

**Beglaubigte Abschrift** (Telekopie gemäß § 169 Abs. 3 ZPO)

39 O 50/10 [AktE]



**Landgericht Düsseldorf**

### **Beschluss**

In dem Spruchverfahren zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung für die  
Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Altana AG  
Hauptaktionärin an dem beteiligt sind:

Antragsgegnerin,

Verfahrensbevollmächtigte:

weiterer Beteiligter:

als gemeinsamer Vertreter der nicht am Verfahren beteiligten Aktionäre,

hat die 9. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf  
am 12.08.2020

durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht                    den Handelsrichter  
und den Handelsrichter !

**beschlossen:**

Die angemessene Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Altana AG auf die Hauptaktionärin wird auf 17,33 € je Stückaktie festgesetzt.

Die Anträge der Antragsteller zu 31) 136) und 139) werden als unzulässig zurückgewiesen.

Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten, die Kosten des gemeinsamen Vertreters sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller mit Ausnahme der Kosten der Antragsteller zu 31) 136) und 139), die ihre Kosten selbst tragen.

Die Antragsgegnerin trägt ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

### **Gründe:**

#### **A.**

Die Beteiligten streiten über die Angemessenheit der Barabfindung nach einem Squeeze out.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Altana AG (im Folgenden: Gesellschaft). Das Grundkapital der Gesellschaft ist eingeteilt in 136.097.896 Stückaktien. Die Antragsgegnerin (im Folgenden auch als Hauptaktionärin bezeichnet) war zuletzt Mehrheitsaktionärin der Gesellschaft und hielt 95,04 % der Aktien der Gesellschaft. Die übrigen 6.755.475 Aktien befanden sich im Streubesitz.

Die Gesellschaft ist das Mutterunternehmen des global agierenden Altana-Konzerns. Seit dem Verkauf der Pharma-Sparte Ende 2006 ist der Konzern ausschließlich im Bereich der Spezialchemie tätig. Die Konzerngesellschaften entwickeln, produzieren und vertreiben Produkte im Bereich der Spezialchemie.

Die Hauptversammlung der Gesellschaft beschloss am 30.06.2010 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen eine Barabfindung von 15,01 €. Der Beschluss wurde am 27.08.2010 ins Handelsregister eingetragen und am 03.09.2010 bekannt gemacht.

Die Barabfindung war von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden: ) ermittelt (Anlage AG 2) und von der (in Folgenden: ) als vom Gericht bestellter sachverständiger

Prüferin überprüft worden (Anlage AG 3). Dabei hatte einen Ertragswert des Unternehmens von 1.962.883 TEUR, einen Wert je Aktie von 14,42 € und einen nach Umsatz gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs im Dreimonatszeitraum vor dem 02.02.2010, an dem die Vorbereitung des Squeeze out bekannt gegeben wurde, von 15,01 € ermittelt. Grundlage der Wertermittlung war zunächst die im März 2010 aktualisierte Planung der Gesellschaft, die im Juni 2010 mit Memorandum vom 28.06.2010 (AG 34) nochmals aktualisiert und von zur Grundlage der Stichtagserklärung (AG 8, AG 9) gemacht wurde, in der an der Höhe der Abfindung festgehalten wurde. Tatsächlich erzielte die Gesellschaft im Jahr 2010 und in den Folgejahren noch deutlich höhere Umsätze als in den Planungen angenommen wurden. Mit Memorandum vom 28.06.2010 (AG 34) hatte die Gesellschaft die Umsatzprognose für 2010 von 1.331 Mio. € auf 1.407 Mio. € erhöht. Tatsächlich erzielte sie 2010 Umsatzerlöse von 1.535 Mio. €.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter halten die festgesetzte Barabfindung für zu gering und erstreben die Festsetzung einer höheren Barabfindung. Sie wenden sich gegen die meisten der Bewertung zu Grunde liegende Annahmen und erheben Einwendungen gegen alle Faktoren des Kapitalisierungszinssatzes. Unter anderem machen sie geltend, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Planung sei nicht ausreichend an die sich schon im ersten Halbjahr abzeichnende erhebliche Umsatzsteigerung angepasst worden und insgesamt zu pessimistisch. In den ersten sechs Monaten seien bereits 80 % der angesetzten Erträge erwirtschaftet worden. Die zur Ableitung der Barabfindung verwendeten Ertragsprognosen hätten nicht das tatsächliche Ertragspotential der Gesellschaft zum Bewertungszeitpunkt wiedergespiegelt, was zum Bewertungsstichtag erkennbar gewesen sei. Die Ausschüttungsquote sei zu hoch angesetzt worden. Der gewichtete Dreimonatsbörsenkurs vor dem Einberufungsverlangen habe 15,42 € betragen. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Schriftsätze der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters Bezug genommen.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen,

die Festsetzung einer (höheren) angemessenen Barabfindung.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin macht geltend, die Bewertung durch die Wirtschaftsprüfungsunternehmen seien zutreffend gewesen. Insbesondere seien die Planungen der Gesellschaft der Wertermittlung zugrunde zu

legen. Der Vorstand habe keine Anhaltspunkte dafür gehabt, dass die Umsatzsteigerung im ersten Halbjahr 2010 von Dauer gewesen sei. Er sei von einem vorübergehenden Nachfrageschub durch Auffüllung der in der vorangegangenen Krise geleerten Lagerbestände und durch vorübergehende günstige Entwicklungen wie der Verschiebung des erwarteten Anstiegs der Rohstoffkosten und des Anstiegs von für die Gesellschaft bedeutsamer Währungen im Vergleich zum Euro ausgegangen. Diese Einschätzung sei durch externe Prognosen und Einschätzungen bestätigt worden. An diese Planung sei auch der gerichtlich bestellte Sachverständige gebunden. Auch sonst seien die Bewertungsparameter von ..... zutreffend gewesen. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung sowie die weiteren Schriftsätze der Antragsgegnerin Bezug genommen.

Das Gericht hat Beweis erhoben durch Einholung eines Gutachtens des Sachverständigen Creutzmann. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf die Gutachten und ergänzenden Stellungnahmen vom 17.05.2016, 12.12.2017 und 28.11.2018 (Bl. 595 ff., 1016 ff., 1404 ff. d. A.) sowie die Sitzungsniederschrift vom 02.02.2018 (Bl.1270 ff. d.A.) verwiesen.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstands wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

## **B.**

Die Anträge sind mit den aus dem Tenor ersichtlichen Ausnahmen zulässig und führen zu einer Erhöhung der Barabfindung von 15,01 € auf 17,33 €.

### **I.**

Die Anträge der Antragsteller zu 31), 136), 139) sind unzulässig.

1. Die Antragsteller zu 136) und 139) haben ihre Antragsberechtigung nicht nachgewiesen. Nach § 3 Nr. 2 SpruchG sind im Spruchverfahren ausgeschiedene Aktionäre, das sind alle Aktionäre, die am Tag der Eintragung im Handelsregister Aktionäre waren, zur Antragstellung berechtigt. Maßgeblich ist mithin, dass die Antragsteller am 27.08.2010, dem Tag der Eintragung des Squeeze out im Handelsregister, Inhaber mindestens einer Aktie waren, was nach § 3 Satz 3 SpruchG durch Urkunden nachzuweisen ist.

a) Die Antragsteller zu 139) und 136) haben trotz mehrerer Hinweise, u.a. in den Beschlüssen vom 11.07.2013 und 27.07.2017 ihre Aktionärserschaft zu diesem Tag nicht belegt. Der Antragsteller hat eine Ausbuchungsbescheinigung sowie eine Bankbescheinigung für den 30.06.2010 (Bl. 758 d.A.) vorgelegt. Beides belegt nicht, dass er auch am maßgeblichen Zeitpunkt Aktionär war. Die Antragstellerin hat überhaupt keine Belege vorgelegt.

b) Die übrigen Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung spätestens auf den Hinweis im Beschluss vom 11.07.2013 (Bl. 471 ff. d.A.) durch Vorlage von Bankbescheinigungen nachgewiesen. Das gilt auch für die Antragsteller, deren Antragsberechtigung die Antragsgegnerin in der Antragserwiderung bestritten hat.

2. Die Antragsteller zu 8) bis 11) , bei denen die Antragsgegnerin die ordnungsgemäße Ausübung des Antragsrechts wegen des Verdachts, dass diese Antragsteller Inhaber einer Aktie in Bruchteilsgemeinschaft sind, bestreitet, haben durch Vorlage entsprechender Bankbescheinigungen (Bl. 285 ff. der Akte) nachgewiesen, dass jeder von ihnen am 27.08.2010 jeweils mindestens eine Aktie der Gesellschaft hatte.

3. Der Antrag des Antragstellers zu 141) ist nicht verfristet. Zwar ist der Antrag erst nach Ablauf der Frist des §§ 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht Düsseldorf eingegangen. Die Frist lief am 03.12.2010 ab; der Antrag ist erst am 21.12.2010 beim Landgericht Düsseldorf eingegangen. Da für die Rechtzeitigkeit der Antragstellung der Eingang beim zuständigen Gericht maßgeblich ist, wäre die Antragstellung verspätet. Die Verfristung des Eingangs kann jedoch dem Antragsteller ausnahmsweise nicht angelastet werden. Der späte Eingang beruht nämlich auf Verzögerungen, die dem Antragsteller nicht zuzurechnen sind. Der Antragsteller hatte bereits am 14.09.2010 einen Antrag bei dem unzuständigen Landgericht Duisburg gestellt, das das Verfahren auf den Verweisungsantrag des Antragstellers vom 26.10.2010 mit Beschluss vom 29.11.2010 an das Landgericht Düsseldorf verwiesen hat, wo die Akte erst am 21.12.2010 eingegangen ist. Der Antragsteller hatte damit die Verweisung so rechtzeitig beantragt, dass im normalen Geschäftslauf die Akte mit dem Antrag rechtzeitig beim Landgericht Düsseldorf eingegangen wäre. Die Verzögerungen beruhen allein auf der gerichtlichen Bearbeitung und können dem Antragsteller nicht angelastet werden (vgl. auch Beschluss des OLG Düsseldorf 26 W 3/08 AktE).

4. Die Antragstellerin zu 31) hat den Antrag nicht ordnungsgemäß begründet. Nach § 4 Abs. 2 S. 1 SpruchG hat ein Antragsteller seinen Antrag innerhalb der Antragsfrist nach § 4 Abs. 1 Spruchgesetz zu begründen. Dazu





zitierten Bemerkung des BGH, es müsse der Grenzpreis ermittelt werden, zu dem das Unternehmen im Ganzen an einen Dritten veräußert werden könne (BGHZ 207, 114 ff., Juris Rdnr. 44), lässt sich die Schlussfolgerung der Antragsteller nicht ableiten. Dem Zusammenhang der Bemerkung des Bundesgerichtshofs ist zu entnehmen, dass diese Wendung als Synonym für den zu ermittelnden „wahren“ Unternehmenswert gebraucht wird (z.B. BGHZ a.a.O. Rdnr. 42). Da das Oberlandesgericht Düsseldorf im Vorlagebeschluss vom 28.08.2014 (AG 2014, 817 ff., Juris Rdnr. 102 ff.) die steuerliche Problematik thematisiert hat, hätte der BGH, wenn er diese Bedenken teilt, die Anwendung des IDW in der Fassung 2005 verwerfen müssen. Auch sonst haben sich die in nahezu jedem Spruchverfahren vorgebrachten Einwendungen gegen die Berücksichtigung der Ertragssteuerbelastung und den zugrunde gelegten Durchschnittssteuersatz von 35 % in der Rechtsprechung und der Betriebswirtschaftslehre nicht durchgesetzt.

Ob es sich bei dem von den Antragstellern vorgeschlagenen Ansatz um eine von mehreren möglichen Bewertungsmethoden handelt, mag dahingestellt bleiben. Das führt nicht dazu, dass diese angewendet werden muss; vielmehr bleibt auch dann, wenn die von den Antragstellerin favorisierte Bewertungsmethode eine von mehreren zulässigen Bewertungsmethoden darstellen sollte, die Anwendung der Parameter des IDW S 1 zulässig. Eine Bewertungsmethode und Berechnungsweise kann nämlich angewendet werden, wenn sie in der Wirtschaftswissenschaft oder der Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (BGHZ 207, 114 ff., Juris Rdnr. 34, 35). Das ist bei dem IDW S 1 zu bejahen, denn dieser wird in der Praxis und in der Rechtsprechung nahezu durchgängig angewendet. Aus diesem Grund rechtfertigen auch die weiteren Einwendungen der von Rechtsanwalt . vertretenen Antragsteller gegen Berechnungsweisen, die der Sachverständige im Einklang mit dem IDW durchgeführt hat wie z.B. die Abgeltungssteuer auf Thesaurierungen keine andere Berechnung der Abfindung. Das gilt auch für die Einwendungen anderer Antragsteller gegen die Typisierung der steuerlichen Verhältnisse.

2. Die Einwendungen der Beteiligten gegen die Unternehmensbewertung des gerichtlich bestellten Sachverständigen greifen nicht durch. Der Sachverständige hat vielmehr seine Wertansätze überzeugend begründet. Das Gericht folgt daher dem Gutachten. Zur Vermeidung von bloßen Wiederholungen wird zunächst auf das Gutachten, die Ergänzungen und das Anhörungsprotokoll verwiesen. Ergänzend ist noch auszuführen:

#### a) Planungen

Grundlage der Ermittlung des Ertragswerts sind die vom Sachverständigen angepassten Planungen der Gesellschaft. Den Gutachten der vorgerichtlichen

Bewertungen lag ursprünglich eine Umsatzprognose für 2010 von 1.331 Mio. € vom März 2010 zugrunde, die die Gesellschaft im Memorandum vom Juni 2010 auf 1.407 Mio. € erhöhte. Der Sachverständige hielt diese Planungen dafür unplausibel und hat die Umsatzerwartungen für 2010 auf 1.439 Mio. € angehoben. Die tatsächlichen Umsatzerlöse für 2010 beliefen sich auf 1.535 Mio. €.

Die Kammer folgt der Anpassung des Sachverständigen. Zwar sind der Unternehmensbewertung grundsätzlich die Planungen der Gesellschaft zu Grunde zu legen sind, soweit sie plausibel sind (OLG Düsseldorf AG 2018, 399 ff.) und diese Planungen nicht durch andere - gegebenenfalls ebenso plausible - Planungen und erst recht nicht durch die tatsächlich erzielten Umsatzerlöse zu ersetzen. Der Sachverständige hat jedoch mit überzeugender Begründung die Planungen der Gesellschaft nicht für plausibel gehalten und an die zur Zeit der Hauptversammlung zu erwartenden Umsätze angepasst. Die Planungen der Antragsgegnerin waren gemessen an der tatsächlichen Entwicklung viel zu pessimistisch und haben die am Bewertungsstichtag erkennbaren Entwicklungen nicht ausreichend berücksichtigt.

aa) Die Einwendungen der Antragsgegnerin geben keinen Anlass zu einer abweichenden Beurteilung: Die Antragsgegnerin hält die im Juni 2010 (Anlage AG 34) aktualisierte Planung für plausibel und den Eingriff des Sachverständigen in die Planung für unrechtmäßig. Die Planung habe auf der Annahme des Vorstands beruht, dass die überaus positive Entwicklung im Zeitraum Januar bis Mai 2010 vor allem auf einen Nachfrageschub infolge des Aufbaus von Lagerbeständen zurückzuführen sei; ihre Kunden hätten die Lagerbestände in den Jahren 2008 und 2009 teils massiv abgebaut und füllten ihre Lager wieder auf. Des Weiteren habe die günstige Konjunktur die Nachfrage angeregt und sich der zu erwartende Anstieg der Rohstoffkosten zeitlich nach hinten verschoben. Zu der positiven Entwicklung habe außerdem der Anstieg der für die Gesellschaft bedeutenden Währungen im Verhältnis zum Euro beigetragen. Der Vorstand habe damals keinerlei Anhaltspunkte dafür gehabt, dass diese günstigen Rahmenbedingungen von Dauer sein würden. Die Auffüllung der Lagerbestände habe lediglich einen vorübergehenden Nachfrageschub erwarten lassen. Das Umsatzwachstum bei den Kunden der Gesellschaft sei nach Einschätzung des Vorstands nicht so dynamisch wie bei der Gesellschaft ausgefallen. Der Vorstand sei für das Jahr 2011 daher davon ausgegangen, dass die Zusatzeffekte aus dem Lageraufbau wegfallen würden. Nach der außerordentlichen Dynamik aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung in 2010 habe der Vorstand für das Jahr 2011 nur noch ein niedriges Mengenwachstum erwartet. Außerdem habe der Vorstand erwartet, dass der zu erwartende Rohstoffkostenanstieg zeitlich verzögert im 2. Halbjahr 2010 einsetzen und die Marge dann belasten werde. Außerdem sei er von einer Abschwächung des US

Dollars ausgegangen. Diese Einschätzungen seien durch diverse externe Prognosen und Einschätzungen bestätigt worden.

Diese Ausführungen sprechen nicht gegen die vom Sachverständigen vorgenommene Anpassung der Umsatzprognose. Die Prognosen der Antragsgegnerin waren unplausibel, denn sie berücksichtigten die am Tag der Hauptversammlung erkennbare Entwicklung, die für die Bestimmung des Unternehmenswerts maßgeblich sind, nicht in ausreichendem Umfang. Die massiven Angriffe der Antragsgegnerin auf die Beurteilung des Sachverständigen verkennen, dass der Sachverständige die Umsatzprognosen nicht auf die naturgemäß erst später bekannt gewordenen viel höheren tatsächlichen Umsätze des Jahres 2010 angehoben hat, sondern lediglich den bis zum Stichtag bekannt gewordenen Umständen Rechnung getragen hat, weshalb er die Umsatzprognose auf 1.439 Mio. € angehoben hat, während der tatsächliche Umsatz bei 1.535 Mio. € und damit fast 100.000 € über der vom Sachverständigen angepassten Planung lag. Die Umsatzprognose des Sachverständigen liegt daher näher an der Prognose der Antragsgegnerin als am tatsächlichen Umsatz.

Der Sachverständige hat ab Rdnr. 247 ff. des Gutachtens (Bl. 639 ff. d.A.) und Rdnr. 34 ff. der Ergänzung vom 12.12.2017 (Bl. 1025 R ff. d.A.) die Planungen und die tatsächliche Umsatzentwicklung der Antragsgegnerin analysiert und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass die positive Entwicklung der Umsatzerlöse bis zum Bewertungsstichtag nicht angemessen berücksichtigt wurde. Dabei hat er herausgearbeitet, dass sich das Umsatzwachstum seit dem Tiefpunkt im ersten Quartal 2009 kontinuierlich verbessert hat und sich verstetigt hat. Die Annahmen der Antragsgegnerin, dass es sich dabei lediglich um vorübergehende Effekte wegen Lagerauffüllung und günstiger Rahmenbedingungen wie Wechselkurs und Rohstoffpreise gehandelt habe, sind nicht plausibel. Nach den Ausführungen des Sachverständigen (Rdnr. 124 der Ergänzung) haben Wechselkurseffekte nur einen geringen Einfluss auf die Umsatzentwicklung gehabt. Auch die Annahme, der Anstieg sei nur vorübergehend, ist nicht plausibel. Die Entwicklung der Antragsgegnerin war nie planungstreu. Im Geschäftsjahr 2007 wurde das geplante Ergebnis deutlich übertroffen; in den Geschäftsjahren 2008 und 2009 wurde das geplante Ergebnis wegen der Finanzkrise nicht erreicht. Auch wenn hierbei nach Auffassung der vorgerichtlichen Bewerter Sondereinflüsse zum Tragen kamen, zeigt das, insbes. das Übertreffen des Ergebnisses im Jahr 2007, dass die Planannahmen der Antragsgegnerin in der Realität nicht eintrafen und sie bei günstiger Entwicklung eher vorsichtig plante, wie das Jahr 2007 zeigt. Diese Tendenz zur Vorsicht zeigte sich auch daran, dass sie die günstige Entwicklung im Jahr 2010 mit vorübergehenden Sondereffekten begründete und zum Nachteil der Antragsteller nicht ausreichend berücksichtigte.

Dies deckt sich mit den vom Sachverständigen ermittelten makroökonomischen Erwartungen (Gutachten Rdnr. 263 ff.). Danach ging z.B. der IWF im April 2010 für die Jahre 2010 und 2011 von einem Anstieg der globalen Produktion von 4,2 und 4,3 % aus, im Juli von 4,6 %. Die von der Antragsgegnerin vorgelegten Presseinformationen des Verbands der chemischen Industrie e.V. (VCI) vom 03.03.2010 und 17.05.2010 (AG 35, AG 37) stellen die Beurteilung des Sachverständigen nicht in Frage. Immerhin gehen sie auch von einem Anstieg der Chemieproduktion im Jahr 2010 von 5 % bzw. 8,5 % und der Umsätze um 6 % bzw. 10 % aus, obwohl sie sich auf einen Zeitpunkt vor dem Bewertungsstichtag beziehen. Zwischen diesen Veröffentlichungen und dem Bewertungsstichtag beschleunigte sich der Aufwärtstrend noch einmal, wie sich an der Gegenüberstellung der Wachstumsannahmen der Unternehmen der Peer Group-Unternehmen im März und Juni 2010 (Ergänzung Rdnr. 73 f.) zeigt.

Auch mit den weiteren Einwendungen der Antragsgegnerin gegen die Berechtigung des Sachverständigen zur Anpassung der Planung hat er sich im Ergänzungsgutachten sowie in der Anhörung ausführlich auseinandergesetzt und ist bei seiner Beurteilung geblieben. Die Kammer hält die Ausführungen für überzeugend und folgt ihnen. Zur Vermeidung von bloßen Wiederholungen wird auf das Ergänzungsgutachten, insbes. Rdnr. 78 ff. und die Sitzungsniederschrift verwiesen.

bb) Das Gericht folgt dem Sachverständigen auch bei der Höhe der Anpassung. Der Sachverständige hat die Anpassung ausschließlich auf die am Stichtag (30.06.2010) erkennbare Ergebnisentwicklung gestützt und die an diesem Tag bekannten Zahlen auf das Gesamtjahr 2010 hochgerechnet. Bei der Hochrechnung hat er die Anteile der ersten beiden Quartale am Gesamtjahresumsatz in den Jahren 2007 bis 2009 analysiert und unterstellt, dass diese unterjährige Verteilung einer plausiblen Verteilung für das Jahr 2010 entspricht (Gutachten Rdnr. 267 ff.). Nach dieser Analyse entfiel mehr als die Hälfte der Umsätze auf die erste Jahreshälfte. Bei den Folgejahren hat er ausgehend von dem hochgerechneten Umsatzerlös für 2010 die von der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Steigerungsraten übernommen. Beim EBITDA hat er die der Ursprungsplanung zugrundeliegende Umsatz-Kosten-Relation übernommen und diese auf die angehobene Umsatzplanung angewendet.

Die Antragsteller halten die Anpassung des Sachverständigen für zu niedrig. Die von Rechtsanwalt vertretenen Antragsteller wenden sich gegen die Hochrechnung der Umsätze auf das Gesamtjahr und meinen, die Umsätze seien gleichmäßig auf das erste und zweite Halbjahr zu verteilen gewesen; zum Bewertungsstichtag hätten keine Erkenntnisse vorgelegen, dass sich die

Gesellschaft im zweiten Halbjahr 2010 schlechter als im ersten Halbjahr entwickeln könnte. Dadurch erhöhe sich die Umsatzprognose für 2020 um weitere 28 Mio. €. Die Kammer hält den Anpassungsmechanismus des Sachverständigen für zutreffend, insbes. die Umsätze des ersten Halbjahres 2010 nicht schematisch zu verdoppeln, sondern entsprechend der Entwicklung in den Vorjahren auf das Gesamtjahr hochzurechnen. Die Jahre 2008 und 2009 waren zwar durch die Wirtschaftskrise beeinflusst. Das gilt jedoch primär für das Jahr 2008: im Jahr 2009 zeichnete sich schon die Erholung ab; im Jahr 2007 war die Entwicklung für die Beklagte noch gut. Damit lag eine ausreichend tragfähige Basis für die Hochrechnung der Einkünfte auf das Gesamtjahr vor. Weiterhin wenden die vorgenannten Antragsteller ein, die Fortschreibung der Umsatzkosten berücksichtige nicht die Größen- und Effizienzvorteile. Der Sachverständige hat hierzu im Gutachten ausgeführt (Rdnr. 289), es sei auch denkbar, neben der ursprünglichen Kostenquote zusätzlich Skaleneffekte zu berücksichtigen, da die Umsatzkosten nicht zwingend proportional zu den Umsatzerlösen steigen müssten. Er habe aus Gründen der Nachvollziehbarkeit darauf verzichtet. Das Vorgehen des Sachverständigen ist nicht zu beanstanden, da die Bemessung der Skaleneffekte letztlich spekulativ und daher nicht geeignet ist, die Genauigkeit der Bewertung zu steigern.

#### b) EBITDA

Der gemeinsame Vertreter hält die vom Sachverständigen angesetzten EBITDA-Margen für zu niedrig, die Antragsgegnerin für zu hoch. Die Kammer folgt auch hier dem Sachverständigen. Er hat hierzu die der Ursprungsplanung zugrunde liegende Umsatz-Kostenrelation je Segment und je Kostenart sowie die Relation der operativen Kosten zu dem Umsatzerlösen analysiert und diese unter Zugrundlegung der Vergangenheit und der Planannahmen plausibilisiert (Gutachten Rdnr. 288 ff.). Damit hat er die von ihm angesetzten Beträge und Margen rechnerisch folgerichtig abgeleitet, so dass sie zugrunde gelegt werden können. Die vom Sachverständigen angesetzten EBITDA-Margen stellen den Mittelwert zwischen den von der Antragsgegnerin in ihren Geschäftsberichten von 2007 bis 2009 selbst angenommenen Margen von 18 – 20 % dar. Soweit die Antragsgegnerin moniert, dass der Sachverständige die Umsatz-Kosten-Relationen aus der Planung von März/April 2010 und nicht der aktualisierten Planung von Juni 2010 abgeleitet habe, spricht das nicht gegen die Ergebnisse des Sachverständigen, denn dem ist nicht zu entnehmen, dass und wie sich die Relation der Kosten zum Umsatz geändert haben soll.

Der Antragsteller hält die Berücksichtigung der Abweichungsdifferenz zwischen dem tatsächlichen Ist und dem vom Gutachter angesetzten Wert für die Anpassung des EBITDA für geboten. Dem folgt Kammer nicht, da sich die

Unternehmensbewertung nach den am Bewertungsstichtag erkennbaren Umständen und nicht nach dem nachträglich festgestellten tatsächlichen Ergebnis richtet.

c) Ausschüttungsquote

Der Sachverständige ist in Übereinstimmung mit dem Gutachten von . von einer Ausschüttungsquote von 37,5 % ausgegangen. Einige Antragsteller halten diese für zu hoch. Die Kammer folgt dem Sachverständigen, der die Ausschüttungsquote eingehend begründet hat. Die Quote liegt innerhalb der Bandbreite der historischen Ausschüttungsquoten der Gesellschaft und der Vergleichsunternehmen.

d) Drei-Phasen-Modell

Der Sachverständige . hat den Unternehmenswert anhand eines Drei-Phasen-Modells errechnet, indem er zwischen die Detailplanungsphase (2010 bis 2014) und die ewige Rente noch eine Grobplanungsphase (2015 bis 2019) eingeschoben hat, während die Planung des Vorstands von einem Zwei-Phasen-Modell ausging.

Die Berechnung anhand eines Drei-Phasen-Modells ist im Spruchverfahren zwar ungewöhnlich, aber grundsätzlich zulässig (OLG Düsseldorf NZG 2014, 1418 ff., juris Rdnr. 116 ff.). Das Gericht vermag daher allein in dieser Entscheidung keinen methodischen Fehler zu entdecken, zumal offen ist, ob diese zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts oder zu einer Reduzierung des Anstiegs der Werts nach der Erhöhung der Umsatzerlöse führt, wie die von den Rechtsanwälten . vertretenen Antragsteller geltend machen (Bl. 768 d.A.). Nach den Berechnungen des Sachverständigen im Ergänzungsgutachten (Rdnr. 217 ff; Bl. 1.055 ff. d.A.) führen das Zwei- und das Drei-Phasen-Modell allerdings zu demselben Unternehmenswert.

Die Berechnung nach dem Drei-Phasenmodell ist nicht zu beanstanden. Der Sachverständige hat hierzu ausgeführt, dass die einzelnen Segmente der Antragsgegnerin im Detailplanungszeitraum durch eine unterschiedliche Wachstumsdynamik gekennzeichnet seien und auch zum Ende des Detailplanungszeitraums Umsatzwachstumsraten in unterschiedlicher Höhe aufwiesen, weshalb ein unmittelbarer Übergang in die ewige Rente nicht sachgerecht sei (Ergänzung Rdnr. 132 ff.). In der Ergänzung vom 28.11.2018 (Bl. 1413 ff. d.A.) hat er dies weiter vertieft. Die Kammer schließt sich dem an.

e) Kapitalisierungszinsen

Das Gericht folgt den Annahmen des Sachverständigen bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes. Der Sachverständige geht von einem Basiszinssatz von

3,71 %, einer Marktrisikoprämie von 4,5 %, einem Betafaktor von 0,9 sowie einem Wachstumsabschlag von 1,5 % aus.

Die Einwendungen der Beteiligten gegen die Ermittlung der Kapitalisierungszinsen greifen nicht durch. Im schriftlichen Gutachten und in der Ergänzung hat der Sachverständig ausführlich begründet, wie er die einzelnen Elemente des Kapitalisierungszinssatzes ermittelt hat. Dass die Verfahrensbeteiligten andere, ihrem jeweiligen Standpunkt günstigere Werte bevorzugen, macht die Ergebnisse der Sachverständigen nicht falsch.

#### aa) Basiszinssatz

Der Sachverständige hat einen Basiszins von 3,7 % gegenüber 4,0 % in der Bewertung von ..... angenommen. Den Basiszinssatz hat der Sachverständige anhand der periodenspezifischen Durchschnittszinssätze mit Restlaufzeiten von 1 bis 30 Jahren und des nachhaltigen durchschnittlichen Nullkuponzinssatzes errechnet.

Die Antragsteller halten den Zinssatz für zu hoch, die Antragsgegnerin für zu niedrig. Die Kammer folgt der Ermittlung des Basiszinssatzes durch den Sachverständigen; sie deckt sich mit dem Empfehlungen des IDW und ist daher in einem anerkannten Verfahren erfolgt. Dass der Sachverständige den Zins nicht auf 3,75 % aufgerundet hat, entspricht einer verbreiteten Meinung und ist nicht zu beanstanden, denn die Rundung führt nicht zu einer größeren, sondern einer geringeren Genauigkeit.

#### bb) Risikozuschlag

Die Ermittlung des Risikozuschlags nach CAPM bzw. Tax CAPM ist nach der Rechtsprechung methodisch nicht zu beanstanden (z.B. OLG Düsseldorf AG 2016, 329, Juris Rdnr. 52), so dass den Einwendungen gegen die Berücksichtigung der persönlichen Steuern nicht gefolgt werden kann. Die Berechtigung des Tax CAPM ist durch die Abgeltungssteuer nicht entfallen, da dadurch eine unmittelbare Abbildung der persönlichen Ertragssteuern bei der Bemessung des Risikozuschlags ermöglicht wird. Der Sachverständige hat die Annahme der Antragsgegnerin von 4,5 % nach persönlichen Steuern übernommen.

Die von Rechtsanwalt ..... vertretenen Antragsteller sind damit aus methodischen Gründen nicht einverstanden, weil sie die Studie von Stehle, aus der u.a. die Werte abgeleitet werden, für unzutreffend halten. Die Kammer teilt diese – in allen Spruchverfahren von den Antragstellern vorgetragenen – Bedenken nicht.

## cc) Betafaktor

Das Gericht folgt dem Sachverständigen bei der Bemessung des Beta-Faktors und geht von einem Betafaktor von 0,9 aus, dem Beta der Peer Group.

Der Sachverständige hat zu Recht den Betafaktor der Gesellschaft nicht berücksichtigt, weil der Börsenkurs ab dem ersten Übernahmeangebot der Antragsgegnerin im Jahr 2008 nicht mehr aussagekräftig ist und die vorherigen Betafaktoren wegen der Stichtagsferne nicht verwertbar sind. Ab Ende 2008 waren das Handelsvolumen und die Handelsquote rückläufig. Der Sachverständige hat den Betafaktor daher anhand einer Peer Group ermittelt, deren Zusammensetzung und Vergleichbarkeit er im Gutachten ausführlich erläutert hat (Rdnr. 573 ff.). Der Sachverständige hat in seiner Anhörung erläutert, dass auch ein Betafaktor von 0,86 vertretbar sei, der von ihm angesetzte Betafaktor jedoch vorzugswürdig sei (S. 78 des Protokolls). Die Kammer schließt sich diesen Ausführungen an und hält die Einwendungen nicht für gerechtfertigt.

## dd) Wachstumsabschlag

Schließlich ist in Übereinstimmung mit dem Sachverständigen von einem Wachstumsabschlag von 1,5 % auszugehen. Der gemeinsame Vertreter und mehrere Antragsteller halten diesen für zu gering, die Antragsgegnerin für zu hoch. Der Sachverständige hat im Gutachten (Rdnr. 619 ff.) und in der Ergänzung (Rdnr. 158 ff.) sowie der Ergänzung vom 28.11.2018 (Bl. 1415 ff.) ausführlich die Marktdaten dargelegt, aus denen er den Wachstumsabschlag abgeleitet hat. Die Kammer schließt sich dem an. Dass die Antragsteller und Antragsgegnerin anderen, aus ihrer Sicht für sie günstigere Werte bevorzugen, macht die vom Sachverständigen nach sorgfältiger Analyse von Marktdaten abgeleiteten Annahmen nicht falsch. Nichts anderes folgt daraus, dass die Kammer in früheren Verfahren mehrfach Wachstumsabschläge in Höhe von 1 % angenommen hat. Dies betraf Bewertungen anderer Unternehmen zu ganz anderen Zeiträumen und hat keine Aussagekraft für das vorliegende Verfahren. Soweit die Antragstellerin den Abschlag für zu hoch hält, spricht dagegen, dass von einem noch höheren Abschlag von 1,75 % ausgingen.

## f) nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

Der Sachverständige hat hierbei die Werte des vorgerichtlichen Gutachtens überprüft und mit geringen Änderungen übernommen. Dem folgt die Kammer.

## aa) nicht betriebsnotwendige Liquidität

Der Sachverständige hat abweichend von der Planung von die liquiden Mittel vollständig zur Rückführung von Verbindlichkeiten eingesetzt, so dass diese nicht als Sonderwert zu berücksichtigen sind (Gutachten Rdnr. 666 ff.). Die von

Rechtswalt ... vertretenen Antragsteller wenden hiergegen ein, dass der Sachverständige das Finanzergebnis der Gesellschaft unverändert übernommen habe, obwohl sich die Rückführung stärker im Zinsaufwand und Verschuldungsgrad der Gesellschaft hätte auswirken müssen. Der Sachverständige hat hierzu in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 28.11.2018 (Bl. 1412 ff. d.A.) erläutert und durch Tabellen belegt, dass er das Finanzergebnis an seine neue Planung angepasst hat.

bb) nicht betriebsnotwendige Immobilien

Der Sachverständige hat als Wert der nicht betriebsnotwendigen Grundstücke einen Sonderwert von 11 Mio. € angesetzt; dabei hat er die von ... ermittelten Werte übernommen, jedoch eine Veräußerungsgewinnbesteuerung anders als diese nicht berücksichtigt und unterstellt, dass der Wertbeitrag im Unternehmen verbleibt. Die Antragsgegnerin wendet sich gegen die Nichtberücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung. Es sei anerkannt, dass bei Ermittlung des Werts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens die persönlichen Ertragssteuern abzusetzen seien. Was richtig ist, kann dahin gestellt bleiben, da die Berücksichtigung bei den Immobilien und sonstigem nicht betriebsnotwendigen Vermögen nach den Berechnungen des Sachverständigen (Ergänzung Rdnr. 209 f.) eine Wertdifferenz von 0,02 € (Wert der Aktie 17,31 statt 17,33 €) ausmacht, die vernachlässigt werden kann, da die Unternehmensbewertung stets eine Schätzung ist.

cc) Sonderwerte

Die von Rechtsanwalt ... vertretenen Antragsteller halten die Wertermittlung der Sonderwerte Carl Schenk AG, Nanophase Technologies Corporation und Metapol S.A. für nicht nachvollziehbar. Der Sachverständige hat die Ansätze in der Bewertung von ... anhand eigener Berechnungen überprüft und hält sie für plausibel. Dem folgt die Kammer.

g) Abschreibungen

Die von Rechtsanwalt ... vertretenen Antragsteller haben u.a. moniert, dass für die ewige Rente ab 2015 von Abschreibungen von allenfalls 2 % der Umsätze für die Erhaltung des Anlagevermögens und von einer auf 6,5 % der Umsätze erhöhten Investition in „Geistwerk“ auszugehen sei, weshalb die ewige Rente hätte korrigiert werden müssen. Der Sachverständige hat hierzu in der Anhörung ausgeführt (S. 8 des Protokolls), dass immaterielle Vermögenswerte wie Patente, Lizenzen, alles was im Unternehmen erforscht wird, beim Ertragswertverfahren im Rahmen einer Gesamtbewertung mitbewertet werde und nicht gesondert berücksichtigt werde. Dem schließt sich die Kammer an.

3. Die Einholung weiter Informationen zur Begutachtung ist nicht erforderlich.

a) Soweit die von Rechtsanwalt [redacted] vertretenen Antragsteller die Beantwortung von ihrer Meinung nach in der Hauptversammlung nicht beantworteten Fragen im Spruchverfahren verlangen, kann dahin gestellt bleiben, ob die Fragen ausreichend beantwortet wurden, denn die Fragen sind nicht bewertungsrelevant, wie der Sachverständige in der Ergänzung (Rdnr. 250 ff, Bl. 1.060 ff. d.A.) überzeugend ausgeführt hat. Zur Vermeidung von bloßen Wiederholungen nimmt die Kammer auf diese Ausführungen Bezug.

b) Die Anträge einiger Antragsteller, u.a. die Antragsteller zu 4) und 5) ([redacted]), 12) ([redacted]), 13) ([redacted]), 20), 21) ([redacted]), 34) ([redacted]), 35) ([redacted]), 42) ([redacted]), 90) bis 93) ([redacted]) auf Vorlage von Unterlagen, die der ursprünglichen Unternehmensbewertung zugrunde lagen, sind unbegründet. Dem Sachverständigen lagen alle zur Unternehmensbewertung erforderlichen Unterlagen vor. Dass und welche weiteren Unterlagen entscheidungsrelevant sind, ist den Anträgen nicht zu entnehmen. Ein Anspruch auf Vorlage der Arbeitspapiere von [redacted] die von einigen der Antragsteller verlangt wird, besteht nicht. Aus § 7 Abs. 7 SpruchG ergibt sich allenfalls eine Pflicht der Antragsgegnerin zur Vorlage von Unterlagen der Gesellschaft.

c) Der von der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 17.12.2018 verlangten Überprüfung der Alternativberechnung von [redacted]: Anlagen AG 65 bis 67 bedarf es nicht. Das Ergebnis der Berechnungen hängt naturgemäß von den zugrunde gelegten Annahmen ab. Da die Kammer den Annahmen des Sachverständigen und nicht von [redacted] folgt, kommt es auf die Alternativberechnungen nicht an.

4. Soweit die Antragsteller zu 4) und 5) ([redacted]) Ersatz ihres „Integritätsinteresses“ (Aufwendungen für die Hauptversammlung und Beratung hinsichtlich der Desinvestition und der Neuinvestition) fordern, findet sich hierzu keine Grundlage im Gesetz. Nach § 327 b AktG richtet sich die Barabfindung nach den Verhältnissen der Gesellschaft und nicht nach Aufwendungen der Aktionäre.

5. Aus den vorstehenden Ausführungen folgt, dass der Ertragswert des Unternehmens nach dem IDW S 1 Stand 2008 17,33 € beträgt, während in der Hauptversammlung lediglich ein Wert von 15,01 € bestimmt wurde. Die Barabfindung ist auf den vom Sachverständigen ermittelten Wert von 17,33 € zu erhöhen. Der Börsenkurs liegt unter diesem Wert, so dass dahingestellt bleiben kann, nach welcher Berechnungsmethode (BaFin oder selbst berechnet) der Börsenwert zu ermitteln war.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 15 Abs. 2 und 4 SpruchG in der Fassung vom 17.12.2008. Die Gerichtskosten, die Kosten des gemeinsamen Vertreters und die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, deren Anträge zulässig waren, sind von der Antragsgegnerin zu tragen, weil es nicht der Billigkeit entspricht, die Antragsteller an den Gerichtskosten zu beteiligen, nachdem ihre Anträge erfolgreich waren. Aus diesem Grund entspricht es auch der Billigkeit, die Kosten der Antragsteller mit zulässigen der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies gilt nicht für die Antragsteller, deren Anträge unzulässig waren, weil sie entweder ihre Antragsberechtigung nicht nachgewiesen haben oder sie den Antrag nicht gegründet haben.

Geschäftswert: 7,5 Mio. € (§ 15 Abs. 1 SpruchG a.F.)

Beglaubigt  
Urkundsbeamter/in der Geschäftsstelle  
Landgericht Düsseldorf

