

Beglaubigte Abschrift

18 O 7/18 [AktE]



Landgericht Dortmund

Beschluss

In dem Verfahren nach dem AktG

gegen

Antragsgegnerin,

Prozessbevollmächtigte:

weiterer Beteiligter :

als gemeinsamer Vertreter der außenstehenden Aktionäre.

Die Anträge werden zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten werden der Antragsgegnerin auferlegt.
Diese hat auch die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre zu tragen und seine Aufwendungen zu ersetzen.

Der Gegenstandswert für das Verfahren wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe :**I.**

Die Grohe AG hat ihren Sitz in Hemer und ist im Handelsregister B des Amtsgerichts Iserlohn unter HRB 5726 eingetragen.

Gegenstand der Gesellschaft ist die Entwicklung, Herstellung und der Vertrieb von Sanitärarmaturen, Accessoires und Komponenten, insbesondere auf dem Gebiet der Sanitärtechnik, sowie der Handel mit Erzeugnissen aller Art.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 60.928.959 € und ist in 60.928.959 vinkulierte auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Nennwert in Höhe von 1,00 € eingeteilt.

Hiervon hielt die Antragsgegnerin 60.805.903 Aktien, was einem rechnerischen Anteil von ca. 99,8% am Grundkapital entspricht. Daneben hielt die Grohe AG 44.114 eigene Aktien, außenstehende Aktionäre hielten 78.942 Aktien.

Die Grohe AG ist nicht börsennotiert.

Mit Wirkung zum 16.9.2004 schlossen die Antragsgegnerin als herrschendes Unternehmen und die Grohe AG einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, der zum 31.12.2006 endete. Zur Fortführung schlossen die beiden Vertragspartner am 11.7.2006 einen neuen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, der am 1. Januar 2007 in Kraft trat.

Die Anteile an der Antragsgegnerin werden zu 100% von der Grohe Holding GmbH gehalten. Muttergesellschaft der Grohe Holding GmbH ist die Grohe Group S.à r.l., die gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften die Grohe Gruppe bildet.

Anfang 2014 übernahm ein Joint Venture der LIXIL Corporation und der Development Bank of Japan Inc., Tokyo mittelbar 87,5% der Anteile an der Grohe Group S.à r.l., Die LIXIL-Gruppe ist mit (mit ihren übrigen) Tochtergesellschaften vor allem im Bereich der Herstellung und des Vertriebs von Baumaterialien tätig. Seit April 2015

ist die Grohe AG Bestandteil der LIXIL Water Technology Group. In dieser wird das weltweite Sanitärgeschäft von LIXIL gebündelt. Mit Wirkung zum 1.4.2015 übernahm die LIXIL Corporation unmittelbar die restlichen 12,5% der Anteile an der Grohe Group S.à r.l.,

Nachdem zum 30.9.2016 die Development Bank of Japan Inc. aus dem gemeinsamen Joint Venture ausgestiegen ist, hält die LIXIL Corporation seit dem 1.10.2016 mittel- und unmittelbar 100% der Anteile an der Grohe Group S.à r.l.,

Infolge der Einbindung in die LIXIL-Gruppe wurde bei der Grohe AG das Geschäftsjahr geändert. Dieses entsprach bis einschließlich 2015 dem Kalenderjahr. Ab dem Geschäftsjahr 2016/17 wurde das Geschäftsjahr auf den 1. April bis 31. März festgesetzt.

Im Zuge der Umstellung wurde für den Zeitraum 1.1.2016 bis 31.3.2016 ein Rumpfgeschäftsjahr gebildet.

Die Grohe AG wird in den Konzernabschluss der Grohe Holding GmbH sowie der LIXIL Group Corporation, Tokyo, einbezogen. Der Konzernabschluss der Grohe Holding GmbH wird im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht. Dessen ungeachtet erstellt die Grohe AG einen eigenständigen Konzernabschluss nach dem HGB, der Gegenstand einer Konzernabschlussprüfung ist.

Die Grohe AG ist ein Komplettanbieter sanitärtechnischer Produkte und Systeme für die Wasserdarbietung. Die Produkte der Grohe AG lassen sich unter dem Oberbegriff „Wassertechnologieprodukte“ zusammenfassen. Dazu gehören grundsätzlich alle Produkte, die der Regelung des Wasserflusses und zur Wasserdarbietung an allen Sanitär- und Küchenzapfstellen in Gebäuden dienen. Die Produktpalette beinhaltet insbesondere Badarmaturen, Accessoires für die Badausstattung, Brausen, Duschsysteme, Küchenarmaturen sowie auch Spül- und Installationssysteme von gehobener Qualität.

Im Augenblick werden die bestehenden Produktkategorien des Konzerns um Produkte im digitalen Bereich, Keramik-Erzeugnisse und Dusch-WCs erweitert. Im digitalen Bereich handelt es sich dabei um Produkte Grohe Sense oder Grohe Sense Guard. Grohe Sense erkennt auslaufendes Wasser, Frostgefahr, misst die Feuchtigkeit und warnt unverzüglich per Smartphone App. Grohe Sense Guard überwacht den Wasserverbrauch, erkennt selbst kleinste Undichtigkeiten sowie Frostgefahr und unterbricht bei einem geplatzten Rohr automatisch die Wasserzufuhr.

Bei Sanitärarmaturen ist die Grohe AG Marktführer in Deutschland, Frankreich, den Benelux-Ländern, Österreich, Italien und in zahlreichen Ländern des Nahen / Mittleren Ostens.

Die Grohe AG verfügt über drei Produktionsstandorte in Deutschland, die auf die Herstellung bestimmter Produkte spezialisiert sind. In Hemer werden Sanitärarmaturen produziert, in Lahr Duschen und in Porta Westfalica Sanitärsysteme.

Jeweils eine weitere Fertigungsstätte befindet sich in Albergaria / Portugal und in Klaeng / Thailand. Dort werden jeweils mehrere Produktkategorien in Großserien produziert. Die Fertigungsstätte in Klaeng sollte im Geschäftsjahr 2017 / 18 um ein Zinkdruckguss-Werk erweitert werden.

Per 31.12.2017 beschäftigte die Grohe AG in den inländischen Werken 1.542 Mitarbeiter und in den ausländischen Werken rund 2.419 Mitarbeiter.

Mit Schreiben vom 11. Mai 2017 hat die Antragsgegnerin dem Vorstand der Grohe AG das förmliche Verlangen mitgeteilt, die Hauptversammlung der Grohe AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschliessen zu lassen.

Im Folgenden hat die Antragsgegnerin eine gutachtliche Stellungnahme zum objektivierten Vermögenswert der Grohe AG sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung eingeholt. Das Gutachten ist durch

unter dem 6.9.2017 erstellt worden. Die angemessene Barabfindung ist hierbei mit 63,48 € / Aktie ermittelt worden.

Mit Beschluss des Landgerichts Dortmund vom 23.5.2017 (20 O 90/17 AktE) war

zum sachverständigen Prüfer bestellt worden. Die Prüfung erfolgte überwiegend zeitlich parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters.

Der sachverständige Prüfer erstellte seinen Prüfbericht unter dem 13.9.2017. Der sachverständige Prüfer hielt eine Barabfindung von 63,48 € je Stückaktie für angemessen.

Mit Schreiben vom 12.9.2017 konkretisierte die Antragsgegnerin ihr Übertragungsverlangen unter Angabe der festgelegten Barabfindung von 63,48 € je Aktie der Grohe AG und verlangte, dass eine entsprechende Beschlussfassung auf die Tagesordnung der Hauptversammlung der Grohe AG am 21. November 2017 gesetzt wird.

Am 21. November 2017 fasste die Hauptversammlung der Grohe AG den Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung von 63,48 € je Aktie der Grohe AG.

Der Beschluss wurde am 11.12.2017 in das Handelsregister der Grohe AG eingetragen.

Die Antragssteller halten die angebotene Barabfindung für zu gering. Die Planungsrechnungen seien zu pessimistisch. Die Erweiterung des Werkes in Thailand spiegele sich nicht in der Planung wider. Die Änderung der Bilanzierungsmethode für die Pensionszusagen sei nicht nachvollziehbar. Das Umsatzwachstum sei für die ewige Rente nur mit 1,5% fortgeschrieben worden, obwohl es im letzten Planjahr 7% betragen habe. Die Erhöhung der Materialkostenquote sei nicht nachvollziehbar. Der geplante Rückgang der Umsatzerlöse und der EBITDA-Marge in der Phase der ewigen Rente gegenüber dem letzten Planjahr seien nicht nachvollziehbar. Durch die Kreditaufnahme für den Erwerb der Anteile an den Grohe Gesellschaften ergebe sich ein höheres Kapitalstrukturrisiko und ein höheres verschuldetes Beta gegenüber der Zahlung aus der vorhandenen Liquidität.

Die Markenbekanntheit der Grohe AG sei nicht hinreichend berücksichtigt; die Marke müsse noch gesondert bewertet werden.

Die Marktrisikoprämie sei zu hoch gewählt, soweit den Empfehlungen des FAUB zur Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen der Finanzmarktkrise gefolgt werde, entbehre die Empfehlung des FAUB belastbaren Studien. Die Ermittlung des Beta-Faktors anhand einer peer-group und die Zusammensetzung der peer-group werden beanstandet. Der Wachstumsabschlag sei mit 1,5% zu gering bemessen.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen die Festsetzung einer angemessenen Abfindung.

Die Antragsgegnerin beantragt die Zurückweisung der Anträge.

Sie hält die angebotene Abfindung für angemessen.

Wegen der Einzelheiten des Parteivorbringens wird auf die wechselseitigen Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

Das Gericht hat ergänzende Stellungnahmen des sachverständigen Prüfers eingeholt. Insoweit wird auf die ergänzende Stellungnahmen des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 und die Zweite ergänzende Stellungnahme vom 30.9.2019 Bezug genommen. Ferner hat das Gericht den sachverständigen Prüfer mündlich angehört. Diesbezüglich wird auf das Protokoll vom 5.9.2019 verwiesen.

II.

Die zulässigen Anträge sind unbegründet.

Die den Antragstellern gemäß §§ 327a, 327b, 327f AktG zu zahlende Abfindung war nicht zu erhöhen. Aus Sicht der Kammer ist die Abfindung mit 63,48 € angemessen festgesetzt.

1.

Dieser Wert ergibt sich auf der Grundlage der im Rahmen des Übertragungsberichts von der Antragsgegnerin eingeholten gutachterlichen Stellungnahme von (Bewertungsgutachten) sowie dem Prüfbericht des sachverständigen Prüfers in Verbindung mit den ergänzenden Stellungnahmen des sachverständigen Prüfers sowie seiner mündlichen Anhörung. Das Bewertungsgutachten und der vorgenannte Prüfbericht und die ergänzenden Stellungnahmen des sachverständigen Prüfers bilden aus der Sicht der Kammer eine ausreichende Schätzgrundlage für die festzusetzende angemessene Abfindung.

Die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens war entbehrlich. Der Prüfbericht des sachverständigen Prüfers ist ausführlich und nachvollziehbar. Aus Sicht der Kammer auftretende Fragen konnten im Rahmen der ergänzenden Stellungnahmen sowie der mündlichen Anhörung geklärt werden.

2.

Die Unternehmensbewertung erfolgte auf der Grundlage der Ertragswertmethode, diese ist als geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt. Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären zukünftig zufließenden Erträge des Bewertungsobjektes zu schätzen und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen.

3.

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen der Erträge nur eingeschränkt überprüfbar. Sie 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 (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 5907 f; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 2.7.2018, 26 W 6/16 (AktE), zitiert nach juris RdNr. 39).

Für die zu prognostizierende Ergebnisentwicklung können die Zahlen zugrunde gelegt werden, die aus dem Bewertungsgutachten von ersichtlich sind. Diese Planungsrechnungen beruhen auf den Planungen der Gesellschaft.

a)

Ausgangspunkt ist die Planung der Gesellschaft, wie ihr der Aufsichtsrat der Gesellschaft am 31. August 2017 zugestimmt hat.

Der reguläre Planungsprozess innerhalb der Grohe-Gruppe sieht eine 5-Jahres-Planung auf Ebene der Grohe Holding GmbH vor. Für die Grohe AG wird im normalen Planungsprozess keine eigenständige Planung erstellt.

Daher mußte eine entsprechende Planung für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung erstellt werden.

Für die Zwecke der Bewertung sind dazu die nicht zum Konzern gehörenden Unternehmensteile aus den Planansätzen der Grohe Holding GmbH bereinigt worden bzw. sind die Vergangenheitsdaten des Konzerns auf Basis vergleichbarer Prämissen zur Planung der Grohe Holding GmbH fortgeschrieben worden (RdNr. 104 und 105; Prüfbericht RdNr. 128).

Ausgangspunkt ist insoweit die erstellte Mittelfristplanung der Grohe Holding GmbH für die planerischen Geschäftsjahre 2017/18 bis 2021/22. Auf dieser Basis wurde anschließend die Planung für die Grohe AG abgeleitet (RdNr. 105).

Die auf diese Weise erstellte konsolidierte 5-Jahres-Planung der Grohe AG wurde am 31.8.2017 vom Aufsichtsrat der Grohe AG genehmigt.

Der sachverständige Prüfer hat sowohl den Prozess der Erstellung der Planung auf der Ebene der Grohe Holding GmbH als auch die Überleitung dieser Planungsrechnung auf die Grohe AG nachvollzogen und als sachgerecht erachtet (Prüfbericht RdNr. 134).

Die dergestalt erstellte Planungsrechnung stellt sich zusammengefasst wie folgt dar (RdNr. 107):

Große Gewinn- und Verlustrechnung bereinigt, in T€	let 2016/17	Plan 2017/18	Plan 2018/19	Plan 2019/20	Plan 2020/21	Plan 2021/22	Erw. Rendite 2022/23 H.
Umsatzerlöse	1.397.098	1.454.233	1.547.145	1.648.442	1.782.504	1.888.247	1.014.541
Herstellungskosten der zur Erzielung der Umsatzerlöse erbrachten Leistungen	(782.640)	(835.424)	(898.333)	(955.248)	(1.018.103)	(1.083.988)	(1.088.921)
Bruttoergebnis vom Umsatz	614.458	618.809	648.812	693.194	764.401	804.259	827.819
Vertriebskosten	(338.776)	(344.509)	(364.985)	(376.030)	(402.828)	(430.871)	(437.131)
Allgemeine Verwaltungskosten	(40.504)	(43.890)	(48.834)	(50.834)	(53.504)	(55.484)	(58.288)
Sonstiger betrieblicher Ertrag/Aufwand	(1.417)	(401)	(490)	(490)	(489)	(488)	(495)
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	203.862	229.015	244.722	265.740	287.800	319.856	333.697
Erträge aus assoziierten Unternehmen	3.346						
Zinsergebnis	(1.864)	(3.139)	(3.223)	(3.108)	(2.975)	(2.772)	(2.813)
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	205.083	225.776	241.500	262.632	284.825	317.084	330.884
Neutrales Ergebnis	(83.171)	(132.168)					
Ergebnis vor Steuern (EBT)	121.882	94.617	241.500	262.632	284.825	317.084	330.884
Nachrichtlich							
Abschreibungen	43.965	47.079	51.887	54.858	57.928	60.742	62.800
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	247.527	277.794	298.389	320.598	346.426	378.398	388.197
Kennzahlen							
Umsatzveränderung	n/a	8,0%	6,4%	6,5%	6,8%	7,0%	1,6%
Quote Herstellungskosten	56,0%	57,4%	58,1%	57,8%	57,8%	57,8%	58,8%
Quote Vertriebskosten	26,1%	23,7%	22,9%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%
Quote Verwaltungskosten	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	3,0%	2,8%	2,9%
Marge Bruttoergebnis vom Umsatz	43,4%	42,8%	41,9%	42,1%	42,2%	42,5%	43,2%
EBIT-Marge	15,1%	15,9%	15,8%	16,1%	16,3%	16,7%	17,4%

Die Planung der Umsatzerlöse erfolgt dabei differenziert nach Regionen. Insgesamt wird mit einem Anstieg der Gesamtumsätze im Zeitraum 2017/18 bis 2021/22 von 7% jährlich geplant (Prüfbericht RdNr. 175 und 176) :

Große SO		Prognose					OAGR	
	In Mio. €	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2016/17-2021/22
EMENA		1.089,5	1.150,8	1.214,1	1.271,4	1.332,4	1.398,7	5,1%
Americas		60,1	53,9	61,2	66,0	74,2	80,3	8,8%
Asia Pacific		188,9	229,8	250,1	287,4	330,2	379,3	15,0%
Japan		18,8	19,9	21,7	23,6	25,7	27,9	8,5%
Total		1.347,1	1.454,2	1.547,1	1.648,4	1.782,5	1.888,2	7,0%

Tabelle 13 Geplante Umsatzerlöse der Große AG nach Regionen

Große SO	let	Prognose					
	In %	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
EMENA		9,1%	5,6%	5,5%	4,7%	4,8%	5,0%
Americas		8,1%	7,6%	13,0%	7,8%	12,3%	8,2%
Asia Pacific		9,3%	21,8%	8,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Japan			7,1%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Total		9,4%	8,0%	8,4%	6,5%	6,9%	7,0%

Tabelle 14 Umsatzwachstumsraten der Große AG nach Regionen

Die EBIT-Margen steigen von 15,1% 2016/17 auf 16,7% 2021/22 (s.o.).

Der sachverständige Prüfer hat die geplanten Wachstumsraten mit dem prognostizierten Marktwachstum der einzelnen Regionen abgeglichen. Er hat dabei

festgestellt, dass die geplanten Umsatzwachstumsraten oberhalb des prognostizierten Marktwachstums liegen (Prüfbericht RdNr. 231 – 239, 240).

Ebenso liegt das geplante Umsatzwachstum im gesamten Prognosezeitraum in jedem Jahr oberhalb des Mittelwertes der Peer Group. Ab dem Jahr 2018 liegt es zudem oberhalb der Bandbreite der Wachstumsraten der Peer-Group Unternehmen (Prüfbericht RdNr. 245).

In Bezug auf die EBIT-Margen liegt die Grohe AG im Zeitraum 2018 bis 2019 nahe des Mittelwertes der gesamten Peer-Group Unternehmen. Für die Zeit ab 2019 stehen nur noch für wenige Vergleichsunternehmen Daten zur Verfügung, so dass der Mittelwert nur noch eingeschränkte Aussagekraft hat (Prüfbericht RdNr. 246).

Die EBIT-Margen in der Vergangenheit betrugen 2014 17,2%, 2015 17,6% und im Rumpfgeschäftsjahr 2016 14,7% (Prüfbericht RdNr. 153).

Anhaltspunkte dafür, dass die Planung die Entwicklung der Grohe AG zu pessimistisch darstellt, sind bei dieser Sachlage aus Sicht der Kammer konkret nicht ersichtlich.

Der sachverständige Prüfer bestätigt die Plausibilität der Planannahmen. Aufgrund seiner eigenen Analysen kommt er zu dem Ergebnis, dass die Annahmen nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (Prüfbericht RdNr. 255f).

b)

Zum Anstieg der Herstellungskosten von 762,8 Mio € im Geschäftsjahr 2016/17 auf 1.084 Mio € im Geschäftsjahr 2021/22 verweist der sachverständige Prüfer darauf, dass diese Kosten auch die Kosten für Forschungs- und Entwicklungskosten enthalten. Bedingt durch neue Produkte – etwa Grohe Sense und Grohe Sense Guard – sowie die Weiterentwicklung noch neuerer Marktsegmente stiegen diese Kosten im Zeitablauf an. Hinzu kämen die geplanten Investitionen in den Werken in Klaeng und in Albergaria (Prüfbericht RdNr. 187).

Im Übrigen verändert sich die Herstellungskostenquote bezogen auf die Umsatzerlöse nur leicht (von -56,6% im Geschäftsjahr 2016/17 auf -57,5% im letzten (Detail-)Planjahr).

Bei dieser Sachlage ergeben sich an dieser Stelle aus Sicht der Kammer keine Bedenken.

c)

Zu Bewertungszwecken sind die in der Planungsrechnung enthaltenen Pensionsaufwendungen sowie die daraus resultierenden Finanzierungswirkungen eliminiert worden. Die zum 31. März 2017 bestehenden Pensionsrückstellungen i.H.v. 272,9 Mio € gemäß handelsrechtlichem Ausweis sind fiktiv auf eine Pensionsfonds gegen Übernahme einer Verbindlichkeit übertragen worden.

Der auf der Grundlage des HGB ermittelte Betrag von 272,9 Mio € ist dann bei der Ermittlung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität berücksichtigt worden, indem von dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen ein Abzug von 272,94 Mio € zur Ausgliederung der Pensionsrückstellungen vorgenommen wurde (Prüfbericht RdNr. 175, Prüfbericht RdNr. 377).

Des Weiteren ist die Verbindlichkeit aus den Pensionsrückstellungen auf der Grundlage des Bewertungsstandards IFRS ermittelt worden. Hiernach beträgt die

Pensionsverpflichtung 404,1 Mio € (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2020 RdNr. 23). Der Differenzbetrag in Höhe von 131,159 Mio € zwischen dem in der Bilanz berücksichtigtem Rückstellungsbetrag gemäß HGB und dem gemäß IFRS ermittelten Betrag ist im Geschäftsjahr 2017/18 sodann als einmaliger Sonderaufwand berücksichtigt worden (RdNr. 138).

Dieses Vorgehen ist aus Sicht der Kammer nicht zu beanstanden. Insbesondere ist es nicht zu beanstanden, dass die maßgebliche Verbindlichkeit auf der Grundlage des IFRS ermittelt worden ist.

Die Unterschiede zwischen der Bewertung nach den handelsrechtlichen Bewertungsgrundsätzen und der Bewertung nach dem Standard IFRS sind insbesondere in dem anzusetzenden Diskontierungszinssatz begründet.

Die Ermittlung der Zinssätze nach HGB erfolgt vergangenheitsorientiert (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 15), während der nach IFRS angesetzte Zinssatz am Markt beobachtbar und zukunftsorientiert ist. Konkret wurde für die Bewertung nach HGB ein Zinssatz von 3,93% angesetzt und für die Bewertung nach IFRS ein solcher von 2% (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 15).

Dadurch, dass die Zinssätze in den vergangenen Jahren gefallen sind, führt eine Bewertung nach HGB dazu, dass zu hohe Zinssätze angesetzt werden und der Wert der Verbindlichkeit unterzeichnet wird.

Im Rahmen der Unternehmensbewertung soll – möglichst – der wahre wirtschaftliche Wert des Unternehmens ermittelt werden, so dass entsprechend auch Verbindlichkeiten möglichst einen Marktwert abbilden sollen mit der Folge, dass hier aus Sicht der Kammer keine Bedenken dagegen bestehen, die Pensionsverpflichtungen nach IFRS zu bewerten.

Dies hat zur Folge, dass die sich hieraus ergebende Erhöhung der Pensionsverpflichtungen gegenüber einer Bewertung nach HGB als Sonderbelastung zu berücksichtigen ist.

Soweit der Vertreter des Antragstellers zu 6) im Termin vom 5.9.2019 darauf verwiesen hat, dass es nicht zulässig sei, einen anderen Bewertungsmaßstab anzulegen als den, der gegenüber dem Kapitalmarkt durch die Jahresabschlüsse kommuniziert worden sei, ist dem aus Sicht der Kammer nicht zu folgen.

Dies schon deshalb, weil es – wie schon ausgeführt – vorliegend darum geht, zu Bewertungszwecken den wahren wirtschaftlichen Wert des Unternehmens zu ermitteln, wozu auch eine entsprechende marktgerechte Bewertung der Verbindlichkeiten gehört.

Der Ansatz einer Sonderbelastung in Höhe von 131,159 Mio € ist daher nicht zu beanstanden.

d):

Die Marke „Grohe“ ist entgegen der Ansicht einiger Antragsteller nicht gesondert zu bewerten.

Die Wertschätzung einer Marke wird in der Planung mittelbar berücksichtigt. Sie schlägt sich in der Planung der Umsatzerlöse nieder, ggfls. auch durch unmittelbare Erträge wie Lizenzerträge.

Eine gesonderte Bewertung ist nicht angezeigt.

Dass die Stärke der Marke in der Planung der Umsatzerlöse und des Ergebnisses ihren hinreichenden Ausdruck findet, wird auch nicht dadurch in Frage gestellt, dass

sich das geplante EBIT der Grohe AG (nur) im Rahmen des EBIT der Peer Group Unternehmen befindet.

Bei seiner Anhörung hat der sachverständige Prüfer darauf hingewiesen, dass es sich bei den Unternehmen der Peer Group ebenfalls um Markenunternehmen handele. (Seite 5 des Protokolls vom 5.9.2019).

Das geplante Umsatzwachstum liegt im Übrigen oberhalb des Mittelwertes der Peer Group Unternehmen (s.o.).

e)

Soweit einige Antragsteller sowie der gemeinsame Vertreter fordern, Synergien durch die Eingliederung in den LIXIL-Konzern zu ermitteln, ist dem aus Sicht der Kammer nicht zu folgen.

Die Grohe AG ist bereits April 2015 Bestandteil der LIXIL Water Technology Group (Prüfbericht RdNr. 83). Die Grohe AG greift auf die Produktions- und Vertriebsstrukturen der LIXIL-Gruppe zurück.

Gemäß den Ausführungen des Bewertungsgutachters (RdNr. 108) ist die Planung der Umsatzerlöse für das Geschäftsjahr 2017/18 dergestalt erfolgt, dass die Planzahlen auf Konzernebene zusammengeführt und in Abstimmungsgesprächen mit den einzelnen Bereichen und der LIXIL-Gruppe zu einer konsistenten Gesamtplanung weiterentwickelt worden sind.

Aus alledem ergibt sich, dass die vorliegenden Planzahlen der Grohe AG die Zugehörigkeit zum LIXIL-Konzern berücksichtigen. Wie schon ausgeführt, sind die Planzahlen plausibel (s.o. 3a)). Welche – nicht berücksichtigten – Synergien bei dieser Sachlage noch im Raum stehen könnten, ist nicht ersichtlich.

f)

Für den Zeitraum der ewigen Rente sind die Umsatzerlöse des letzten Planjahres mit einer angenommenen Wachstumsrate von 1,5% fortgeschrieben worden (zur Höhe der Wachstumsrate siehe unten 7.).

Die nachhaltigen Investitionskosten wurden demgegenüber mit einer geringeren Steigerung angesetzt, ebenso die Prämienaufwendungen für Pensionszusagen.

Gegen eine Fortschreibung der Ergebnisse des letzten Planjahres bestehen hier keine Bedenken. Es ist nicht ersichtlich, dass sich die Grohe AG zu diesem Zeitpunkt nicht in einem eingeschwungenen Zustand befunden hätte.

Für den sachverständigen Prüfer haben sich keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass die Investitionen in die Galvanik-Anlagen in Lahr und das Werk in Klaeng Thailand nicht hinreichend in die Planung der Umsatz- und Margenentwicklung Eingang gefunden haben (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 146ff).

Für den Zeitraum der ewigen Rente ist eine Ausschüttungsquote von 40% zugrundegelegt worden (PwC RdNr. 148), was der sachverständige Prüfer gebilligt hat (Prüfbericht RdNr. 286).

Im Übrigen werden am Kapitalmarkt Ausschüttungsquoten von 40% bis 60% beobachtet vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 5.6.2013, 20 W 6/10, juris RdNr. 179), so dass eine Ausschüttungsquote, die sich in diesem Rahmen hält, als plausibel zugrunde gelegt werden kann.

Die thesaurierten Beträge sind in der ewigen Rente den Anteilseignern fiktiv zugerechnet worden (RdNr. 148).

Von den zur Ausschüttung vorgesehenen Beträgen ist die Abgeltungssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag abgesetzt worden (26,38%), die thesaurierten Beträge sind für die Zurechnung insoweit um den hälftigen Steuersatz gekürzt worden. Dieses Vorgehen entspricht dem Üblichen und ist nicht zu beanstanden.

4.

Der auf der Grundlage der Svensson-Methode heranzuziehende Basiszins kann mit 1,25% vor Steuern angesetzt werden. (RdNr. 154).

Der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer haben zum Stichtag 31.8.2017 für die Berichterstellung einen ungerundeten Basiszins von 1,3176% ermittelt, zum Bewertungsstichtag 21.11.2017 betrug der Basiszins 1,3235% (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 76).

Bei Abrundung ergibt sich ein Basiszins von 1,25%. Durch die Abrundung werden die Minderheitsaktionäre nicht benachteiligt, so dass gegen den Ansatz eines Basiszinses von 1,25% keine Bedenken bestehen.

5.

Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern ist aus Sicht der Kammer ebenfalls nicht zu beanstanden.

Hierbei handelt es sich um den Mittelwert der Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 %, die der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) für Bewertungsstichtage ab dem 19.9.2012 empfiehlt.

Zur Bedeutung der Empfehlung des FAUB führt das OLG Düsseldorf in seiner Entscheidung vom 30.04.2018 (I-26 W 4/16, zitiert nach juris RdNr. 46; andere Fundstelle AG 2018, 679, 681) aus :

„Die IDW-Standards sowie die sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) sind nach ständiger Rechtsprechung der mit Spruchverfahren befassten Gerichte eine anerkannte Expertenauffassung und bilden eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes (vgl. nur OLG Düsseldorf v. 28.8.2014 – I-26 W 9/12 (AktE) Rz. 61, AG 2014, 817 ff. m.w.N.)“.

Auf dieser Grundlage bestehen keine Bedenken gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5%.

Der sachverständige Prüfer hat zur Plausibilisierung der Höhe der Marktrisikoprämie zudem eigene Analysen der Marktrisikoprämien vor Steuern vorgenommen.

Er hat dabei zum einen historische Daten sowohl unter der Annahme einer konstanten Marktrisikoprämie als auch unter der Annahme einer konstanten Aktienrendite untersucht. Dabei hat er den Durchschnitt aus arithmetischem und geometrischem Mittelwert bestimmt (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 94).

Ferner hat er eine zukunftsbezogene Abschätzung der Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung von aktuellen Kapitalmarktdaten und Schätzungen (sogenannte implizite Marktrisikoprämie) ermittelt; dies wiederum auf der Basis verschiedener Modelle.

Für die historische Analyse ergeben sich gemäß sachverständigem Prüfer folgende Marktrisikoprämien vor Steuern (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 112) :

Grohe AG	MRP (MRP = 0)			MRP (AR = 0)		
	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	σ	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	σ
Stehle DAX	8,1%	3,1%	4,6%	10,5%	7,3%	8,9%
Stehle CDAX	6,8%	3,1%	4,4%	10,2%	7,3%	8,7%
DMS weltweit	2,5%	1,0%	1,0%	8,0%	0,2%	7,1%

Tabella 12: Zusammenfassung der Ergebnisse der historischen Analyse zum 21. November 2017

Implizite Marktrisikoprämien zum Bewertungsstichtag hat er wie folgt ermittelt (ergänzende Stellungnahme RdNr. 117 und RdNr. 122) :

Grohe AG	Gewichteter Durchschnitt	
	Beta CDAX	Beta MSCI AC World
DAX	6,9%	6,5%
CDAX	6,7%	6,8%

Tabella 13: Implizite Marktrisikoprämien für DAX und CDAX auf Basis des RIM zum 21. November 2017

Grohe AG	Gewichteter Durchschnitt	
	Beta CDAX	Beta MSCI AC World
DAX	6,8%	6,9%
CDAX	7,4%	7,8%

Tabella 14: Implizite Marktrisikoprämien für DAX und CDAX auf Basis des DDM zum 21. November 2017

Für den 19. September 2012, den Tag der FAUB Empfehlung hat er entsprechende Untersuchungen vorgenommen.

Insgesamt ergibt sich folgender Vergleich (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 132) :

Grohe AG

Historisch

	19. Sep. 12		21. Nov. 17	
	MRP = $\beta \cdot \Delta$	AR = Δ	MRP = $\beta \cdot \Delta$	AR = Δ
Stühle DAX	4,0%	8,0%	4,8%	8,8%
Stühle CDAX	3,7%	7,8%	4,4%	8,7%
DMS weltweit	1,3%	6,0%	1,8%	7,1%

Implizit

RIM	19. Sep. 12		21. Nov. 17	
	Beta CDAX	Beta MSCI AC World	Beta CDAX	Beta MSCI AC World
DAX	9,5%	8,1%	8,8%	6,5%
CDAX	11,4%	9,0%	6,7%	6,8%

DDM	19. Sep. 12		21. Nov. 17	
	Beta CDAX	Beta MSCI AC World	Beta CDAX	Beta MSCI AC World
DAX	8,8%	7,5%	8,6%	6,9%
CDAX	8,8%	7,6%	7,4%	7,8%

Tabelle 18: Historische und implizite Marktrisikoprämien zum 19. September 2012 und 21. November 2017

Die FAUB Empfehlungen liegen damit im Korridor der verschiedenen ermittelten Marktrisikoprämien, wobei zum Bewertungsstichtag 21.11.2017 die impliziten Marktrisikoprämien sich nunmehr auch innerhalb der Bandbreite der historischen Daten bewegen, während zum 19.9.2012 die impliziten Marktrisikoprämien deutlich höhere Werte aufwiesen (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 138).

Die Marktrisikoprämie an den Empfehlungen des FAUB zu orientieren, begegnet damit auch im Hinblick auf die durch den sachverständigen Prüfer vorgenommenen Untersuchungen keinen Bedenken.

Da die Daten – so der sachverständige Prüfer – eher auf eine konstante Aktienrendite hindeuten, empfiehlt er eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 137).

Die Marktrisikoprämie vor Steuern hat der sachverständige Prüfer sodann in eine Marktrisikoprämie nach Steuern überführt, wobei der konkrete Wert sowohl vom Basiszins als auch der Ausschüttungsquote abhängt.

Bei einem Basiszins von 1,32% errechnen sich folgende Werte (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 142):

Grohe AG

Basiszinssatz	Marktrisikoprämie v. pers. Steuern						
	1,32%	6,60%	5,78%	6,00%	6,26%	6,50%	6,78%
Ausschüttungsquote							
40,00%		4,59%	4,79%	5,00%	5,20%	5,40%	5,61%
45,00%		4,64%	4,75%	4,95%	5,15%	5,35%	5,76%
50,00%		4,60%	4,70%	4,90%	5,10%	5,30%	5,70%
55,00%		4,45%	4,65%	4,85%	5,05%	5,25%	5,68%
60,00%		4,41%	4,61%	4,80%	5,00%	5,20%	5,69%

Tabelle 20: Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern in Abhängigkeit der Ausschüttungsquote und der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern

Der durch den Bewertungsgutachter angesetzte Wert von 5,5% findet sich im oberen Bereich der Bandbreite. Bedenken gegen seine Plausibilität bestehen damit nicht. Er kann aus Sicht der Kammer der Schätzung des Unternehmenswertes zugrunde gelegt werden.

Aus den Entscheidungen des BGH vom 9.7.2019 (EnVR 52/18 und EnVR 41/18) ergibt sich ebenfalls nicht, dass eine Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern unplausibel ist. Jene Entscheidungen betreffen Beschlüsse der Bundesnetzagentur vom 5. Oktober 2016, mit welchen diese den Eigenkapitalzinssatz zur Bestimmung der Erlösobergrenze für die Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen festgelegt hat. Die Bundesnetzagentur hat dies auf der Grundlage des CAPM getan, die Marktrisikoprämie dabei unter Heranziehung historischer Datenreihen von Dimson, Marsh und Staunton (DMS) aber niedriger festgesetzt als die Spanne die der FAUB empfiehlt.

Das OLG Düsseldorf als Beschwerdegericht hatte auf Beschwerden dann die Beschlüsse der Bundesnetzagentur aufgehoben und die Bundesnetzagentur zur Neubeschcheidung verpflichtet. In der Begründung hatte es beanstandet, dass die durch die Bundesnetzagentur angesetzte Marktrisikoprämie zu niedrig bemessen sei. Methodisch fehlerhaft sei, dass die Bundesnetzagentur die Marktrisikoprämie allein aus historischen Daten abgeleitet habe, ohne die Sondersituation des gegenwärtigen Marktumfeldes zu berücksichtigen und eine um alternative Ansätze ergänzte Würdigung und Plausibilitätskontrolle durchzuführen. In diesem Zusammenhang hatte das OLG Düsseldorf als Indiz für die zu niedrige Festsetzung der Marktrisikoprämie auch auf die Praxis der Unternehmensbewertung und die Empfehlung des FAUB vom 19. September 2019 verwiesen.

Diese Entscheidungen des OLG Düsseldorf hat der BGH mit seinen Beschlüssen vom 9.7.2019 aufgehoben und die Beschwerden gegen die Beschlüsse der Bundesnetzagentur zurückgewiesen.

Begründet hat der BGH dies damit, dass die Bundesnetzagentur, soweit Gesetz und Verordnung keine Vorgaben enthalten, nicht an ein bestimmtes wissenschaftliches Modell oder an bestimmte Methoden zur Ermittlung und Bemessung der im Rahmen des gewählten Modells heranzuziehenden Parameter gebunden sei (BGH, Beschluss vom 9.7.2019, EnVR 52/18, zitiert nach juris RdNr. 37). Es sei nicht Aufgabe einer gerichtlichen Überprüfung, eine von der Regulierungsbehörde in Ausübung eines ihr zustehenden Spielraums gewählte Methode durch eine alternative Modellierung zu ergänzen oder zu ersetzen (BGH aaO RdNr. 43). Hier sei

das methodische Vorgehen der Bundesnetzagentur nicht zu beanstanden. Ob das bei einer fehlerfrei ausgewählten Methode ermittelte Ergebnis einer zusätzlichen Plausibilisierung zu unterziehen sei, könne dahinstehen. Es ergäben sich keine Anhaltspunkte, dass die von der Bundesnetzagentur gewählte Methode nicht geeignet sei, der besonderen Situation auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen; die Entwicklungen der letzten Jahre hätten auch in den von der Bundesnetzagentur verwandten Datenreihen einen gewissen Niederschlag gefunden, wobei ein auf langfristigen Datenreihen beruhender Durchschnittswert kurzfristig auftretende Sondereffekte naturgemäß nur in verhältnismäßig geringem Umfang widerspiegeln (BGH aaO RdNr. 45ff).

Zur Empfehlung des FAUB führt der BGH sodann aus, dass es sich um eine alternativ in Betracht kommende Berechnungsmethode handle, die dem von der Bundesnetzagentur gewählten Ansatz nicht klar überlegen sei (BGH aaO RdNr. 55f). Insgesamt macht der BGH damit keine konkreten methodischen Vorgaben für die Ermittlung des Eigenkapitalzinssatzes und seiner Parameter. Für die Wahl der Methode besteht ein Spielraum. Dass die hier von Bewertungsgutachter und sachverständigem Prüfer gewählte Methode zur Ermittlung der Marktrisikoprämie unvertretbar wäre, ist nicht erkennbar. Der BGH bezeichnet die Anlehnung an die Empfehlung des FAUB ausdrücklich als eine in Betracht kommende Berechnungsmethode (s.o.).

Damit ergibt sich aus den Entscheidungen des BGH nichts gegen den hier gewählten Ansatz für die Marktrisikoprämie.

6.

Der Beta-Faktor ist auf der Grundlage einer Peer Group ermittelt worden.

Der Bewertungsgutachter hat dabei auf folgende Unternehmen zurückgegriffen (RdNr. 182) :

Fortune Brands Home & Security Inc.	USA	
Geberit AG		Schweiz
Lixil Group Co.	Japan	
Masco Corporation	USA	
Toto Ltd.	Japan	

Der sachverständige Prüfer hat ebenfalls eine Peer Group aus einer Gruppe unmittelbar vergleichbarer Unternehmen ermittelt.

Er hat zunächst eine Long List erhoben und die Long List auf der Basis quantitativer Kriterien (hinreichende Liquidität) und qualitativer Kriterien (vergleichbares Geschäftsmodell) zu einer Short List verdichtet. Er hat sich gemäß seinen Ausführungen auf Unternehmen fokussiert, die einen hinreichenden Anteil ihrer Umsatzerlöse mit dem Verkauf von Armaturen erzielen, den restlichen Anteil der Umsatzerlöse mit Produkten, die im Zusammenhang mit der Errichtung bzw. Renovierung von Gebäuden stehen, erzielen, und dabei auf ein multifunktionales Vertriebsnetz zurückgreifen (Prüfbericht RdNr. 336).

Der sachverständige Prüfer hat dieselben Unternehmen wie der Bewertungsgutachter als für die Peer Group geeignet identifiziert, zusätzlich noch Globe Union Industrial Corporation aus Taiwan.

Zu der LIXIL Group Corporation, der Muttergesellschaft der Grohe AG, hat der sachverständige Prüfer ausgeführt, dass die Geschäftstätigkeit (Baumaterialien und Sanitärgeschäft) und der geografische Schwerpunkt (75% der Umsatzerlöse werden in Asien erzielt) von dem der Grohe AG teilweise abweichen, so dass diese nicht als alleiniges Vergleichsunternehmen herangezogen werden könne. Gleiches gelte für die Geberit AG, hier sei der geografische Fokus ähnlich wie bei der Grohe AG, das Produktspektrum (Sanitärsysteme, Rohrleitungssysteme und Sanitärkeramik) weiche aber teilweise ab.

Stichhaltige Bedenken gegen die Zusammensetzung der Peer Group sind nicht aufgezeigt worden.

Das Beta der LIXIL Group Corporation ist auch nicht unter dem Gesichtspunkt gesondert zu gewichten, dass es sich um die Konzernmuttergesellschaft der Grohe AG handelt, mit der ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag besteht.

Hier im Rahmen der Bestimmung des Beta-Faktors die Risikominderung durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu berücksichtigen, würde darauf hinauslaufen – so die nachvollziehbare Erläuterungen des sachverständigen Prüfers im Termin vom 5.9.2019 (Seite 8 des Protokolls) – unterschiedliche Ansätze miteinander zu vermengen. Sollte die Risikominderung berücksichtigt werden, müsste der Unternehmenswert auf der Grundlage der Garantiedividende bestimmt werden, ansonsten müsse vom Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abstrahiert werden.

Der Bewertungsgutachter hat einen gerundeten unverschuldeten Beta-Faktor von 0,9 zugrunde gelegt.

Er hat dabei die Beta-Faktoren im Intervall 2 Jahre wöchentlich und 5 Jahre monatlich, jeweils bezogen auf lokale Indices ermittelt. Aus den sich ergebenden Werten von 0,95 und 0,99 hat er einen Mittelwert von 0,97 gebildet und diesen werterhöhend nach unten auf 0,9 abgerundet (PwC RdNr. 162) :

Unternehmen	Land	Index	2 Jahre wöchentlich		5 Jahre monatlich	
			Verschuldeter Betafaktor	EV-Quote	Verschuldeter Betafaktor	EV-Quote
Fortune Brands Home & Security Inc.	USA	SPX Index	1,20	87,0%	1,06	91,4%
Geberit AG	Schweiz	SMI Index	0,70	83,8%	0,87	87,8%
Liixi Group Co.	Japan	TPX Index	0,70	80,6%	0,67	58,2%
Masco Corporation	USA	SPX Index	1,34	81,2%	1,12	76,0%
Toto Ltd.	Japan	TPX Index	1,28	87,3%	1,11	87,3%
Durchschnitt			1,06	88,0%	1,06	83,8%
Median			1,20	87,0%	1,06	91,4%
Unverschuldeter Betafaktor 2 Jahre wöchentlich						0,95
Unverschuldeter Betafaktor 5 Jahre monatlich						0,99
Durchschnittlicher unverschuldeter Betafaktor						0,97
Unverschuldeter Betafaktor, abgerundet						0,90

Der sachverständige Prüfer hat ein unlevered Beta beta von 0,91 bei einem Intervall von 5 Jahren wöchentlich bezogen auf den MSCI AC World und von 0,84, 1,02 und 0,96 bei Intervallen von 2 Jahren, MSCI AC World, 5 Jahre, wöchentlich, lokaler Index und 2 Jahre, wöchentlich, lokaler Index ermittelt (Prüfbericht RdNr. 355) :

Große SO

Unternehmen	Land	Unlevered Beta			
		Wöchentlich, lokal		Wöchentlich, weltweit	
		2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre
Geberit AG	Schweiz	0,70	0,99	0,49	0,76
Global Union Industrial Corporation	Taiwan	0,82	0,92	0,70	0,69
Toto Ltd.	Japan	1,36	1,17	1,14	1,13
Fortune Brands Home & Security Inc.	USA	1,09	1,19	1,05	1,06
Masco Corporation	USA	1,22	1,26	1,12	1,07
Lixil Group Corporation	Japan	0,57	0,67	0,63	0,69
Mittelwert		0,96	1,02	0,84	0,91

Tabelle 40 Unlevered Betafaktoren der Pear Group (zwei bzw. fünf Jahre, wöchentlich, lokale Indizes bzw. MSCI AC World, sachverständiger Prüfer)

Er hat in diesem Zusammenhang auch die Aussagekraft der Betas im Hinblick auf Liquiditätskennziffern untersucht und diese als hinreichend erachtet (Prüfbericht RdNr. 344ff).

Die verschiedenen Werte zeigen, dass die Annahme eines unverschuldeten Betas von 0,9 durch den Bewertungsgutachter vertretbar und plausibel ist. Es bestehen daher aus Sicht der Kammer keine Bedenken, von diesem Wert auszugehen.

7.

Für die Phase der „ewigen Rente“ ist ein Wachstumsabschlag zu machen. Mit diesem wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung in festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei der Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalbetrag zurückgezahlt wird. Die Höhe des Abschlags hängt vom Einzelfall ab. Entscheidend ist, ob und in welcher Weise das Unternehmen aufgrund der Unternehmensplanung und der Inflationserwartung in der Lage sein wird, nachhaltige Wachstumserwartungen zu erfüllen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.5.2009, I – 26 W 5 / 07, zitiert nach juris, RdNr. 126).

Für den Wachstumsabschlag muss nicht zwingend mindestens die Höhe der zu erwartenden Inflation angesetzt werden. Der Wachstumsabschlag bezweckt keinen Inflationsausgleich an sich. Maßgebend für seine Bemessung sind vielmehr neben dem Umfang, in dem zu erwartende Preissteigerungen der Einsatzfaktoren an Kunden weitergegeben werden können, sonstige prognostizierte Mengen- und Strukturänderungen entsprechend dem jeweiligen Wachstumspotenzial (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15.10.2013 RdNr. 148).

Dabei kann nicht davon ausgegangen werden, dass das Gewinnwachstum mindestens die Inflationsrate erreicht (oder sogar überschreitet), auch wenn einzelne Studien andere Ansichten vertreten (vgl. hierzu OLG Stuttgart aaO).

Der Bewertungsgutachter hat den Wachstumsabschlag mit 1,5% angesetzt. Dies im Hinblick auf Wachstumschancen, die mögliche Entwicklung des Marktes, das aktuelle Zinsniveau und die sich darin spiegelnden Inflationserwartungen; zugunsten der Minderheitsaktionäre sei ein Ansatz am oberen Ende der möglichen Bandbreite erfolgt (; RdNr. 168).

Der sachverständige Prüfer erachtet diesen Wachstumsabschlag als plausible, aus Sicht der Minderheitsaktionäre vorteilhafte Schätzung (Prüfbericht RdNr. 366).

Anhaltspunkte, einen höheren Wachstumsabschlag festzusetzen, bestehen aus Sicht der Kammer nicht.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich für die Grohe AG im Rahmen ihrer künftigen Entwicklung auch gewisse Risiken zeigen, wie sie der sachverständige Prüfer im Rahmen seiner SWOT-Analyse zusammengefasst hat : es besteht eine hohe Wettbewerbsintensität und die Gefahr des Verlustes von Wettbewerbsvorteilen, ferner sind die Preise sehr transparent (Prüfbericht RdNr. 249).

8.

Zusammengefasst ergeben sich dann folgende Kapitalisierungszinssätze für den Planungszeitraum und die ewige Rente (RdNr. 169 und Prüfbericht RdNr. 368) :

Grohe AG Kapitalisierungszinssatz	Phase I					Phase II
	Plan 2017/18	Plan 2018/19	Plan 2019/20	Plan 2020/21	Plan 2021/22	ewige Rente 2022/23 ff.
Basiszinssatz	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Typisierte persönliche Ertragsteuerbelastung (26,375%)	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszinssatz nach typisierter persönlicher Ertragsteuerbelastung	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Belastfaktor	0,69	0,92	0,93	0,93	0,94	0,94
Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuerbelastung	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Kapitalisierungszinssatz nach typisierter persönlicher Ertragsteuerbelastung	5,82%	6,01%	6,03%	6,05%	6,08%	6,08%
Wachstumsfaktor						1,50%
Kapitalisierungszinssatz	5,82%	6,01%	6,03%	6,05%	6,08%	4,58%

Dies führt zu einem Ertragswert von 3.691.097 € zum Stichtag 21.11.2017 (RdNr. 170 und Prüfbericht RdNr. 371).

Grohe AG Ertragswertermittlung in T€	Phase I					Phase II
	Plan 2017/18	Plan 2018/19	Plan 2019/20	Plan 2020/21	Plan 2021/22	ew. Rente 2022/23 ff.
Zu kapitalisierendes Ergebnis	74.637	126.326	133.353	142.924	157.282	106.649
Kapitalisierungszinssatz	5,82%	6,01%	6,03%	6,05%	6,08%	4,58%
Barwertfaktor	0,045	0,891	0,341	0,793	0,747	16,273
Barwerte	87.696	112.614	112.129	113.310	117.660	3.036.773
Ertragswert zum	31.03.2017	3.569.088				
Aufzinsung		132.030				
Ertragswert zum	21.11.2017	3.691.097				

9.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen per 31.3.2017 beträgt 80,3 Mio €.

a)

Nicht zu beanstanden ist dabei aus Sicht der Kammer, dass im Rahmen der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ein Kassenbestand von 50 Mio € als betriebsnotwendig eingestuft worden ist (RdNr. 174; Prüfbericht RdNr. 197 und 201).

Der sachverständige Prüfer hat in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 22.8.2019 die Liquiditätsbestände für den Zeitraum 2013 – 2017 untersucht (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019, RdNr. 42ff.).

Diese Untersuchung hat ergeben, dass die Gesellschaft auch in der Vergangenheit stets versucht hat, mindestens eine durchschnittliche Liquidität in Höhe von 50 Mio € zu sichern.

Unter Vernachlässigung der größten Ausreißer kommt es regelmäßig zu Liquiditätsabflüssen in einer Größenordnung von 20 Mio € bis 50 Mio €. Auch unter Berücksichtigung der steigenden Umsatzerlöse gibt es aus Sicht des sachverständigen Prüfers keine Hinweise darauf, dass die durchschnittliche betriebsnotwendige Liquidität der Grohe AG unterhalb von 50 Mio € liegt (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019, RdNr. 57 – 59).

Damit handelt es sich bei der Entscheidung eine Liquidität von 50 Mio € als betriebsnotwendig vorzuhalten, um eine plausible Entscheidung des Managements, die seit langem so gehandhabt wird.

Ergänzend hat der sachverständige Prüfer bei seiner persönlichen Anhörung am 5.9.2019 darauf hingewiesen, dass von den Banken eingeräumte Liquiditätslinien Backuplinien sind, die nicht dauernd in Anspruch genommen werden bzw. werden können. Gemessen an einem Umsatz von 1,8 oder 1,9 Mrd. € mache ein Betrag von 50 Mio € lediglich 2,6% aus. Es gebe auch Empfehlungen und Bewertungen, 10% der Umsatzerlöse als Liquidität vorzuhalten bzw. einen Monatsumsatz (Seite 7 des Protokolls vom 5.9.2019).

Insgesamt bestehen damit aus Sicht der Kammer keine Bedenken, 50 Mio € als betriebsnotwendige Liquidität einzustufen.

b)

Zu dem nicht betriebsnotwendigen Betrag von 80,3 Mio € kommen weitere 90 Mio € hinzu, die aus dem Konstrukt der Finanzierung des Erwerbs der restlichen Anteile an den Grome-Gesellschaften im Mai 2017 herrühren.

Der Erwerb der Anteile in Höhe von 86,4 Mio € war zunächst aus der vorhandenen Liquidität aufgebracht worden, im Oktober 2017 ist dann aufgrund konzerninterner Vorgaben ein konzerninternes Darlehen in Höhe von 90 Mio € aufgenommen worden.

Dieses Vorgehen führt nicht dazu, den Unternehmenswert zu Lasten der Minderheitsaktionäre zu verringern.

Folge ist, dass sich die nicht betriebsnotwendige Liquidität um 90 Mio € erhöht, während andererseits sich die Zinsaufwendungen erhöhen und infolge der Kreditaufnahme es auch zu einem höheren relevered Betafaktor kommt.

Bei einer Finanzierung allein aus der vorhandenen Liquidität ohne nachfolgende Kreditaufnahme wäre das nicht betriebsnotwendige Vermögen höher, während andererseits geringere Zinsaufwendungen und ein geringeres relevered Beta Folge wären.

Nach den Feststellungen des sachverständigen Prüfers kompensieren sich die jeweiligen gegenläufigen Effekte in ihren Auswirkungen auf den Unternehmenswert (ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 22.8.2019 RdNr. 60ff, 67) bzw. kommt es aufgrund Steuerersparnissen im Falle der tatsächlich vorgenommenen Fremdfinanzierung vorliegend zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes. Der sachverständige Prüfer berechnet den Barwert der Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung der Grome Transaktion mit 0,12 € je Aktie (zweite ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 30.9.2019 RdNr. 15ff).

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen beläuft sich damit auf insgesamt 174 Mio € (RdNr. 175):

Grohe AG		
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen		
in T€		
Verzinsliche Forderungen		315.097
Nicht betriebsnotwendige Liquidität aus Kassenbestand		124.544
Notwendige Liquidität zur Zahlung Kaufpreis Grohe		(86.420)
Pensionsrückstellungen		(272.940)
Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel zum	31.03.2017	80.281
Nicht betriebsnotwendige Liquidität aus		
Akquisitionsdarlehen zum	01.10.2017	90.000
Aufzinsung		3.692
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen zum	21.11.2017	173.974

Der sachverständige Prüfer hat diese Ermittlung als sachgerecht erachtet (Prüfbericht RdNr. 380).

10.

Damit errechnet sich ein Wert je Aktie (ohne eigene Anteile) zum Stichtag 21.11.2017 von 63,48 € je Aktie (Prüfbericht RdNr. 382):

Grohe SE		
Posten	In Mio. €	Wert
Ertragswert zum 21. November 2017		3.691,1
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen zum 21. November 2017		174,0
Unternehmenswert zum 21. November 2017		3.865,1
Anzahl Aktien (ohne eigene Anteile)		60.884.846
Wert je Aktie zum 21. November 2017		63,48

Tabelle 47 Unternehmenswert und der Wert je Aktie zum 21. November 2017 (Bewertungsgutachter)

11.

Sowohl Bewertungsgutachter (RdNr. 177ff) als auch sachverständiger Prüfer (Prüfbericht RdNr. 390ff) haben den obigen Unternehmenswert auf der Grundlage von EBITDA- und EBIT Multiplikatoren der Peer-Group Unternehmen plausibilisiert. Nach den Feststellungen des sachverständigen Prüfers, an denen zu zweifeln die Kammer keinen Anlaß hat, ergeben sich bei der Multiplikatorenbetrachtung keine Bedenken gegen die Plausibilität des obigen Unternehmenswertes. Der Unternehmenswert der Grohe AG je Aktie liege immer oberhalb des Medians der

EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren-Werte. Er liege allerdings etwas unterhalb des arithmetischen Mittels, was auf die hohen Multiplikatoren der deutlich ertragsstärkeren Geberit AG zurückzuführen sei (Prüfbericht RdNr. 405).

Insgesamt ergeben sich damit hier keine Bedenken gegen die Plausibilität des obigen Unternehmenswertes. Er liegt jedenfalls im Rahmen der auf der Grundlage von EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren abgeleiteten Unternehmenswerte.

12.

Der Bewertungsgutachter hat keinen konkreten Liquidationswert ermittelt. Der sachverständige Prüfer ebenfalls nicht. Er hat aber einige Überlegungen zum Liquidationswert angestellt. Dazu hat er einen Substanzwert des Unternehmens unter dem Gesichtspunkt der Wiederbeschaffungskosten ermittelt, der weit unterhalb des oben ermittelten Unternehmenswertes liegt (Prüfbericht RdNr. 418ff). Sodann führt er aus, dass schon aufgrund der Liquidationskosten der Liquidationswert bei einer hohen Zerschlagungsintensität und Verkauf der einzelnen Vermögenswerte noch nicht einmal über dem Substanzwert liegen dürfte (Prüfbericht RdNr. 428). Bei niedriger Zerschlagungsintensität und Verkauf des Unternehmens könnte der Liquidationswert über Transaktionsmultiplikatoren oder über Börsenkursmultiplikatoren ermittelt werden. Auch hier ergeben sich aber keine Anhaltspunkte für einen oberhalb des obigen Unternehmenswertes liegenden Liquidationswert (Prüfbericht RdNr. 429).

Genauer brauchte der Liquidationswert nicht bestimmt werden, da keine Anhaltspunkte dafür bestehen, dass das Unternehmen nicht fortgeführt wird.

13.

Die Entscheidung hinsichtlich der Gerichtskosten folgt aus § 23 Nr. 14 GNotKG. Hinsichtlich der Auslagen und der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich die Kostenentscheidung aus § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Eine Anordnung nach § 15 Abs. 2 SpruchG bezüglich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller war aus Sicht der Kammer nicht zu treffen. Nach dieser Vorschrift kann das Gericht anordnen, 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 Verfahrens der Billigkeit entspricht.

Da die Anträge zurückgewiesen worden sind, entspricht es nicht der Billigkeit, die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Die Festsetzung des Gegenstandswertes beruht auf § 74 GNotKG.

Rechtsbehelfsbelehrung

Gegen diesen Beschluss ist das Rechtsmittel der Beschwerde statthaft. Die Beschwerdefrist beträgt einen Monat ab Zustellung des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Dortmund durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Niederschrift der Geschäftsstelle einzulegen. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Sie ist von dem Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Dortmund, 03.07.2020

18. Zivilkammer - IV. Kammer für Handelssachen

Vorsitzender Richter am
Landgericht

Handelsrichter

Handelsrichterin

Beglaubigt

Urkundsbeamter/in der Geschäftsstelle

Landgericht Dortmund

