



Kammergericht

Beschluss

Geschäftsnummer: 2 W 143/08
102 O 130/03 AktG Landgericht Berlin

In dem Spruchverfahren

den der Antragsteller zu 1.-7. und 13. sowie die Anschlussbeschwerde der Antragstellerin zu 11. werden zurückgewiesen.

Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Beschwerdeverfahrens zu tragen. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert für beide Instanzen, für das landgerichtliche Verfahren in Abänderung des Beschlusses vom 14. Juli 2008, wird auf 200.000 Euro festgesetzt.

Gründe:

A.

Mit ihrer sofortigen Beschwerde wendet sich die Antragsgegnerin gegen die Festsetzung eines erhöhten Abfindungsbetrages in dem angegriffenen Beschluss. Die Antragsteller zu 1. bis 7., 11. und 13. verfolgen mit der von ihnen eingelegten sofortigen Beschwerde beziehungsweise Anschlussbeschwerde das Ziel, eine Erhöhung der Abfindung über den in jenem Beschluss festgesetzten Betrag hinaus zu erlangen. Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre hat sich diesem Begehren angeschlossen.

Die Anschlussbeschwerdeführer waren Aktionäre der früheren AG und nunmehrigen AG. Am 19. Dezember 2002 beschloss die Hauptversammlung der AG, die im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Beschwerdeführerin zu übertragen. Dieser Beschluss ist am 1. Oktober 2003 im Handelsregister eingetragen worden.

Bei der Beschlussfassung legte die Beschwerdegegnerin einen Abfindungsbetrag von 12,00 Euro pro Aktie fest. Grundlage hierfür war ein von ihr bei der eingeholtes Gutachten, das zu einem anteiligen Unternehmenswert in dieser Höhe gelangt war. Dabei waren ein Basiszinssatz von 6 %, eine Marktrisikoprämie von 5,5 %, ein Betafaktor von 1,7 und ein Wachstumsabschlag von 0,5 % zugrunde gelegt worden. Diese Berechnung hatte zu einem Ertragswert von 6,84 Euro pro Aktie geführt. Die vom Landgericht bestellte Prüfungsgesellschaft bestätigte die Angemessenheit des Abfindungsbetrages von 12,00 Euro.

Die Antragsteller sowie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre haben die von der Antragsgegnerin angebotene Barabfindung für zu niedrig gehalten. Sie haben eine Reihe von

Verfahrensfehlern gerügt und zudem gemeint, dass ihnen ein höherer Betrag zustehe, da die Wertermittlung auf andere Weise vorzunehmen sei, als dies die Antragsgegnerin getan hat. Dabei haben sie insbesondere Einwendungen gegen die Ertragsplanung und die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erhoben.

Die Antragsteller haben beantragt,

eine höhere Abfindung zu bestimmen sowie eine Verzinsung des Erhöhungsbetrages auszusprechen.

Die Antragsgegnerin hat beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Dabei hat sie sich im Wesentlichen auf die vorliegenden Gutachten zur Unternehmensbewertung bezogen.

Das Landgericht hat am Tage der mündlichen Verhandlung vom 28. September 2004 beschlossen, dass die Berechnung des Abfindungsbetrags hinsichtlich des Kapitalisierungszinssatzes und der Plausibilität der Planungsrechnungen getrennt durch Sachverständige überprüfen zu lassen. Nachdem die Gutachten der Sachverständigen
und
vorlagen, hat das Landgericht die Barabfindung in dem angegriffenen Beschluss auf 15,95 Euro pro Aktie festgesetzt.

Zur Begründung hat das Landgericht zunächst ausgeführt, dass keine Verfahrensfehler festzustellen seien. Die Möglichkeit des Squeeze out nach § 327a Abs. 1 AktG sei auch nicht verfassungswidrig. Die Einwände der Antragsteller zu den Themen Unternehmensplanung, sonstige Erträge, Berücksichtigung von Synergien und nicht betriebsnotwendiges Vermögen hielt das Landgericht nicht für durchgreifend. Was den Kapitalisierungszinssatz angeht, ist das Landgericht allerdings hinsichtlich der drei Parameter Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag zu Korrekturen gegenüber dem Bewertungsgutachten von
und teils auch gegenüber den Ausführungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen gelangt. Bei dem Ansatz eines Basiszinssatzes von 6 % im Gutachten bleibe offen, wie dieser sich aus beobachtbaren Zinssätzen von rund 5 % im Rahmen einer anhaltenden Niedrigzinsphase rechtfertige. Auch der von dem Sachverständigen angesetzte Zinssatz von 4,2 % überzeuge nicht, da es an der Laufzeitäquivalenz fehle. Das Landgericht hat stattdessen die Zinsstrukturkurve der von der Deutschen

Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze herangezogen und einen Durchschnitt aus dem Wert der dem Bewertungsstichtag vorausgegangen drei Monate gebildet. Den daraus errechneten Mittelwert von 5,35 % hat das Landgericht zugrunde gelegt.

Das Landgericht befürwortete einen Risikozuschlag, der trotz methodischer Schwächen nach der CAPM-Methode zu berechnen sei. Der von dem Sachverständigen errechnete Zuschlag von 5,5 % sei zu hoch; stattdessen nahm das Landgericht einen Wert von 3 % an. Als Beta-Faktor legte das Landgericht den von jenem Sachverständigen zuletzt genannten Wert 1,0 an, während 1,7 und der Sachverständige zunächst 0,5 angesetzt hatten. Als Wachstumsabschlag nahm das Landgericht, insoweit in Übereinstimmung mit dem Sachverständigen einen Wert von 1,25 % an, während zu einem Wert von 0,5 % gelangten. Bei einer angenommenen pauschalen Steuerbelastung von 35 % gelangte das Landgericht zu einem Barwert von 15,95 Euro pro Aktie.

Gegen den ihr am 23. Juli 2008 zugestellten Beschluss hat die Antragsgegnerin mit am 4. August 2008 eingegangenen Schriftsatz Beschwerde eingelegt. Die Antragsteller zu 1.-7. haben gegen den ihnen am 24. Juli 2008 zugestellten Beschluss am 28. Juli 2008 Beschwerde eingelegt. Die Beschwerdeführerin zu 13. hat gegen den ihr am 30. Juli 2008 zugestellten Beschluss am 7. August 2008 Beschwerde eingelegt. Am 3. September 2008 ist die Anschlussbeschwerde der Beschwerdeführerin zu 11. eingegangen, der der Beschluss am 28. Juli 2008 zugestellt worden war.

Die Antragsgegnerin meint, die in dem angegriffenen Beschluss festgesetzte Abfindung sei zu hoch. Es sei nicht nachvollziehbar, wieso das Landgericht von dem von ihr eingeholten Sachverständigengutachten abweiche. Gegen eine Sachkunde des Gerichts spreche, dass die Aktie vor der Bekanntgabe der Übernahme lediglich mit etwa 5 Euro bewertet worden sei. Die Antragsgegnerin hält den in dem angegriffenen Beschluss mit 5,35 % angesetzten Basiszinssatz für zu niedrig. Insoweit bedürfe auch das Gutachten einiger Korrekturen. Die Marktrisikoprämie - die mittels eines arithmetischen Durchschnitts abzuleiten sei - sei mit 3 % zu niedrig bemessen; dasselbe gelte für den Ansatz von 1 für den Beta-Faktor. Der Wachstumsabschlag, den das Landgericht in Übereinstimmung mit dem Gutachten mit von 1,25 % ansetzt, sei zu hoch bemessen. Auch die Abweichung vom Gutachten zum Unternehmenswert sei fehlerhaft.

Die Antragsteller zu 1-7 und 11 halten die Marktrisikoprämie von 3 % (S. 32 des Umdrucks des angegriffenen Beschlusses) für zu hoch. Die Antragstellerin zu 17. meint, zur Ermittlung der Marktrisikoprämie sei die jeweils längstlaufende Staatsanleihe heranzuziehen. Dies führe dazu, dass eine erheblich geringere Marktrisikoprämie anzusetzen sei; 3,5 % stelle eine absolute Obergrenze dar. Zum Wachstumsabschlag meint die Antragstellerin zu 17., dass Wachstumsraten unterhalb der Inflationsrate langfristig nicht realistisch seien. Der Antragsteller zu 2. hält den Beta-Wert im Rahmen der Unternehmensbewertung für ungeeignet. Zudem wendet er sich gegen verschiedene Ausführungen der Sachverständigen.

Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre lehnt den Ansatz eines Basiszinssatzes von 5,35 % ab; vielmehr müsse der von dem Sachverständigen angesetzte Zinssatz von 4,2 % zugrunde gelegt werden. Die Marktrisikoprämie habe das Landgericht zutreffend gegenüber dem Gutachten reduziert, während die Korrektur des Betafaktors von 0,5 auf 1 unzutreffend sei.

Die Antragsgegnerin beantragt,

den Beschluss des Landgerichts aufzuheben, die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen und den Antragstellern sämtliche Kosten des Spruchverfahrens mit Ausnahme der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre aufzuerlegen.

Die Antragsteller zu 9., 10., 11., 12., 14. und 17 beantragen,

die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen.

Die Antragsteller zu 1.-7., 11. und 13. beantragen,

unter Zurückweisung der Beschwerde der Antragsgegnerin den Beschluss des Landgerichts aufzuheben und eine höhere als die vom Landgericht festgesetzte Barabfindung festzusetzen.

B.

I. Die Beschwerden gegen den Beschluss des Landgerichts sind zulässig. Auf das nach dem 1. September 2003 eingeleitete Beschwerdeverfahren ist gem. § 17 Abs. 2 S. 2 SpruchG

dieses Gesetz anwendbar. Gegen den angegriffenen Beschluss ist gem. § 12 Abs. 1 SpruchG die sofortige Beschwerde statthaft. Nach § 12 Abs. 2 S. 1 SpruchG ist das Kammergericht zur Entscheidung darüber berufen. Sämtliche Beschwerden sind innerhalb von zwei Wochen nach Zustellung des Beschlusses und somit fristgerecht eingelegt worden (§§ 12 Abs. 1, 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 22 Abs. 1 FGG). Für die Rechtzeitigkeit der unselbstständigen Anschlussbeschwerde der Antragstellerin zu 11. kam es auf eine Fristwahrung nicht an.

II. In der Sache hat die Beschwerde der Antragsgegnerin Erfolg. Der Senat kann ohne mündliche Verhandlung entscheiden, da eine solche bereits vor dem Landgericht in öffentlicher Sitzung stattgefunden hat und im Beschwerdeverfahren nur mehr über Rechtsfragen zu befinden ist (vgl. BVerwG NVwZ 2004, 108, 110; OLG Zweibrücken NZG 2004, 872, 874; Wilske, in: Kölner Komm. zum SpruchG, 2005, § 12 Rn. 34; Simon/Simon, SpruchG, 2007, § 12 Rn. 25).

Die angegriffene Entscheidung war dahingehend abzuändern, dass die Anträge zurückgewiesen werden. Der Rechtsstreit ist zur Entscheidung reif, ohne dass es der neuerlichen Einholung eines Sachverständigengutachtens, einer mündlichen Verhandlung oder einer Vernehmung von Zeugen bedürfte. Vielmehr ist der Sachverhalt nach Überzeugung des Senats durch die vier vorliegenden Sachverständigengutachten, insbesondere die erstinstanzlich eingeholten Gutachten der Sachverständigen und in der gebotenen Intensität aufgeklärt. Soweit sich im Übrigen die Antragsteller gegen die Auswahl von als gem. § 327c Abs. 2 AktG gerichtlich bestellten Gutachter wenden, hat das Landgericht zutreffend ausgeführt, dass insoweit keine Bedenken bestehen (Beschlussumdruck, S. 9 f.).

1. Grundlagen

Im Spruchverfahren gem. § 1 Nr. 3 SpruchG nach einem sog. Squeeze-out ist eine Unternehmensbewertung vorzunehmen mit dem Ziel sicherzustellen, dass die ausscheidenden Aktionäre den ihnen nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG zustehenden angemessenen Ausgleich erhalten. Diese Regelungen sind verfassungsgemäß (BVerfG NJW 2007, 3268 ff.). Bei dem zu leistenden Ausgleich geht es um eine vollwertige Kompensation für den durch den Entzug der Aktionärsstellung eintretenden Verlust („volle Entschädigung“; BVerfG ZIP 1999, 1436, 1440 – DAT/Altana). Hierzu bedarf es einer Unternehmensbewertung. Für die „richtige“ Bewertung eines Unternehmens zu Zwecken der Bemessung einer Abfindung ausscheidender

Aktionäre gibt es keine näheren gesetzlichen Vorgaben. Auch in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion haben sich bislang keine einheitlichen Grundsätze herausgebildet. Vor diesem Hintergrund kann es im Spruchverfahren von vornherein nicht darum gehen, mit gleichsam naturwissenschaftlich-mathematischer Genauigkeit eine objektiv verifizierbare Berechnung vorzunehmen. Vielmehr genügt es, wenn das Gericht – erforderlichenfalls mit sachverständiger Unterstützung – zu der Überzeugung gelangt, dass eine bestimmte konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutreffender Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führt.

Maßgeblich sind damit – richtige Ausgangsdaten vorausgesetzt – im Wesentlichen Plausibilitäten (Senat, OLGReport KG 2009, 657 = BeckRS 2009, 20226 mit zustimmender Anmerkung *Wittgens*, EWIR § 327a AktG 2/09, S. 363 f.; LG Frankfurt/M. AG 2007, 42, 43; *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 98). Dabei steht den Gerichten ein großer Spielraum vertretbarer Annahmen zu, innerhalb dessen letztlich durch Schätzung nach § 287 ZPO zu entscheiden ist (*Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl. 2008, § 305 Rn. 53). Diese Grundsätzen gelten auch für das Beschwerdeverfahren. Es kann mithin auch in der Beschwerdeinstanz nicht, wie dies in den Beschwerdebegründungen der Beschwerdeführer teils anklingt, darum gehen, im Bereich der Plausibilitätskontrolle verschiedene in den Wirtschaftswissenschaften in Aufsätzen oder Vorträgen vertretene unterschiedliche Lehrmeinungen immer wieder mittels neuerlicher Gutachten oder Zeugenvernehmungen gegeneinander „auszuspielen“. Maßstab für die Entscheidung über die Beschwerden ist insoweit vielmehr allein, ob die angegriffenen Ausführungen einer Plausibilitätskontrolle standhalten.

Im Ansatz zutreffend ist das Landgericht in dem angegriffenen Beschluss davon ausgegangen, dass die Unternehmensbewertung sich an der Ertragswertmethode zu orientieren hat (statt vieler *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 305 Rn. 52b; dies billigt auch BVerfG ZIP 1999, 1436, 1441 – DAT/Altana). Maßgeblich sind die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag; als diesen hat das Landgericht zutreffend den Tag der Hauptversammlung, hier also den 19. Dezember 2002, angesehen. Zu folgen ist dem Landgericht auch darin, dass künftige Entwicklungen für die Unternehmensbewertung nur insoweit berücksichtigt werden können, als sie sich am Stichtag bereits konkret abgezeichnet haben.

2. Stellungnahme zu den Bewertungsrügen

Das die Ermittlung der für die Unternehmensbewertung maßgeblichen Faktoren und deren Gewichtung angeht, so hat das Gericht sich mangels eigener Sachkunde regelmäßig sachverständiger Unterstützung zu bedienen. Es ist anerkannt, dass das Gericht von der Einschätzung eines von ihm bestellten Sachverständigen nur unter engen Voraussetzungen abweichen darf. So berechtigt insbesondere das Studium von Fachliteratur das Gericht nicht ohne Weiteres, von einem Sachverständigengutachten abzuweichen (Zöller/Greger, ZPO, 28. Aufl. 2010, § 402 Rn. 7a). Das Gericht darf nicht seine eigene (vorhandene oder vermeintliche) Sachkunde an die Stelle von derjenigen des gerade zwecks Aufklärung des Sachverhalts eingeschalteten Sachverständigen setzen; vielmehr ist es insoweit auf die bereits angesprochene Plausibilitätskontrolle beschränkt.

Angesichts dessen ist es geboten, die von dem Sachverständigen (Gutachten S. 28) mit 5,5 % bezifferten Marktrisikozprämie zugrunde zu legen und nicht, wie dies in dem angegriffenen Beschluss geschieht, einen niedrigeren Wert von 3,0 % anzusetzen. In Übereinstimmung mit dem Landgericht hält der Senat den Ansatz eines allgemeinen Marktrisikozuschlags für sachgerecht (Senat, OLGReport KG 2009, 657 = BeckRS 2009, 20226). Allein der Umstand, dass Risiken bereits in der Unternehmensplanung berücksichtigt werden, macht einen solchen Zuschlag nicht entbehrlich. Für die Berechnung des Risikozuschlags folgt das Landgericht trotz gewisser methodischer Bedenken dem Standard IDW S1 von 2005, der das sog. CAPM-Modell empfiehlt (so bereits Senat, OLGReport KG 2009, 657 = BeckRS 2009, 20226; ebenso OLG Celle ZIP 2007, 2025, 2027 f.; OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 49 f.; OLG Stuttgart ZIP 2008, 2020; a.A. OLG München BeckRS 2008, 11182). Dies ist schon deshalb nicht zu beanstanden, weil ein abweichend von diesem Modell festgelegter Zuschlag willkürlich erschiene. Was die Höhe des Marktrisikozuschlags angeht, so hält der vom Sachverständigen ermittelte Wert von 5,5 % der vom Gericht vorzunehmenden Plausibilitätskontrolle stand. Damit bewegt sich der Sachverständige in einer Größenordnung, die für den betreffenden Zeitraum völlig üblich ist. So hat eine empirische Auswertung von Bewertungsgutachten zwischen 2002 und Anfang 2005 Marktrisikoprämien zwischen 4,0 und 6,0 % ergeben; meist liegt der Mittelwert bei 5,0 % und in jüngerer Zeit bei 5,5 % (Hachmeister/Kühnle/Lampenius, WPg 2009, 1234, 1241 f.; s. auch Stehle, WPg 2004, 921). Dementsprechend sind auch in der Rechtsprechung Werte in dieser Größenordnung anzutreffen (s. etwa OLG Düsseldorf NZG 2006, 911, 913: 5,0 %). Der Senat hat selbst in einem anderen Verfahren für einen wenige Monate früher liegenden Stichtag eine Marktrisikoprämie von 5,5 % zugrunde gelegt (Senat, OLGReport KG 2009, 657 = BeckRS 2009, 20226, für Stichtag 27. Juni 2002). Unter Plausibilitäts Gesichtspunkten besteht daher kein

Anlass, von der durch den Sachverständigen vorgenommenen Beurteilung abzuweichen. Die von einem Teil der Antragsteller vorgebrachten Einwände gegen die Bemessung des Wachstumsabschlags durch das Landgericht greifen nicht durch, weil sie die Plausibilität der auf den Äußerungen des Sachverständigen beruhenden Feststellungen nicht beeinträchtigen. Insbesondere steht die Tatsache, dass man mit anderen Annahmen zu anderen Werten kommt, der Plausibilität der Ausführungen des Sachverständigen nicht entgegen.

Sind mithin eine Marktrisikoprämie von 5,5 % und ein Wachstumsabschlag von 1,25 % zugrunde zu legen, so erweist sich auf der Grundlage der Kalkulationen der Sachverständigen und dass der Barwert des Unternehmens pro Aktie zum Stichtag deutlich unter dem Abfindungsbetrag von 12,00 Euro liegt. Daher kommt es nicht mehr darauf an, ob der Basiszinssatz, den der Sachverständige mit 4,2 % angesetzt hat, zu erhöhen (vgl. Senat, OLGReport KG 2009, 657 = BeckRS 2009, 20226: 5,3 % für Stichtag 27. Juni 2002), oder ob der Beta-Faktor im Hinblick auf die besonderen branchenbedingten Risiken des Unternehmens oberhalb der für den Marktdurchschnitt geltenden Zahl von 1,0 anzusetzen ist. In beiden Fällen würde dies lediglich dazu führen, dass der Unternehmenswert weiter sänke, mithin die Abfindung entsprechend geringer anzusetzen wäre.

C.

I. Die Kostenentscheidung folgt aus § 15 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 SpruchG. Der Senat hält es nicht für geboten, abweichend hiervon die Kosten des Beschwerdeverfahrens aus Billigkeitsgründen nach § 15 Abs. 2 S. 2 SpruchG zumindest teilweise den Antragstellern aufzuerlegen. Ihre Beschwerden waren nicht offensichtlich unbegründet, auch wenn sie im Wesentlichen allein solche Themen betrafen, die bereits Gegenstand des erstinstanzlichen Verfahrens waren. Der Umstand, dass ihre Beschwerden erfolglos geblieben sind, genügt für sich genommen nicht, um den Antragstellern die Kosten aufzuerlegen (BayObLG NZG 2003, 483; *Drescher*, in: Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 15 SpruchG Rn. 17).

II. Der Wert ist gem. § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG auch für die Beschwerdeinstanz auf den Mindestwert festzusetzen, weil das Verfahren nicht zu einer Erhöhung der Abfindung geführt hat.