

3-05 O 83/12

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre
der S Holding AG, Offenbach
am dem hier beteiligt sind:

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht ,
die Handelsrichterin und den Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 23.4.2013
am 23.4.2013 beschlossen:

Der Antrag den Abfindungsbetrag aufgrund des in der Hauptversammlung vom 10.2.2012 der S AG beschlossenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre höher festzusetzen, wird zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten des Antragstellers findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.

Die Beschwerde wird nicht zugelassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt.

Gründe

I.

Das Grundkapital der S Holding AG (im folgenden S AG) betrug EUR 19.905.000,00 und war in 19.905.000 auf den Namen lautende Aktien mit einem Nennbetrag von je EUR 1,00 pro Aktie eingeteilt.

Die Aktien der S AG waren zum Handel am Main Board der HKSE unter dem Stock Code 955 zugelassen gewesen und wurden dort gehandelt. Seit dem 10. Oktober 2011 war der Handel mit Aktien der S AG ausgesetzt.

Die S AG war im Handelsregister des Amtsgerichts Offenbach am Main unter der Handelsregisternummer HRB 43749 eingetragen. Die Hauptverwaltung der Gesellschaft befand sich in der Kettelerstraße 100, 63075 Offenbach am Main, Deutschland.

Satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens war die Gründung, der Erwerb oder die Eingliederung von Unternehmen sowie der Erwerb, das Halten, Verwalten und Veräußern von Beteiligungen an Unternehmen im In- und Ausland sowie das Erbringen von Dienstleistungen für Beteiligungen gegen Entgelt. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die notwendig oder nützlich erscheinen, um den Gesellschaftszweck zu verwirklichen.

Das Geschäftsjahr der S AG entsprach dem Kalenderjahr.

Die Gesellschaft ist nach Maßgabe des Beschlusses der Gesellschafterversammlung vom 27.04.2012 im Wege des Formwechsels in die S Holding GmbH mit Sitz in Offenbach am Main (Amtsgericht Offenbach am Main, HRB 46342) umgewandelt worden.

Die Geschäftstätigkeit des S-Konzerns gliederte sich in folgende Segmente:

- Automobil- und Allgemeine Industrie
- Coil Coating Lacksysteme
- Elektroisolierharze.

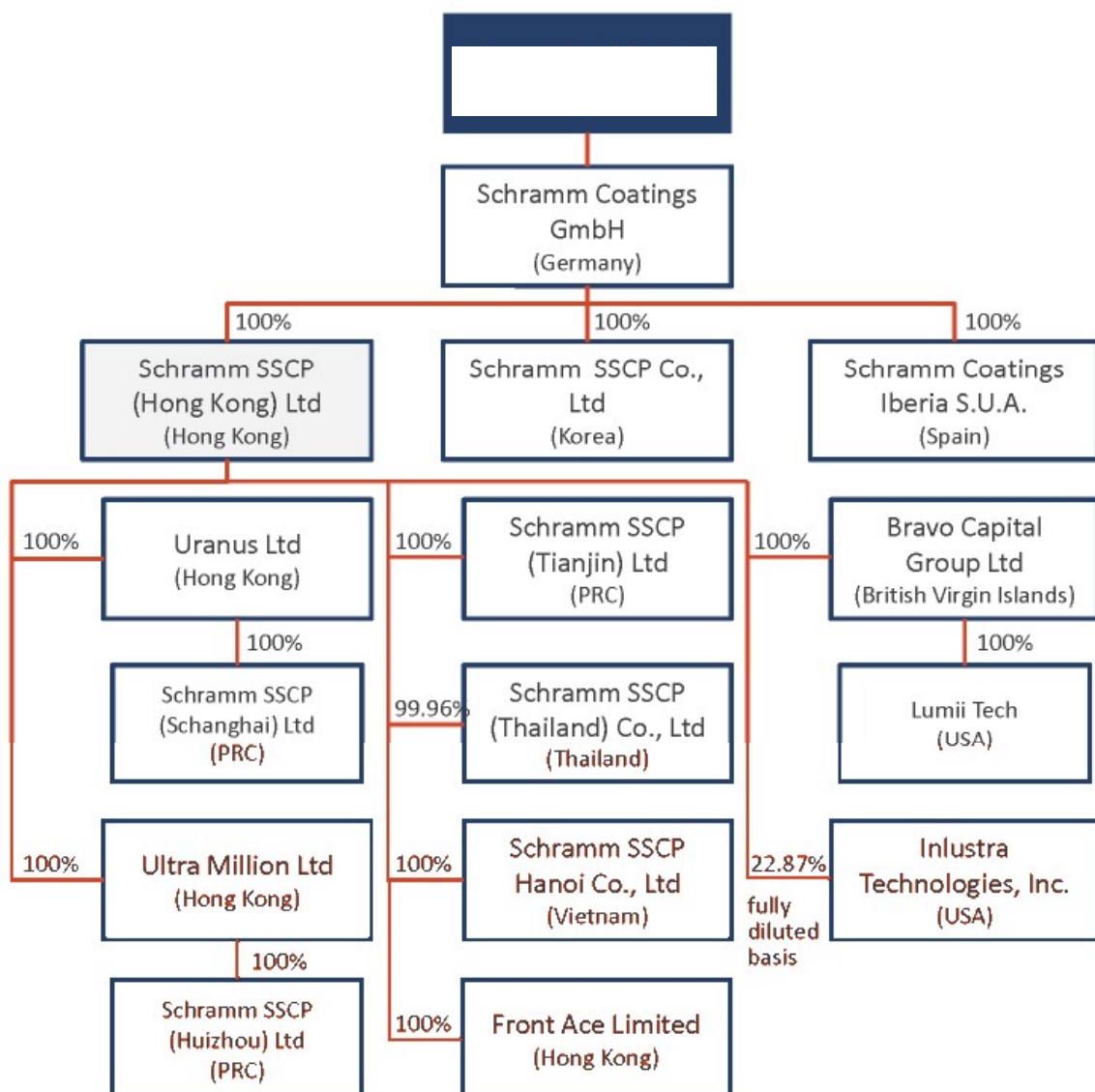
Das Segment „Automobil- und Allgemeine Industrie“ umfasst die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Metall-, Plastik- und Pulverlacken zum Korrosionsschutz und zur Oberflächenveredelung. Neben dem Einsatz im Bereich der Automobilindustrie werden die Lacke unter anderem zur Beschichtung von Mobiltelefonen/Teltronics, Haushaltsgeräten, sogenannter weißer Ware, sowie von Büromöbeln verwendet.

Das Segment „Coil Coating Lacksysteme“ umfasst die Entwicklung, Herstellung und den

Vertrieb von Speziallacken und funktionellen Beschichtungen für vielfältige Anwendungsbereiche. Dazu zählen unter anderem die Bauindustrie, das Automobil- und Transportwesen sowie die Beschichtung von weißer Ware und Geräten der Unterhaltungselektronik, sogenannter brauner Ware.

Das Segment „Elektroisolierharze“ umfasst die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Isolier- und Füllmassen für Vorschaltgeräte und Ankerwicklungen

Die S AG war unmittelbar an einer Gesellschaft und mittelbar an 14 Gesellschaften beteiligt. Von den insgesamt 15 Beteiligungsgesellschaften hat eine Gesellschaft, die S Coatings GmbH, ihren Sitz in Deutschland. Mit Ausnahme der S SSCP (Thailand) Co. Ltd. und der Inlustra Technologies, Inc. betrug die Beteiligungshöhe der S AG jeweils 100 Prozent. Dies ergab folgendes Bild:



Die Antragsgegnerin, die vormalig als _____ firmierte, wurde mit Wirkung vom 22.8.2012 auf die

_____ verschmolzen. Die Geschäftsanteile der _____ werden wiederum zu 100 % von der Akzo Nobel N.V. gehalten. Die Akzo Nobel N.V. ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft nach niederländischem Recht mit Sitz in Amsterdam, Niederlande.

Die _____ hatte am 16. September 2011 die Angebotsunterlage für ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der S AG zum Erwerb der von ihnen gehaltenen Aktien an der S AG gegen Zahlung einer Gegenleistung in Höhe von HKD 78,70 je Aktie der S AG veröffentlicht. Die Annahmefrist für dieses Übernahmeangebot endete am 21. Oktober 2011.

Nach Abschluss des Übernahmeangebots hielt die _____ 19.783.480 Aktien an der S AG und damit einen Anteil von 99,39 % des Grundkapitals.

In der Folgezeit hat die _____ von dem Vorstand der S AG mit Schreiben vom 18. Oktober 2011, ergänzt durch Schreiben vom 30. Dezember 2011, die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft verlangt, die über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die _____ gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin die _____ (im Folgenden _____) eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der S AG zum Tag der geplanten Hauptversammlung 10.2.2012 zu erstellen.

Als Abfindungsbetrag wurde in der Folgezeit je Stückaktie ein Betrag vom EUR 6,25 ermittelt. Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten Übertragungsbericht verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hatte das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 24.10.2011 – 3-05 O 78/11 - die

_____ (im Folgenden _____) zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In ihren Prüfbericht vom 30.12.2011 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 6,25 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 30.12.2011 verwiesen.

In er Hauptversammlung der S AG wurde auf Verlangen der Hauptaktionärin gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG am 10.2.2012 der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gefasst.

Die S AG hat hierzu im Bundesanzeiger vom 16.4.2012 folgendes mitgeteilt:

*„Die außerordentliche Hauptversammlung der S HOLDING AG, Offenbach/Main, vom 10. Februar 2012 hat auf Verlangen ihrer Hauptaktionärin, der
mit einer Beteiligung in Höhe von rund 99,39 Prozent, gemäß den §§ 327a ff. AktG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der S HOLDING AG auf die gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 6,54 je auf den Namen lautende Aktie im Nennbetrag von je EUR 1,00 der S HOLDING AG beschlossen (im folgenden „Übertragungsbeschluss“). Um die Minderheitsaktionäre und die ehemaligen Aktionäre der S HOLDING AG, die das öffentliche Angebot der vom 16. September 2011 angenommen und infolgedessen HKD 78,70 pro Aktie erhalten haben, gleich zu behandeln, zahlt die an die Minderheitsaktionäre freiwillig einen Betrag zusätzlich zur Barabfindung, so dass den Minderheitsaktionären insgesamt ein Betrag von HKD 78,70 pro Aktie zum Auszahlungstag ausbezahlt wird. Für die Bestimmung der Höhe des zusätzlichen Betrages ist der Wechselkurs des Auszahlungstages maßgeblich, wie er auf der Internetseite der Europäischen Zentralbank am entsprechenden Tag festgestellt wird.*

Für den Fall, dass zum Auszahlungszeitpunkt, basierend auf dem Wechselkurs zum Auszahlungszeitpunkt, die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 6,54 höher ist als der in Euro umgerechnete beim öffentlichen Angebot der vom 16. September 2011 angebotene Betrag in Höhe von HKD 78,70, zahlt die die Barabfindung in Höhe von EUR 6,54 aus.

Der Übertragungsbeschluss ist am 27. März 2012 in das Handelsregister der S HOLDING AG beim Amtsgericht Offenbach (HRB 43749) eingetragen worden. Damit sind kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre der S HOLDING AG auf die übergegangen. Soweit Aktienurkunden ausgegeben sind, verbriefen diese

nach § 327e Abs. 3 Satz 2 AktG bis zu ihrer Aushändigung an die Hauptaktionärin nur noch den Anspruch auf Barabfindung.

Am Auszahlungstag, dem 29. März 2012, lag der auf der Internetseite der Europäischen Zentralbank festgelegte Wechselkurs bei HKD 10,3048 für EUR 1,00. Somit lag der Betrag von HKD 78,70 pro Aktie höher als die ermittelte angemessene Barabfindung von EUR 6,54. Salvador zahlt deshalb einen Betrag von HKD 78,70 an die Minderheitsaktionäre.

Die Barabfindung ist nach § 327b Abs. 2 AktG von der gerichtlichen Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister an mit jährlich 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen. Die gerichtliche Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses erfolgte am 2. April 2012.

Die hat die Computershare Investor Services Limited, Hong Kong, mit der technischen Abwicklung der Auszahlung der Abfindung beauftragt. Die Auszahlung der Abfindung an die ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der S HOLDING AG, die ihre Aktien bei einer Depotbank halten, erfolgt über die jeweilige Depotbank des Aktionärs über das Abwicklungssystem CCASS (Central Clearing and Settlement System) der Hong Kong Börse (Hong Kong Stock Exchange). Die Aktionäre werden hierüber von ihren Depotbanken gesondert informiert und müssen grundsätzlich von sich aus nicht tätig werden.

Aktionäre der S HOLDING AG, die ihre Aktien an der Gesellschaft selbst verwahren, müssen ihre effektiven Aktienurkunden zur Entgegennahme der Barabfindung

ab sofort

von Montag bis Freitag (ausgenommen an Feiertagen in Hong Kong) zwischen 9:00 Uhr bis 16:30 Uhr bei der

Computershare Hong Kong Investor Services Limited,

der Hongkonger Zahlstelle (Branch Registrar) der S HOLDING AG, 1712-1716, 17F, Hopewell Centre, 183 Queen's Road East, Wanchai, Hong Kong, zur Weiterleitung an die Deutsche Bank oder bei einer

inländischen Geschäftsstelle der Deutsche Bank

einreichen und gleichzeitig ihre Bankverbindung zum Zwecke der Überweisung der Barabfindung mitteilen. Zug um Zug gegen Einreichung der effektiven Aktienurkunden erhalten diese Aktionäre zeitnah die Abfindung vergütet, nachdem die üblichen Abwicklungsmaßnahmen, die mit der Einreichung der effektiven Aktienurkunden verbunden sind, durchgeführt worden sind.

Die von den Minderheitsaktionären abzuführende Übertragungsgebühr (Seller's ad valorem stamp duty) (wie gemäß Kapitel 117 der Verordnung über Übertragungsgebühren (Stamp Duty Ordinance) nach dem Recht von Hong Kong vorgeschrieben) in Höhe von 0,1 % des Marktwertes der Aktien oder der Barabfindung und des ggf. zu zahlenden zusätzlichen Betrages, je nachdem welcher der vorstehenden Beträge höher ist, wird von dem Betrag abgezogen, der von der
an den jeweiligen ausgeschiedenen Minderheitsaktionär zu zahlen ist.

Die *wird für die Zahlung der Übertragungsgebühr im Zusammenhang mit der Übertragung der ausstehenden Aktien im Auftrag der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre Sorge tragen. Von der vorstehenden Übertragungsgebühr abgesehen, ist die technische Abwicklung für die ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der S AG provisions- und spesenfrei.*

Wenn eine Aktienurkunde oder ein anderes Dokument über das Aktieneigentum nicht verfügbar ist oder verloren wurde und der Minderheitsaktionär eine Abfindung erhalten möchte, soll der jeweilige Minderheitsaktionär Computershare Hong Kong Investor Services Limited, die Hongkonger Zahlstelle (Branch Registrar) der S HOLDING AG, schriftlich kontaktieren. Dabei soll er angeben, dass er eine oder mehrere Aktienurkunden oder ein anderes Dokument über das Aktieneigentum verloren hat oder dass diese zur Zeit nicht verfügbar sind. Sollten solche Dokumente später gefunden werden oder später wieder verfügbar sein, sollten diese schnellstmöglich an die Hongkonger Zahlstelle der S HOLDING AG übersandt werden. Für den Fall, dass Aktienurkunden oder andere Dokumente über das

Aktieneigentum verloren wurden, muss zudem eine schriftliche Freistellungserklärung gegenüber der Hongkonger Zahlstelle (Branch Registrar) abgegeben werden. Eine solche ist, nachdem sie gemäß den Anweisungen ausgefüllt wurde, wieder an die Hongkonger Zahlstelle (Branch Registrar) zurückzusenden.“

Nach Angaben der Antragsgegnerin waren neben den 470 Aktien der Antragstellerin noch 121.530 Aktien von Minderheitsaktionären der S AG von dem Ausschluss betroffen.

Am 10.2.2012 betrug der Gegenwert von HKD 78,70 ein Betrag von EUR 7,69 und am 30.3.2012 EUR 7,60.

Die Antragstellerin, die zum Zeitpunkt der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister am 27.3.2012 Aktionäre der S AG war, wendet sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag je Aktie ebenso wie 78,70 HKD sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG. Der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre hat zur Sache Stellung genommen und hält ebenfalls die beschlossene Abfindungshöhe nicht für angemessen.

Die Antragstellerin und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 2,75 % und die Marktrisikoprämie von 5,0 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten Beta-Faktor von 0,7 für unzutreffend. Die Zusammensetzung der peer-group sei nicht sachgerecht, da fünf amerikanische Unernehmen einbezogen worden seien, obwohl der US-amerikanische Markt für die S AG unbedeutend sei. Zudem sei nicht klar ob „raw“ oder „adjusted“ Betas verwendet wurden. Der Wachstumsabschlag von 1,25 % sei im Hinblick auf die erwartete Inflationsrate von ca. 4 % im maßgeblichen chinesischen Markt zu niedrig.

Gegenüber der zugrunde liegenden Planung beanstanden sie, dass diese im Hinblick auf das Geschäftsmodell und die Marktstellung der S AG im relevanten Markt in Südostasien und China im Hinblick auf das geplante Umsatzwachstum nicht realistisch, sondern erheblich sei. Auch die Risiken seien überschätzt worden. Der Umsatzrückgang im wesentlichen Bereich Mobiltelefone unter Hinweis darauf, dass die neueren Smartphones zu großen Teilen aus Aluminium und Glas bestünden und daher der erforderliche Anteil von Beschichtungsstoffen/Lacken im Verhältnis zu üblichen Mobiltelefonen geringer sein, sei nicht zutreffen, da ein Trend zu größeren Smartphones und zu Tablets- PC bestehe mit der

Folge, dass durch die größeren Gehäuse/Rahmenflächen das Einsatzpotential für Lackhersteller sich nicht vermindere sondern deutlich steige. Hinzu komme eine immer weiter voranschreitende Verkürzung der Produktzyklen in diesem Bereich. Weiter wird u. a. beanstandet, dass Synergien durch die Einbindung in den Akzo-Nobel Konzern nicht ausreichend berücksichtigt worden seien, die in der Planung angesetzten Aufwendungen, insbes. die Steigerung der Herstellungskosten zur Generierung der geplanten Erlöse, nicht in sachgerechtem Verhältnis stünden bzw. nicht nachvollziehbar seien, die angesetzten Reinvestitionen für die Größenordnung der dargestellten Erlöse nicht sachgerecht seien und die Steigerung der Zinsergebnisse nicht sachgerecht sei. Die Ausschüttungsquote in der Phase 2 (ewige Rente) sei mit 50 % zu hoch angesetzt worden. Die mangelnde Plausibilität des ermittelten Wertes der S AG und damit der Abfindung ergebe sich auch schon aus dem Vorerwerbspreis, den Akzo Nobel bei der Übernahme gezahlt habe. Auch aus sog. Multiples ergebe sich ein höherer Wert.

Zudem sei der unrichtige Börsenkurs bei der Ermittlung des maßgeblichen Abfindungswertes zugrunde gelegt worden. Maßgeblich sei der drei monatige –Durchschnittskurs zum Zeitpunkt der Squeeze-out Verlangens am 18.10.2011 und nicht der vor dem 30.6.2011. Aufgrund dieses Börsenkurses müsse der Abfindungsbetrag mindestens EUR 6,64 betragen. Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragschrift vom 18.5.2012 (Bl. 1 ff d. A.)), der Stellungnahme des Vertreter der außenstehenden Aktionäre vom 10.10.2012 (Bl. 66 ff d. A.) sowie der ergänzenden Schriftsätze der Antragstellerin und des Vertreter der außenstehenden Aktionäre Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist dem Antrag entgegen getreten. Im Übrigen hält die Antragsgegnerin die Abfindung für angemessen.

Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel. Die zur Bewertung herangezogene Ertragswertmethode sei sachgerecht. Der Planung hätten realistische Annahmen zugrunde gelegen. China sei nicht der einzige Markt der S AG. Vielmehr betrage nach Umsatzteilen 33 % für Deutschland, 28 % für China, 22 % für Spanien 13 % für Korea und 4 % für sonstige asiatische Länder. Für China allein ergebe sich über die Planjahre 2011 – 2014 ein geometrisches Wachstum der Planumsätze von 9,8 %.

Die Synergien, welche ohne den Ausschluss der Minderheitsaktionäre anzusetzen seien, beträfen ausschließlich Einkaufsynergien, die mit ca. TEUR 100 im Jahre 2012 und in den folgenden Jahren entsprechend eingeplant worden seien. Die angesetzten Konditionen der

Fremdfinanzierung der S AG hätten keinen Zusammenhang mit den Fremdfinanzierungen von Akzo Nobel. Die Zinssätze seien aus den aktuell vertraglich fixierten Kreditkonditionen abgeleitet worden. Der Kredit von Akzo Nobel sei zugunsten der Minderheitsaktionäre als unverzinslich angesetzt worden.

Auch die angenommene Ausschüttungshypothese sei sachgerecht. Unternehmens- und Ertragssteuern seien sachgerecht berücksichtigt worden. Die Zinsparameter der Abzinsung (Basiszins 2,75 %, Marktrisikoprämie 5 % und Beta-Faktor 0,7) sowie der Wachstumsabschlag von 1,25 % seien zutreffend und sachgerecht ermittelt worden. Im Hinblick auf die aktuelle Zinslage bei deutschen Staatsanleihen sei mit einem Ansteigen der Marktrisikoprämie zu rechnen. Eine Eliminierung der US- Firmen beim Beta-Faktor ergäbe keine Veränderung. Es seien „adjusted“ betas angesetzt worden, wobei die Anwendung von „raw“ Betas keine Auswirkung auf den Wert gehabt hätte. Der Wachstumsabschlag sei mit 1,25 % zutreffend angesetzt worden. Nach Umsätzen in den einzelnen Ländern gewichtet ergebe sich eine Inflationserwartung von ca. 2,4 %. Es sei empirisch festgestellt worden, dass der Wachstumsabschlag mit ca. 50 % anzusetzen sei.

Für den Börsenkurs sei der relevante Tag der Bekanntgabe des Übernahmeangebots gewesen, da danach der Börsenkurs keine Aussagekraft mehr gehabt habe.

Wegen der Einzelheiten wird auf die Antragsrüge vom 28.8.2012 (Bl. 32 ff d. A.) und die ergänzenden Schriftsätze vom 14.11.2012 (Bl. 99 ff d. A...) und 18.2.2013 (Bl. 137 d. A.) verwiesen.

II.

Der Antrag ist unbegründet.

Eine Erhöhung der festgesetzten Barabfindung ist nicht vorzunehmen.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben zwar nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (BVerfG, ZIP 2007, 1261; BGH, ZIP 2005, 2107 OLG Stuttgart Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08 – BeckRS 2011, 18552 m.w.Nachw.). Das Gericht hat aber nach § 327f Satz 2 AktG nur dann eine angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung unangemessen ist.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 – a.a.O.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274). Dabei ist zu bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so Lochner AG 2011, 692, 693 f.) nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert – nach der hier von einigen Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode - gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu,

dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen – auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -) – von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung letztlich dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ist nämlich die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einer gerichtlich bestellten Prüferin untersuchte Wertbemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem angemessenen, d.h. zugleich nicht allein richtigen Ausgleich führen (ähnlich BVerfG Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -; KG, WM 2011, 1705).

Solange allerdings sowohl das der Abfindung zugrunde gelegte Ergebnis der Wertermittlung als auch die Einzelschritte auf dem Weg dorthin nachvollziehbar und plausibel sind, ist es zumindest naheliegend, wenn nicht gar geboten, die jeweils für sich gesehen vertretbaren Methoden und Einzelwerte aus der vorgelegten Unternehmensbewertung für die eigene Schätzung des Gerichts als Grundlage nutzbar zu machen und nicht durch andere, gleichfalls nur vertretbare Annahmen, Prognosen und wertende Ergebnisse zu ersetzen.

Das schließt aber eine hiervon abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses nicht aus und zwar selbst in dem Fall nicht, in dem der Wertbemessung durch die Gesellschaft die allgemein anerkannte Ertragswertmethode zugrunde gelegen hat. Insoweit ist die gerichtliche Überprüfung nämlich stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der

Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – a.a.O.).

Fehl geht demgegenüber der Einwand, aus verfassungsrechtlicher Sicht sei jeweils die Zugrundelegung derjenigen Methode oder Prognose geboten, die den Minderheitsaktionären günstiger ist. Ein verfassungsrechtliches Gebot der Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre besteht nicht in Bezug auf das Verhältnis von fundamentalanalytischer Wertmittlung, etwa im Ertragswertverfahren, zu marktorientierter Wertermittlung, etwa anhand von Börsenwerten (OLG Stuttgart BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.).

Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Dieser Ertragswert aufgrund der Erwartungen der künftigen finanziellen Überschüsse wurde hier in nicht zu beanstandender Weise ermittelt.

Das von der Antragsgegnerin beauftragte Wirtschaftsprüfungsunternehmen und der gerichtlich bestellte Abfindungsprüfer haben bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in nicht zu beanstandender Weise die in Literatur und Rechtsprechung überwiegend gebilligte Ertragswertmethode zum Bewertungsstichtag, d.h. dem Tag der beschließenden Hauptversammlung am 10.2.2012 angewendet

Mit dem Bewertungsstichtag wird zum einen festgelegt, ab welchem Zeitpunkt finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind. Die erwarteten Auswirkungen von Investitionen und Desinvestitionen sind dabei insoweit zu berücksichtigen, als hierfür am Bewertungsstichtag konkrete Schritte eingeleitet, bzw. sichere Anhaltspunkte hätten erkennbar sein können („Wurzeltheorie“, BGH, 17.1.1973, DB 1973, S. 563 ff.). Spätere Entwicklungen sind daher nur zu berücksichtigen, soweit sie zum Stichtag im Kern bereits angelegt waren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112; BayObLG NZG 2001, 1137, 1138, je m. w. Nachw.).

Damit hängen die Erwartungen über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der Alternativinvestition vom Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Bei Auseinanderfallen von Bewertungsstichtag und Zeitpunkt der Durchführung der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.

Der Ertragswert berechnet sich danach als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens abgeleitet werden. Die zu kapitalisierenden Nettozuflüsse sind bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (nach den Empfehlungen des IDW) unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln. Bezüglich der Ausschüttung der erwarteten Überschüsse an die Aktionäre ist sowohl die Finanzierung der Ausschüttungen als auch die Erhaltung der Ertrag bringenden Substanz zu beachten.

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge jedoch durch das Gericht 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, Beschluss v. 13.3.2010 – 20 W 9/08 -; AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).

Zu berücksichtigen ist weiter bei der Bewertung zudem, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714;

BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zurückgreifen.

Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Vertragsprüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten Abfindungsprüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Vertragsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs sind Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes. Das Gutachten des Abfindungsprüfers kann deshalb im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden (OLG Düsseldorf, NZG 2000, 1079 = BB 2000, 1108). Im Übrigen haftet der Abfindungsprüfer nach § 327c Abs. 3 i. V. m. § 293d Abs. 2 AktG auch gegenüber den Anteilsinhabern. Dass seine Prüfung regelmäßig gleichzeitig mit dem Erstellen des Übertragungsberichts erfolgt, ändert nichts daran, dass es sich um eine unabhängige Prüfung handelt und begründet für sich genommen auch keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München, Beschluss vom 19. 10. 2006 - 31 Wx 92/05 – NJOZ 2007, 340; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 = ZIP 2003, 2363; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288).

Der Untersuchungsgrundsatz (§§ 26 ff FamFG) gebietet es daher hier nicht ein Sachverständigengutachten erstellen zu lassen. Bei der pflichtgemäßen Ermessensausübung ist auch der Gesichtspunkt der Wirtschaftlichkeit zu berücksichtigen; im vorliegenden Fall ist nicht ersichtlich, dass der damit verbundene Aufwand ein entsprechendes Mehr an Zuverlässigkeit der Aussage des Sachverständigen geschaffen hätte.

Das Gericht sieht keinen weiteren Erkenntnisgewinn darin, wenn die von den Antragstellern und vom Vertreter der aussenstehenden Aktionäre gewünschte Neubegutachtung der S AG durchgeführt würde. Der Sachverständige müsste selbst die Planung vornehmen und ein Ergebnis herleiten. Ob diese Planung aus der Sicht Ende des Jahres 2011 bzw. Anfang 2012 heraus letztlich zwingend anders ausfallen müsste erscheint fraglich, insbesondere ob sich diese Planung insbesondere dann auch zu Gunsten der früheren Aktionäre der S AG auswirken würde.

Lediglich wenn die Prognosen völlig unplausibel sind, kann hier eine andere Beurteilung durch das Gericht erfolgen. Hiervon kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden.

Die Prognosen für die S AG in dem Übertragungsbericht sind auf den Stichtag bezogen nachvollziehbar. Die von durchgeführte Ermittlung des Ertragswertes und der Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers ist hier geeignet und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Unternehmenswert zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Insbesondere ist die Einholung eines weiteren Gutachtens eines anderen Sachverständigen zum Unternehmenswert nicht erforderlich.

Der Prüfungsauftrag an den sachverständigen Prüfer bezog sich ausweislich des Bestellungsbeschlusses vom 24.10.2011 – 3-05 O 78/11 - nicht nur auf eine reine Plausibilitätsprüfung sondern verlangte ein eigenständiges Arbeiten bei der Ermittlung des Ertragswertes. Dem ist der sachverständige Prüfer in vollem Umfang nachgekommen.

Aufgrund des Prüfgutachtens des bestellten Prüfers steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass der vorliegend aus dem Ertragswert der S AG herzuleitender Unternehmenswert zum 10.2.2012 jedenfalls nicht zu einer höheren Abfindung als EUR 6,54 bzw. HKD 78,70 je Stückaktie führt.

Ausgangspunkt für die Schätzung der den Aktionären zukünftig zufließenden Beträge war die eigene Planung der S AG.

Sofern die Antragstellerin meint, die der Bewertung zugrunde gelegte Unternehmensplanung sei zu pessimistisch, da der Wachstumsmarkt in China, insbesondere die Entwicklung auf dem dortigen Mobilfunkgerätemarkt nicht hinreichend berücksichtigt worden sei, kann dem nicht gefolgt werden. Hier übersieht die Antragstellerin, dass der Markt in China weniger als 30 % des Umsatzes der S AG betraf und die Planung für den chinesischen Markt im Elektronikbereich hier von einer Steigerung von ca. 10 % ausgegangen ist. Dies erscheint sachgerecht, zumal im maßgeblichen Zeitpunkt der inzwischen gegebene Trend zu größeren Mobiltelefonen nach Ansicht der Kammer noch nicht hinreichend vorauszusehen war, und diese Trend im Hinblick auf die Praktikabilität zu großer Geräte auch nur von kurzer Dauer sein dürfte und auch die von der Antragsgegnerin in Bezug genommenen Branchenstudien entsprechende Erwartungen hegen. Zwar mag es sein, dass andere Studien hier zu höheren Erwartungen neigen, doch kann dies nicht dazu führen, der Planung hier den erforderlichen Realitätsbezug für die Plausibilität abzusprechen.

Im Übrigen hat der sachverständige Prüfer zu der zugrunde liegenden Planrechnung eingehend Stellung bezogen. Die von der Antragstellerin und dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre weiter vorgebrachten Einwendungen gegen die Plausibilität der Planung, führen nicht dazu, ernsthafte Zweifel an der Plausibilität der vom sachverständigen Prüfer bestätigten Unternehmensplanung zu wecken. Zur Vermeidung von Wiederholungen wird insoweit auf die entsprechenden Ausführungen im Prüfbericht (dort S. 21- 28) Bezug genommen.

Grundsätzlich obliegt es den Gerichten im Spruchverfahren nicht, eine bestimmte, der Planung zugrunde gelegte unternehmerische Einzelentscheidung, z. B Planung von durchsetzbaren Preiserhöhungen einer detaillierten Überprüfung dahingehend zu unterziehen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt oder vielmehr durch andere unternehmerische Weichenstellungen hätte ersetzt werden sollen (so ausdrücklich OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 9.2.2010 - 5 W 38/09 - BeckRS 2010 04682; – 5 W 33/09 -BeckRS 2010, 04683 m. w. Nachw.). Auch hinsichtlich der Finanzplanung erscheint es auch nicht zwingend, dass allein die Mehrheitsbeteiligung von Akzo Nobel ohne weitere Einbindung in den Konzern an der S AG für diese zu günstigeren Kreditkonditionen geführt hätte. Das gleiche gilt für die Synergieeffekte ohne den dem hiesigen Verfahren zugrunde liegenden Ausschluss der Minderheitsaktionäre. Dieser muss nämlich nach dem Grundsatz des stand alone bei der

Bewertung von Synergieeffekten unberücksichtigt bleiben, sondern es sind lediglich allein die Synergieeffekte zu berücksichtigen, die bereits zuvor bestanden haben. Hier haben die Antragstellerin und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre nicht aufzuzeigen vermocht, warum und welche anderen Synergieeffekte außer den in der Planung berücksichtigten Einkaufsvorteilen hätten berücksichtigt werden müssen.

Entgegen der Auffassung der Antragstellerin und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ist auch nicht zu beanstanden, dass hier in der Planung in der Phase 1 eine Thesaurierung von 30 % und in der Phase 2 von 50 % angesetzt wurde.

Vielmehr verbleibt es ebenfalls im Spruchverfahren bei dem schon im Haftungsrecht verankerten Grundsatz der Autonomie unternehmerischer Entscheidungen (vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG).

Dies geht im Wesentlichen einher mit der bereits vor der unternehmerischen Maßnahme gegebenen Stellung des außenstehenden Aktionärs im Unternehmen. Aufgrund der Mehrheitsverhältnisse ist es ihm als Minderheitsaktionär in aller Regel nicht möglich, auf die Geschäftspolitik seiner Gesellschaft aktiven Einfluss zu nehmen. Vielmehr hat er derartige Entscheidungen im Normalfall hinzunehmen, selbst wenn sie sich als suboptimal erweisen sollten. Aufgrund dieser faktisch eingeschränkten Stellung des Minderheitsaktionärs, die auch das Bundesverfassungsgericht seinen Überlegungen regelmäßig zugrunde legt (BVerfGE 100, 289, 305; NJW 2007, 3268), bestehen zugleich an der nur eingeschränkten Überprüfbarkeit geschäftspolitischer Entscheidungen im Rahmen der Unternehmensbewertung keine verfassungsrechtlichen Bedenken.

Dies gilt insbesondere bei der Frage der Gewinnverwendung. Hier hat es der Mehrheitsaktionär immer in der Hand, dass aufgrund seiner Stimmmehrheit in der Hauptversammlung ein Beschluss über die Gewinnverwendung in seinem Sinne getroffen wird. Die Prüfung einer derartigen Geschäftspolitik ist daher auch nicht Aufgabe eines Gerichts bei der Überprüfung der Abfindung in einem Spruchverfahren (einschränkende nun aber OLG Frankfurt a. M.: Beschluss vom 30.08.2012 - 21 W 14/11 – BeckRS 2012, 20564). Legt jedoch der Hauptaktionär in seinem von ihm verfassten Übertragungsbericht, der die Verhältnisse der Gesellschaft ohne die vorgesehene Maßnahme zu berücksichtigen hat, eine bestimmte Ausschüttungsquote fest, so macht er deutlich, dass dies sein künftiges Konzept für die bei der Gesellschaft anfallenden Gewinne darstellt, welches er aufgrund der Mehrheitsverhältnisse bei künftigen Abstimmungen über die Gewinnverwendung (ohne den Ausschluss der Minderheitsaktionäre) in den Grenzen des § 254 AktG durchzusetzen

gedenkt. Berücksichtigt man nun, dass die Anfechtung derartiger Beschlussfassungen – mit Ausnahme sonstiger Verstöße gegen Gesetz oder Satzung – gem. § 254 AktG nur möglich ist, wenn die Aktionäre nicht die Mindestdividende von 4 % des Grundkapitals erhalten, d.h. eine übermäßige Thesaurierung stattfindet, kann daher im Spruchverfahren eine davon losgelöste Überprüfung der Planung der Thesaurierung nicht ohne weiteres stattfinden. Bewegt sich daher die geplante und vom Hauptaktionär berichtete Thesaurierung innerhalb dieses Rahmens, muss es dabei verbleiben. Diesem Verständnis des Prüfungsumfanges steht das Urteil des Bundesgerichtshofs vom 30. März 1967 (NJW 1967, 1464) schon deshalb nicht entgegen, weil in dieser Entscheidung - in Abgrenzung von der Verwendung von Buchwerten - von einer möglichst vorteilhaften Verwertung des Gesellschaftsvermögens im Ganzen die Rede ist. Hieraus lässt sich nicht das Gebot einer Optimierung jeder unternehmerischen Einzelentscheidung im Rahmen der Ertragswertermittlung ableiten (OLG Frankfurt a.a.O.). Auch der Beschluss des Oberlandesgerichts Karlsruhe vom 16. Juli 2008 (- 12 W 16/02 -) steht dem nicht entgegen. Zwar wird dort eine mögliche Wertsteigerung durch eine sachgerechte Thesaurierung untersucht. Der vom Oberlandesgericht Karlsruhe aufgeworfenen Frage liegt jedoch die hier nicht gegebene, implizite Annahme einer autonomen Thesaurierungspolitik zugrunde.

Auch die verwendeten Kapitalisierungszinssätze zur Diskontierung der geplanten zukünftigen Überschüsse sind nicht zu beanstanden.

Zunächst ist entgegen der Darstellung der Antragstellerin in der Hauptversammlung vom 10.2.2012 eine Anpassung des zunächst vorgesehen Abfindungsbetrags von EUR 6,25 auf EUR 6,54 wegen der Änderung des Basiszinses erfolgt. Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung betrug der Basiszins entsprechend der IDW-Berechnung (seit 2008) aufgrund der Svensson-Methode nach den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank durchschnittlich für den Zeitraum von 90 Tagen vor der Hauptversammlung 2,61 % bei einer aus Äquivalenzgesichtspunkten in der Berechnung anzusetzenden angenommenen Wachstumsrate die dem Wachstumsabschlag von 1,25 % (zu dessen Berechtigung siehe unten) entspricht.

Bei diesem Basiszins ergibt sich bei ansonsten unverändert anzusetzenden Zinsparametern eine Abfindung von EUR 6,41 und bei Abrundung auf 2,5 % eine Abfindung von EUR 6,54 je Aktie.

Der Risikozuschlag ist vertretbar mit 4,45 – 4,02 % nach Steuern veranschlagt worden. Hierin gingen eine Marktrisikoprämie von 5% nach Steuern und ein Betafaktor von 0,75 unter Berücksichtigung eines fallenden Verschuldungsgrades ein.

Keinen durchgreifenden Bedenken unterliegt die von der Antragsgegnerin in dem Übertragungsbericht angenommene Marktrisikoprämie von 5% nach Steuern. Dies entspricht im Ergebnis einer Empfehlung des IDW für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag am 10.2.2012 wonach die Prämien zwischen 4% und 5% liegen sollten (vgl. FAUB, 95. Sitzung am 29. November 2007, Bl. 431; vgl. auch Hachmeister/Wiese, WPg 2009, 54, 62, FAUB, 104 Sitzung v. 22.3.2011). Zwar hat die in der 104. Sitzung des FAUB geäußerte Vermutung, dass sich das Zinsniveau nicht weiter vermindert, sich nicht bestätigt. Vielmehr lag der Basiszinssatz mit 2,6 % unter dem damaligen Tiefstand. Der sachverständige Prüfer hat jedoch in seinem Bericht (S. 38) nachvollziehbar dargelegt, dass bei einem Basiszinssniveau von unter 3 % die Marktrisikoprämie vor und nach Steuer um etwa einen halben Prozentpunkt ansteigt. Im Ergebnis könne damit derzeit eher von einer Marktrisikoprämie im Bereich von 5,5 % (vor persönlicher Ertragsteuer) bzw. 5,0 % (nach persönlicher Ertragsteuer) ausgegangen werden. Zwar ist der Kammer bekannt, dass Stimmen in der Literatur (vgl. z.B. Knoll/Wenger/Tatler ZfSteu 2011, 47; Knoll Bewertungspraktiker März 2012, S. 11, widersprechend Zeidler/Tschöpel/Bertram Bewertungspraktiker März 2012, S. 2) der Auffassung sind, dass bei sinkendem Basiszins auch die Marktrisikoprämie fallen müsse. Doch in Anbetracht des Umstandes, dass es sich bei der Marktrisikoprämie um eine Schätzung anhand empirischer Vergangenheitsdaten handelt, die keiner endgültigen Gewissheit zugeführt werden kann, bestehen gegen den hier zugrunde gelegten Wert keine durchgreifenden Bedenken. Gerade die aktuelle Entwicklung steigende Börsenkurse trotz nicht ausgestandener Finanzmarkt- und Eurokrise zeigt, dass Anleger bei niedrigen Zinsen auf sichere Anleihen des Bundes erheblich höhere Renditen bei Anlagen in Aktien erwarten. Auch der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB) hat in einer Mitteilung an seine Mitglieder vom 19.09.2012 die empfohlene Bandbreite für die Bemessung der Marktrisikoprämie auf 5,5 % bis 7 % (vor persönlicher Steuer) bzw. 5 % bis 6 % (nach persönlicher Steuer) erhöht aufgrund historisch niedrigen Rendite für langlaufende deutsche Staatsanleihen sowie einer veränderten Risikotoleranz.

Der mit 0,75 veranschlagte Betafaktor bedarf ebenfalls keiner Korrektur. Dieser Wert gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zur Rendite des Marktportfolios verhält. Er drückt demnach - einen effizienten Kapitalmarkt unterstellt - die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus. Dabei misst der Betafaktor das systematische Risiko einer Aktie; er beschreibt, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist. Dies bedeutet, dass der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein ebenfalls durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert ist. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors ist in erster Linie der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst. Ersatzweise können es auch die Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08 -; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 30.08.2012 - 21 W 14/11 - a.a.O.). In dem Übertragungsbericht und von dem sachverständigen Prüfer gebilligt, wurde der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens auf 0,75 geschätzt.

Grundlage für diese Schätzung war der Durchschnittswert der Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen. Soweit die Beschwerdeführer gegen die ermittelten Betawerte Einwände erheben, ist ihnen zuzugeben, dass die Vorgehensweise sowie das deduzierte Ergebnis nicht zwingend sind. Allerdings ist die Ermittlung des Betawertes der S AG aufgrund vorliegender Besonderheiten mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden, so dass in Anbetracht dieser Umstände die zugrunde gelegten Werte aus Sicht der Kammer eine zutreffende Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswertes der Gesellschaft darstellen.

Zunächst ist der eigene Betawert der Schnabel AG nicht hinreichend aussagekräftig. Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z.B. zwei Jahren (vgl. Kammerbeschluss vom 2.9.2010, - 3-05 O 279/08 -), wobei allerdings kürzere Zeiträume regelmäßig mangels genügender Messpunkte nicht aussagekräftig sind. Weiter sind Zeiträume, in denen abnormale Kursschwankungen durch Strukturbrüche stattgefunden haben, die u.a. durch einen Börsengang, Übernahmeangebot oder Squeeze out-Verfahren hervorgerufen wurden, für die Berechnung des Betafaktors zu eliminieren (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 30.8.2012 a.a.O.; OLG Stuttgart Beschluss v. 18.12.2009, - 20 W 2/08 -). Hier muss daher die Messperiode für die Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors am Tag der Bekanntmachung der Maßnahme enden, ergeben sich dann wie

vorliegend- Börsennotierung von der Erstnotiz am 29.12.2009 bis zum 30.6.2011 dem Tag der Bekanntgabe des voraussichtlichen Übernahmeangebots - nicht genügend Messpunkte kann nicht auf den eigenen Betafaktor des Unternehmens zurückgegriffen werden, zumal fraglich ist, ob bei einer Erstnotiz die ersten Monate überhaupt aussagekräftig sind, d.h. sich regelmäßig erst der Kurs noch einpendeln muss.

Es war daher sachgerecht, den Beta-Faktor aus einer peer-group aus potentiellen Vergleichsunternehmen abzuleiten, welche in vergleichbaren Haupttätigkeitsfeldern, wie die S AG aktiv sind und auch hinsichtlich Größenordnung und Kundenstruktur vergleichbar sind. Soweit gegen Unternehmen aus der peer-group eingewandt wurde, dass hierbei (auch) amerikanische Unternehmen berücksichtigt wurden, obwohl die S AG auf dem amerikanischen Markt nicht tätig sei, so ist dem zunächst entgegen zu halten, dass es vordringlich darum geht, auf welchem Märkten die peer-group Unternehmen tätig sind. Jedenfalls für 2 der 5 dort enthaltenen amerikanischen Unternehmen, nämlich RPM International und H.B. Fuller, ergibt sich aus dem Prüfbericht von [Redacted], dass diese auch auf den Märkten der S AG tätig sind. Im Übrigen hat die Antragsgegnerin ausgeführt, ohne dass dem noch entgegen getreten wurde, dass auch bei einer Eliminierung der amerikanischen Unternehmen sich der angesetzte Beta-Faktor nicht ändern würde.

Schließlich bestehen ebenfalls gegen die Höhe des mit 1,25% angesetzten Wachstumsabschlages als letzte Komponente des Kapitalisierungszinses keine durchgreifenden Bedenken. Dabei hat der Wachstumsabschlag die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2014, abgeleitet worden sind (vgl. WP-Handbuch 2008, S. 74). Er umfasst vornehmlich eine inflationsbedingte sowie daneben gegebenenfalls eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergibt (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 30.8.2012 a.a.O mwN). Denkbar ist sodann noch ein thesaurierungsbedingtes Wachstum (vgl. WP Handb. 2008, Bd. II, Teil A Rdn. 312 ff.). Aufgrund des im Vordergrund stehenden preisbedingten Bestandteils ist zu seiner Ermittlung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Rdn. 962). Gleichwohl kann die Preissteigerung nicht mit der Wachstumsrate gleichgesetzt werden. Denn zum einen hängt der Abschlag vom Kapitalisierungszins davon ab, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer

überwälzen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08 -). Dabei kommt es maßgeblich nicht auf die Preiserhöhung eines durchschnittlichen Warenkorb an, wie sie von der Inflationsrate angegeben wird, sondern auf die Preiserhöhungen auf den für das jeweilige Unternehmen maßgeblichen Faktormärkten. Bereits insoweit handelt es sich beim Wachstumsabschlag stets um eine unternehmensspezifische Größe. Zum anderen ist auch noch ein Realwachstum zu berücksichtigen, wobei es sich um eine zukünftige Größe und damit um eine Prognose handelt (vgl. OLG Frankfurt, AG 2010, 798, 801). Im Übertragungsbericht ist der Wachstumsabschlag mit 1,25% veranschlagt worden. Diesen Abschlag hat der sachverständige Prüfer mit der Erwägung gebilligt, dass mit einer Inflationsrate in China zwischen 3,75 und 4,35 % und Südkorea mit 3,0 – 3,2 % in der Zukunft zu rechnen sei.

Die hiergegen gerichteten Einwände der Antragstellerin vermögen vor dem Hintergrund, dass auch beim Wachstumsabschlag der Gesellschaft ein gewisser Prognosespielraum zuzubilligen ist (vgl. dazu OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Dezember 2010 - 5 W 51/09 -), nicht zu überzeugen, da es nicht nur auf den Markt in China und Südkorea sondern auf die Inflationsrate in allen Märkten der S AG ankommt, wozu auch Deutschland mit einer Erwartung einer Inflationsrate von 1,2 - 1,5 % mit nahezu einem Drittel des Umsatzes der S AG gehört.

Zudem kommt es für die Frage der Fähigkeit eines Unternehmens, Kostensteigerungen auf den Beschaffungsmärkten an die Abnehmer weitergeben zu können, ohnehin nicht auf die Inflationsrate, sondern auf die unternehmensspezifische Teuerungsrate an (Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 405, 410). Auch aus empirischen Studien lässt sich die Behauptung, der Wachstumsabschlag müsse oberhalb der Inflationsrate liegen, nicht zwingend ableiten (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 -). Denn die empirischen Ergebnisse hierzu sind jedenfalls ambivalent. So liegt etwa einer vielzitierten Studie von Widmann/Schiezl/Jeromin zufolge das durchschnittliche Gewinnwachstum deutscher Unternehmen unterhalb der durchschnittlichen Inflationsrate (vgl. Widmann/Schiezl/Jeromin, FB 2003, 800, 808 ff.). Demgegenüber scheinen neuere Studien ein umgekehrtes Verhältnis, d. h. ein durchschnittliches Gewinnwachstum oberhalb der Inflationsrate, zu belegen (vgl. etwa Creutzmann, *BewertungsPraktiker* 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, *BewertungsPraktiker*, 2009, 12). Gleichwohl zwingt dies zu keiner geänderten Sichtweise. Denn die neueren Studien sind teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 -

20 W 14/08 -,). Zudem sind die Ergebnisse in Anbetracht der vorhandenen, anderweitigen Studien jedenfalls nicht derart zwingend, dass sie Wachstumsabschläge unterhalb der Inflationsrate mit ca. 50 % unplausibel machten. Darüber hinaus treffen die Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen. Sie sind daher höchstens ein Anhalt für das konkret zu bewertende Unternehmen. Schließlich wird bei der Wachstumsrate stets eine Gesellschaft unterstellt, der jedenfalls von außen kein weiteres Kapital zugeführt wird. Dies kommt aber in der Realität kaum vor. Entsprechend sind die empirisch beobachtbaren Wachstumsraten nur bedingt vergleichbar mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung angesetzten Raten, soweit es sich - wie hier - um keine Gesamtwachstumsrate handelt (vgl. dazu Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349 ff. und 405 ff., 411). Deshalb ist es vertretbar, wie es die Antragsgegnerin vorgenommen hat, als Wachstumsabschlag ca. die Hälfte der Inflationserwartung der gewichtet nach den maßgeblichen Märkten anzusetzen.

Soweit der Vertreter der außenstehenden Aktionäre die Abfindung damit beanstandet, es sei der unzutreffende Börsenkurs im Wege einer Vergleichsbetrachtung herangezogen worden, vielmehr sei der 3-monatigen durchschnittlichen Börsenkurs vor der Bekanntgabe des Squeeze-out am 18.10.2011 mit HKD 68,34 heranzuziehen, so kann dem nach der Rechtsprechung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main (Beschluss vom 21.12.2010 – 5 W 15/10 - BeckRS 2011, 03054) nicht gefolgt werden. Danach ist vielmehr auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe der Übernahmeabsicht abzustellen, da der damit bekanntgegebenen Information aus der Sicht eines verständigen Anlegers ein nicht nur geringfügiges Kursbeeinflussungspotential zukommt. Maßgeblich ist danach allein, dass die Umsetzung der Strukturmaßnahme infolge der Bekanntgabe aus Sicht des Kapitalmarktes wahrscheinlich ist (so Hasselbach/Klüsener, DB 2010, 657, 660) und deswegen im Kurs seinen Niederschlag erfährt. Im Übrigen hat sich die Antragsgegnerin verpflichtet, mehr als 68,34 HKD zu zahlen.

Soweit die Antragstellerin darauf abstellt, dass im Wege einer Vergleichsbetrachtung sich ergebe, dass andere Transaktionen in diesem Bereich mit für die Minderheitsaktionäre günstigeren Multiples (Verhältnis von Umsatz zu Kaufpreis) erfolgt seien, so führt auch dies nicht zu einer abweichenden Betrachtung der Angemessenheit der Abfindung. Der Umsatzmultiple der S AG mit einem zutr. Umsatz von EUR 130 Mio. ergibt zunächst einen Wert von 0,95 und nicht wie von der Antragstellerin angesetzt von 0,91.

Im Verhältnis zu dem angesprochenen Kauf von Sima Kalon mit einem Multiple von 1,07 ergibt sich hier kein signifikanter Unterschied, unabhängig davon, dass die Einwendungen der Antragsgegnerin nicht von der Hand zu weisen sind, dass die von der Antragsteller zur Berechnung des Multiples herangezogenen Werte nicht belastbar sind.

Für eine Angemessenheit der Abfindung spricht jedoch, dass die weit überwiegende Anzahl der Minderheitsaktionäre der S AG, das Übernahmeangebot der Antragsgegnerin zu HKD 78,70, welche nach der Erklärung auch die später gem. §§ 327a ff AktG ausgeschlossenen Aktionäre enthalten, angenommen haben.

Es genügt eine sehr große Akzeptanz einer bestimmten Abfindungshöhe dem aus Art. 14 Abs. 1 GG folgendem Gebot interessenunabhängiger Wertfindung. Denn in der Akzeptanz einer bestimmten Abfindung liegt der vom BVerfG geforderte objektive Markttest der Bewertungsangemessenheit (vgl. Beschl. v. 16.5.2012 - 1 BvR 96/09 u.a - ZIP 2012, 14089).

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Roskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommt, sind aber auch keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnten.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG).

Mangels Erhöhung der Abfindung bleibt es bei dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,--.

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt.

Zur Frage der Zulassung einer Beschwerde folgt die Kammer der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main vom 21.5.2012 – WpÜG 10/11 -.

Auch im gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahren handelt es sich um eine vermögensrechtliche Streitigkeit wie im Verfahren nach § 39a WpÜG, für die § 61 FamFG seit 1.9.2009 gilt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit ich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7).

Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten.

Es gibt vorliegend keinen Grund, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und die daraus begehrte Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichung des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist, zumal keiner der Beteiligten auch die Zulassung beantragt hat.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und es muss eine Beschwer von über EUR 600,-- gegeben sein.