Rdnr. 37 (zit. nach JURIS)). Der Unternehmenswert und die angemessene Abfindung sind letztlich zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO).

aa)

Die methodengerechte Anwendung des für die Unternehmensbewertung in der Bundesrepublik Deutschland anerkannten Berechnungsmodells IDW S 1 (2005) führt jedoch zu keiner höheren Abfindung.

Selbst wenn man einige Komponenten des Berechnungsmodells zugunsten der Minderheitsaktionäre in erheblichem Umfang korrigiert, führt dies im Ergebnis zu keiner höheren Abfindung.

Selbst bei der Annahme eines Basiszinssatzes von 4%, eines Gesamtrisikozuschlages von 1,7% und eines Wachstumsabschlages von 1,5% ergibt sich nach Steuern ein Abfindungsbetrag von 61,80 EUR/Aktie, also deutlich unter dem maßgeblichen Börsenwert..

bb)

Entgegen der Ansicht einiger Antragsteller sind die Ertragsprognosen nicht zu korrigieren.

Im Rahmen der Tatsachenfeststellungen zur Unternehmensbewertung in einem Spruchverfahren sind nach der ständigen Rechtsprechung die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen der Erträge durch ein Gericht nur eingeschränkt zu prüfen.

Planungen und Prognosen sind ureigenste unternehmerische Entscheidungen der Geschäftsführung und auf zutreffende Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Weiterhin dürfen sie 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 (vgl. Landgericht Frankfurt a.a.O. Rdnr. 34; OLG Stuttgart – 20 W 9/8- Beschluss vom 13.03.2010; OLG Frankfurt/Main – 5 W 51/09 – Beschluss vom 22.12.2010).

Vorliegend besteht nach der Anhörung des sachverständigen Prüfers keine Veranlassung, die angenommen Erträge bzw. erwarteten Erträge zu korrigieren.

Die Keramag AG hat zulässigerweise aufgrund des „neuen Geschäftsmodells“, nämlich nur noch als Auftragsfertiger der herrschenden Gesellschaft tätig zu sein, im Wesentlichen nur noch die Möglichkeit zu festen Verrechnungspreisen die Waren abzusetzen. Ob diese – zum Nachteil der Aktionäre – zu gering festgesetzt worden sind, ist in diesem Verfahren jedoch nicht zu prüfen. Dieser Umstand ist vielmehr, was auch bereits in der mündlichen Verhandlung diskutiert worden ist, Folge des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Aus diesen Gründen können auch die auf dem „alten Geschäftsmodell“ beruhenden Ertragszahlen lediglich in sehr eingeschränktem Umfang für eine Prognose der für die Zukunft erwarteten Ertragszahlen heran gezogen werden. Dies wird auch durch die tatsächlichen Verhältnisse seit der Erstellung der Gutachten im Jahre 2007 bestätigt. Die Erträge lagen teilweise deutlich niedriger als in den Gutachten angenommen Prognosen.

Soweit teilweise der Einwand erhoben wird, durch diese Vertragsgestaltung mit dem herrschenden Unternehmen würden die verbliebenen Aktionäre geschädigt, vermag auch dies nicht zu einer Anpassung der Ertragsprognose zu führen.

Ein derartiger „Schadensersatz“ wurde bisher, soweit ersichtlich, von keinem der ehemaligen Aktionäre geltend gemacht. Er kann auch nicht beziffert werden. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass es den Aktionären bei Abschluss Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages frei stand und wohl auch noch frei steht, gegen eine Barabfindung die Aktie abzugeben oder die angemessene Ausgleichszahlung zu vereinnahmen. Ob die im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgesetzten Ausgleichs-/Abfindungszahlungen unter Berücksichtigung der Änderung des Geschäftsmodells zutreffend berechnet worden sind, ist aber nicht Gegenstand dieses Verfahrens, die daraus erwachsenden Ansprüche müssen vielmehr in dem Spruchverfahren bezüglich des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages verfolgt werden.

cc)

Die Kammer hält es, wie sie auch bereits in der mündlichen Verhandlung zum Ausdruck gebracht hat, für sachgerecht, den Basiszinssatz entsprechend der ständigen Rechtsprechung nach der Zinsstrukturkurve zu ermitteln, dieses ist auch so erfolgt.

dd)

Auch ein Risikozuschlag von 1,7% ist, unabhängig von der Festlegung der Einzelparame-ter (Beta-Faktor und Marktrisikoprämie) nicht überhöht.

Auch die Gerichte, die teilweise eine pauschale Zuschlagmethode verwenden, be-rücksichtigen einen Risikozuschlag in dieser Größenordnung (vgl. OLG München AG 2008, 231). Daher kommt es vorliegend auch nicht entscheidungserheblich darauf an, ob die vielzitierten Studien von Stehle eine Marktrisikoprämie nun richtig ableiten, ob das arithmetische oder das geometrische Mittel anzuwenden ist oder anhand der Kritik in den wissenschaftlichen Studien, die auch zum Inhalt der Akte gemacht wur-den oder auf den Fachkongressen (IACVA am 1. Juni 2011 in Frankfurt) diskutiert wurden, neue Ansätze zur Bestimmung der Marktrisikoprämie gefunden werden müssen. Es kann im Übrigen nicht die Aufgabe der Rechtsprechung sein, diesen auf hohem Niveau geführten betriebswirtschaftlichen Meinungsstreit zu entscheiden. Die Rechtsprechung kann nur überprüfen, ob ein Parameter – im Ergebnis – nachvoll-ziehbar ist und in der Größenordnung den üblichen Ansätzen entspricht, wenn es – wie vorliegend – keinen Grund gibt, von den gängigen Größen deutlich abzuweichen.

Ein Risikozuschlag von 1,7% liegt deutlich unter einem durchschnittlich in Verfahren dieser Art angenommen Risikozuschlag (vgl. OLG München – 31 Wx 85/06 – Be-schluss vom 2. April 2008; OLG Düsseldorf – I-26 W 5/06 – Beschluss vom 31. März 2006, wo für einen Unternehmen mit leicht erhöhtem unternehmensspezifischen Ri-siko ein Risikozuschlag von teilweise 3,5% angenommen wurde, wenn bei einem durchschnittlichen Marktrisiko ein Wert von 3% angesetzt wird).

ee)

Auch ein Wachstumsabschlag von 1,5% ist keinesfalls zu niedrig bemessen.

Es ist zu berücksichtigen, dass nach empirischen Studien Unternehmensgewinne im Zeitraum vom 1971 bis 1994 lediglich um 1,7 % gestiegen sind. Andererseits ist aber auch davon auszugehen, dass jedes Unternehmen in einem gewissen Umfang die Inflationsrate ausgleichen kann. Es muss auch berücksichtigt werden, dass der Wachstumsabschlag umso höher ist, je mehr das Unternehmen in der Lage ist, einer Geldentwertung entgegenzuwirken. Wenn man die Potenziale berücksichtigt, die das Unternehmen hat, insbesondere das deutliche Wachstumspotential der Logistikbranche, muss man davon ausgehen, dass die Keramag AG nicht nur in der Lage war, die Geldentwertung aufzufangen sondern ihr vielmehr sogar ganz erheblich aufgrund des Wachstumspotenzials entgegen zu wirken (vgl. dazu OLG Düsseldorf – 26 W 6/06 AktE- Beschluss vom 28.01.2008).

c)

Die Kammer sieht sich aufgrund der Entscheidung des Oberlandesgerichts Düsseldorf I-26 W 11/11 AktE – Beschluss vom 4. Juli 2012, auf dessen Begründung Bezug genommen wird, gehindert, eine Abfindung aufgrund einer Kapitalisierung der Ausgleichszahlung anlässlich des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vorzunehmen, auch wenn dies nach Auffassung des Verfahrensbevollmächtigten der Antragsteller zu 40 bis 42 und 47 zu einer erhöhten Barabfindung führen würde.

3.

Die Kostenentscheidung folgt aus § 15 SpruchG.

Es liegen keine Billigkeitsgründe vor, von den gesetzlichen Regelfällen der Kostentragung abzuweichen.

Aufgrund der Abweisung der Anträge ist der gesetzliche Mindestgeschäftswert festzusetzen (§ 15 SpruchG).

Der Geschäftswert für die Tätigkeit der Verfahrensbevollmächtigten der Antragsteller wird auf mindestens 5.000,- EUR festgesetzt (§ 31 RVG).