

3-05 O 50/14

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN
BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der
Röder Zeltsysteme und Service AG

gegen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht [den Handelsrichter [und die Handelsrichterin [nach mündlicher Verhandlung vom 13.10.2015 am 17.11.2015 beschlossen:

Die Anträge werden 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 der Antragsteller 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.

Die Röder Zeltsysteme und Service AG (im Folgenden RZ AG) war im Jahre 2014 eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, was sie auch jetzt noch ist. Sie hat ihren Sitz in Büdingen-Wolferborn und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Friedberg/Hess. unter HRB 3431 eingetragen. Das Geschäftsjahr war das Kalenderjahr.

Der satzungsmäßige Gegenstand des Unternehmens ist die Entwicklung, die Herstellung, der Vertrieb und die Vermietung von Zelten, Hallen und Zubehör sowie der Erwerb, die Veräußerung, das Halten und Verwalten von Beteiligungen an Gesellschaften. Die Gesellschaft ist zu allen Handlungen berechtigt, die dem vorgenannten Gegenstand zu dienen geeignet sind. Sie ist insbesondere ermächtigt, Unternehmen gleicher oder ähnlicher Art zu gründen, zu übernehmen oder sich an solchen zu beteiligen sowie ihren Betrieb ganz oder teilweise den verbundenen Unternehmen zu überlassen. Der Tätigkeitsbereich der Gesellschaft erstreckt sich auf das In- und Ausland.

Das Geschäftsjahr der RZ AG ist das Kalenderjahr.

Das Grundkapital der RZ AG betrug EUR 4.400.000,00 und war in 880.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 5,00 je Stückaktie eingeteilt. Die Aktien waren zum Handel im regulierten Markt an der Wertpapierbörse Frankfurt am Main (General Standard) zugelassen. Darüber hinaus waren die Aktien in den Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, München, und Stuttgart einbezogen.

Im Jahre 2013 gehörten der Antragsgegnerin 836.494 Stückaktien der RZ AG, d.h. 95,056 %. Mit Schreiben vom 11.12.2013 an die RZ AG verlangte die Antragsgegnerin vom Vorstand der RZ AG einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out) durchzuführen, worauf eine entsprechende Mitteilung an den Kapitalmarkt erfolgte. Der auf diesen Zeitpunkt bezogene gewichtete durchschnittliche drei-monatige Börsenkurs davor betrug EUR 64,16 je Aktie der RZ AG.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin (im Folgenden) mit einem Bewertungsgutachten, das eine Abfindung nach dem Ertragswert EUR 71,79 auf einen Stichtag 7.5.2014 ermittelte, wobei bei der Kapitalisierung ein Basiszins von 2,75 % (vor Steuern), eine Marktrisikoprämie von 5,5 nach pers. Steuern, der mittels einer peer group ermittelte Beta-Faktor unverschuldet 0,795 (verschuldet 0,878 – 0,91) und der Wachstumsabschlag mit 1,5 % angesetzt wurde. Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten gutachterliche Stellungnahme zum Übertragungsbericht verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 17.12.2013 – 3-05 O 288/13 –

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden Prüferin) zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In deren Prüfbericht vom 21.3.2014 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 71,79 bestätigt.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 21.3.2014 verwiesen.

Im vorliegenden Verfahren hat die Kammer eine ergänzende Stellungnahme der Prüferin eingeholt, die diese am 21.8.2015 erstattet hat. Wegen der Einzelheiten wird auf die zur Akte gereichte Stellungnahme Bezug genommen.

Die angebotene Abfindung wurde noch vor der Hauptversammlung vom 7.5.2014 wegen eines zwischenzeitlich niedrigen Basiszinses (2,5 % vor Steuern) von der Antragsgegnerin auf EUR 74,83 festgelegt.

In der Hauptversammlung der RZ AG vom 7.5.2014 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre (Stamm- und Vorzugsaktien) an die Antragsgegnerin zu einem Preis von EUR 74,83 beschlossen.

Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 3.7.2014. Zu diesem Zeitpunkt wurden 426.770 Aktien der RZ AG nicht von der Antragsgegnerin direkt oder mittelbar gehalten

Ende 2014/Anfang 2015 veräußerte die Antragsgegnerin sämtliche Aktien an der RZ AG zu einem Preis von EUR 71,71 je Aktien nach einer Due Diligence durch die Käuferin an die nicht mit der Antragsgegnerin verbunden RAG- Stiftung.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag je Vorzugs- und Stammaktie von EUR 74,83 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 2,5 % vor Steuern und die Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten adjusted Beta-Faktor von 0,795 (unverschuldet) für unzutreffend. Die Zusammensetzung der peer-group sei nicht sachgerecht. Es hätte das eigene Beta verwendet werden müssen. Der Wachstumsabschlag von 1,5 % sei zu niedrig.

Die Vergangenheitsanalyse sei nicht ordnungsgemäß erfolgt. Die Planung sei zu pessimistisch, bzw. unplausibel. Die Annahmen des Marktumfeldes seien unzutreffend. Großereignisse, wie die Fußballweltmeisterschaft 2018 seien nicht berücksichtigt worden. Risiken seien überschätzt, Chancen im Vergleich zum konjunkturellen Umfeld unterschätzt worden. Die gleichwohl angesetzten steigenden Personalaufwendungen und die steigende Aufwandsquote seien nicht plausibel. Auch die Annahme der Ausschüttungsquote sei nicht plausibel. Der Ertragswert sei durch eine fiktive Thesaurierung ohne Wertbeitrag zu Unrecht verkürzt worden. Sondervermögen seien nicht ordnungsgemäß berücksichtigt worden.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragsschriften, der Stellungnahme des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 10.3.2015 (Bl. 1211 ff d. A.) sowie der ergänzenden Schriftsätze der Antragsteller und des gemeinsamer Vertreter der außenstehenden Aktionäre Bezug genommen.

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

Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel. Die zur Bewertung herangezogene Ertragswertmethode sei sachgerecht. Der Planung hätten realistische Annahmen für Umsatz und Ertrag zugrunde gelegen und aktuelle Entwicklungen seien

berücksichtigt worden. Die Planung sei plausibel und seine keine Anlassplanung gewesen. Das Umsatz- und Entwicklungspotential sei bei der Unternehmensplanung entsprechend berücksichtigt worden. Auch der Materialaufwand sei plausibel geplant worden. Auch das nachhaltige Ergebnis (ewige Rente) sei zutreffend angesetzt worden. Die Planung beruhe auf den Entscheidungen der Organe der RZ AG. Auch die angenommene Ausschüttungshypothese sei sachgerecht. Eine Doppelberücksichtigung durch die wachstumsbedingte Thesaurierung liege nicht vor. Unternehmens- und Ertragssteuern seien sachgerecht berücksichtigt worden. Die Zinsparameter der Abzinsung, der Betafaktor anhand der peer-group sowie der Wachstumsabschlag von 1,5 % seien zutreffend und sachgerecht ermittelt worden. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen und ein steuerlicher Verlustvortrag seien ordnungsgemäß und zutreffend ermittelt worden. Allein aus den Vorerwerbspreisen und insbesondere aus der nur wenig später nachfolgenden Veräußerung der RZ AG zu einem Wert je Aktie unterhalb der Abfindung ergebe sich deren Angemessenheit.

Wegen der Einzelheiten des Vorbringens der Antragsgegner in wird auf die Antragsrwiderrung vom 23.1.2015 (Bl. 786 ff d. A.) und die ergänzenden Schriftsätze vom 22.5.2015 (Bl. 1270 ff d. A.) und 25.9.2015 verwiesen.

II.

Mangels nicht einmal Zustimmung aller Antragsteller dem Grunde nach (ohne Kostenregelung) zum Vergleichsvorschlag des Gerichts im Termin zur mündlichen Verhandlung hinsichtlich einer Erhöhung der Abfindung auf EUR 78,-- war über die Anträge gem. § 11 Abs. 1 SpruchG zu entscheiden

Alle Anträge sind zulässig. Alle Antragsteller haben – soweit von der Antragsgegnerin bestritten - gegenüber dem Gericht (§ 3 Abs. 2 S. 3 SpruchG) ihre Aktionärsstellung bei der RAG zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertagungsbeschlusses in das Handelsregister am 3.7.2014 durch Vorlage geeigneter Unterlagen nachgewiesen.

Die Anträge sind jedoch unbegründet.

Eine Erhöhung der festgesetzten Barabfindung ist nicht vorzunehmen.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben 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 (neue) 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 -; 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.

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.

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 einem gerichtlich bestellten Prüfer 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).

Jedoch ist die gerichtliche Überprüfung stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts. Dies beinhaltet aber ggf. auch eine abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses oder anderer Methoden. 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 – aaO). Dabei ist nicht der höchst mögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – aaO mwN).

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind nämlich die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nämlich 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 zudem weiter bei der Bewertung, 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 Kammerbeschlüsse v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322 – und 25.11.2014 -3-05 O 43/13 -) 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 zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen.

Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es daher nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Prüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht im Vorfeld der Maßnahme bestellten Prüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Übertragungsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung ist 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 vorliegend nicht ein Sachverständigengutachten zum Unternehmens- und Anteilswert auf den Stichtag 23.5.2014 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 einigen Antragstellern und vom Vertreter der außenstehenden Aktionäre gewünschte Neubegutachtung der RAG (ggf. anhand des Ertragswertes) durchgeführt würde

Die Kammer hält es bei der gegebenen Sachlage es vorliegend für sachgerecht, die Angemessenheit der Abfindung an der marktorientierten Wertermittlung anhand von Börsenwerten zu orientieren

Angesichts der Gesamtumstände hält die Kammer hier im konkreten Fall die bislang vom Bewertungsgutachter und Prüferin zugrunde gelegte Ertragswertmethode nicht für geeignet, zu einer angemessenen – nicht der höchst möglichen – Abfindung zu gelangen.

Gerade das vorliegende Verfahren zeigt, dass eine fundamentanalytische Ermittlung anhand der Ertragswertmethode unter bestimmten Umständen gegenüber der marktorientierten Ermittlung nicht zwingend vorzugswürdig ist.

Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge des Unternehmens zu schätzen und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen sowie um Sonderwerte zu ergänzen.

Zu der Problematik der Verwendung der Ertragswertmethode bei der Ermittlung eines Unternehmenswertes hat die Kammer bereits in ihren Beschlüssen vom 13.03.2009 - 3-5 O 57/06 – (BeckRS 2009, 08422; zustimmend Welf Müller, Festschrift f. G. H. Roth, S. 517, 518) und 27.1.2012 – 3-05 O 102/05 - ausgeführt:

„Die Ertragswertmethode gibt zwar ein (komplexes) mathematisches Modell vor, doch wird hier angesichts der Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den einzelnen Abzinsungsparametern mit einer Scheingenauigkeit gearbeitet, die sie gegenüber der kapitalmarktorientierten Ermittlung des Wertes eines Unternehmens(anteils) nicht überlegen macht.

Die erste Ungenauigkeit liegt zunächst darin, dass in der Regel die Prognosen künftiger Erträge ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind. Diese Entscheidungen haben zwar 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, kann diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 – 3-05 O 174/04 m. w. Nachw.). Problematisch ist dabei auch, inwieweit letztlich im Spruchverfahren überhaupt die tatsächliche Entwicklung nach dem Stichtag zur Frage der Plausibilität der Planung herangezogen werden kann (vgl. BayObLG AG 2002, 390; LG Dortmund AG 1998, 142, Großfeld a.a.O. S. 77).

Bei der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren wird weiter überwiegend auf einen vom IDW- einer privaten Organisation der Wirtschaftsprüfer, dort der Facharbeitskreis Unternehmensbewertung (FAUB, früher AKU) - entwickelten Standard Bezug genommen. Selbst wenn man die Bedenken RAGegen hinten anstehen lässt, dass trotz der kritischen Diskussion in der Betriebswirtschaftslehre diese Organisation festlegt, was der aktuelle Standard der zutreffenden Unternehmensbewertung sein soll, wurde dieser Standard (IDW S 1) in den letzten Jahre doch mehrfach abgeändert (S1 2000, S1 Oktober 2005, S1 April 2008) wobei jeweils zuvor Entwürfe vorgestellt wurden, die in Fachkreisen diskutiert wurden, was teilweise zu Änderungen in den endgültig verabschiedeten Standards geführt hat. Hier stellt sich in allen Fällen die Frage, inwieweit eine Änderung des Standards, die nach dem Stichtag der Bewertung erfolgte, im späteren gerichtlichen Verfahren Anwendung finden soll. Die Gerichte haben die Frage bisher unterschiedlich beantwortet, eine einheitliche Linie fehlt (vgl. hierzu OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116; OLG Karlsruhe Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02 - BeckRS 2008 18939 jew. m. w. Nachw.) Auch die Literatur ist hier gespalten (vgl. hierzu Bungert WPg 2008, 811;

Hüttemann WPg 2008, 822; Wagner/Saur/Willershausen WPg 2008, 731, Großfeld a.a.O. S. 49 ff jeweils mit weiteren Nachweisen zur Rechtsprechung und Literatur). In vielen Fällen führt aber die Anwendung der verschiedenen Standards bei gleichem prognostiziertem Ertrag zu nicht unbeträchtlich unterschiedlichen Unternehmens- und Anteilswerten. Wen die Frage der Anwendung eines bestimmten Standards auch letztlich eine Rechtsfrage ist, die von den Gerichten zu beantworten ist, zeigt dies dennoch, dass hier eine gewisse Beliebigkeit der Bewertung innewohnt.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist auch die Frage, ob mit oder ohne persönliche Ertragsteuern zu rechnen ist, im Streit (vgl. hierzu OLG Stuttgart Beschluss vom 19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245 jew. m.w.Nachw.). Zwar wird nach allen Standards IDW S 1 bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die sogenannte Nachsteuerbetrachtung vorgenommen, d.h. persönliche Ertragsteuern werden berücksichtigt, doch ist dies in der Literatur und neuere Rechtsprechung nicht unumstritten (vgl. Jonas WPG 2008, 826; Großfeld a.a.O. S. 109 ff), zumal es sich bei der Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern um eine weitgehend nur in Deutschland verwandten Methode handelt, während ansonsten im internationalen Bereich dies weit überwiegend nicht berücksichtigt wird (vgl. Nicklas „Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung“, Diss. Chemnitz 2008, S. 96 ff; Barthel DStR 2007, 83 jew. m.w.Nachw.). Selbst wenn man die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern aufgrund der besonderen deutschen Verhältnisse für grundsätzlich angemessen halten würde, ist jedoch fraglich, ob der aufgrund einer über 10 Jahre alten Ermittlungen, deren Empirie unklar ist (vgl. Großfeld a.a.O. S. 113 m.w.Nachw.), angesetzten pauschalierten Steuersatz von 35% (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss 13.11.2007 – 3-05 O 174/04 – BeckRS 2088, 19899; WP-Handbuch 2008 Bd. II S. 69 ff) vom überhaupt noch der steuerlichen Wirklichkeit entspricht, nachdem in diesem Zeitraum mehrfach sich die Steuersätze und die Besteuerungsansätze von Erträgen aus gesellschaftlichen Kapitalbeteiligungen geändert haben (Anrechnungsverfahren, Halbeinkünfteverfahren, Anrechnungsteuer mit Besteuerung von Kursgewinnen in allen Fällen - hierzu auch OLG Stuttgart Beschluss vom 19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Wegener DStR 2008, 935; Zeidler/Schöniger/Tschöpel FB 2008, 276; jew. m.w.Nachw.).

Noch problematischer sind die Fragen zur Kapitalisierung (hierzu ausführlich: Munkert, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung; Großfeld a.a.O. S. 145 ff).

...

Daneben sind weiter alle Parameter des Zinssatzes problematisch und in der betriebswirtschaftlichen Literatur im Streit (vgl. hierzu Reuter AG 2007, 1; Jonas WPG 2007, 835; Widmann/Schieszl/Jeromin FB 2003, 800 jew. m. w. Nachw.).

Am einfachsten verhält es sich noch mit dem sog. Basiszins, der nach der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer - AKU - (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005, S. 9 ff.; kritisch hierzu: Obermaier FB 2008, 493; Reese/Wiese ZBB 2007, 38) und der in der in der Rechtsprechung häufig akzeptierten, aber letztlich nicht einhellig angenommenen Methode (vgl. hierzu OLG Stuttgart AG 2007, 128 m.w.Nachw.; Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O 153/04- AG 2007, 42; Großfeld a.a.O. S. 160) mittels täglich veröffentlichte Daten der Bundesbank zur Zinsstrukturkurve ermittelt werden soll (kritisch hierzu: Knoll WiSt 2006, 525 m.w.Nachw.). Abgesehen davon, dass schon fraglich ist, inwieweit die hierbei gemachte theoretische Annahme einer abschätzbaren Zinsstruktur auf die weite Zukunft möglich ist, bleibt jedenfalls unklar, ob nur die Daten des konkreten Stichtags anzusetzen sind, oder einer Durchschnittsbildung über eines gewissen Zeitraums vorher sachgerecht wäre (vgl. hierzu auch Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243) woher hier nach den Beobachtungen der Kammer in Gutachten und Prüfberichten (überwiegend ohne Offenlegung) drei Monatsdatensätze, teilweise 90 Tagesdaten angesetzt werden, teilweise aber auch nur bis zu 74 Datensätze, da die Bundesbank an Samstagen und Sonntagen keine Daten veröffentlicht. Allein diese Diskrepanz hat schon in Verfahren vor der Kammer zu Abweichungen von bis zu 0,2 % geführt, was ggf. auch Auswirkungen auf die dann entsprechend der Empfehlung der AKU (jetzt FAUB, IDW Fachnachrichten 2006, 581) vorzunehmenden Rundungen (zur Problematik: Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O 153/04 - AG 2007, 42; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243) hat und zu nicht unerheblichen Änderungen des Abzinsungsfaktors führt.

Am problematischsten und am umstrittensten ist die Ermittlung des sog. Risikozuschlags, der sich nach den Standards S1 aus der sog. Marktrisiko prämie und einem unternehmensindividuellen sog. Beta-Faktor ergeben soll (CAPM bzw. Tax-CAPM)

Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie wird versucht, aus den Verhältnissen am Aktienmarkt die von den Anlegern geforderte Überrendite gegenüber sicheren Gläubigerpapieren abzuleiten, betrachtet also im Marktprozess realisierte Bewertungsergebnisse ohne Rekurs auf individuelle Risikopräferenzen (vgl. Stehle WP 2004, 906).

Groß und in gewisser Weise beliebig ist die Zahl der dabei auftretenden Freiräume. Zunächst kann diese Prämie auf der Basis historischer Kurse oder aktueller Markterwartungen ermittelt werden. In der vorwiegend angewandten ersten Alternativ kann es über die Festlegung eines bestimmten Untersuchungszeitraums und der verglichenen Indizes, der (Nicht)Berücksichtigung von Performancekomponenten und steuerlichen Aspekten sowie die Frage der Methode rechnerische Mittelung (arithmetisch oder geometrisch) zu erheblichen Unterschieden in der ermittelten Prämie kommen (vgl. z.B. OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 117; Knoll DStR 2007, 1053; ders. ZSteu 2006, 46; Großfeld a.a.O: S. 173 ff jew. mit weiteren Nachw. zum Streitstand).

Einzelne Gerichte haben daher einen pauschalen Zuschlag (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 159; OLG München AG 2007, 411; AG 2008, 37; LG Dortmund AG 2007, 792) für angemessen erachtet, während die Kammer – jedenfalls in Fällen der Ermittlung der Abfindung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327a AktG - hier den Risikozuschlag mit einer Modifizierung des sog. dividend discount models – zu erfassen versucht hat (vgl. z.B. Kammerbeschlüsse vom 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; v. 13.6.2006- 3-05 O 110/04 – NZG 2006, 868-). Dabei ist sich die Kammer bewusst, dass sie herbei selbst auf Kapitalmarktaten abstellt, was in gewisse Weise den Anschein eines Zirkelschlusses erweckt (näher hierzu Kammerbeschluss v. 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; zur Kritik z.B. Wp-Handbuch 2008 Bd. II S. 171 f; vgl. grundsätzlich hierzu auch Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2.Aufl.S. 101 f; Großfeld a.a.O. S. 262 f).

Für die Marktrisikoprämie gelangen daher die zahlreich vorliegenden Studien zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Diese hängen - abgesehen von dem untersuchten Wirtschaftsraum - unter anderem davon ab, welcher Zeitraum für den Renditevergleich gewählt und auf welche Art der Mittelwert gebildet wird (vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2.Aufl., S. 95 ff m. w. Nachw.). Es ergibt sich ein „vielfältiges

Bild“ und eine beträchtliche Streubreite der ermittelten Marktrisikoprämien (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 254 - 7 Studien, MRP 2,66%-8,2%; Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 97-12 Studien, MRP 1,2%-10,4%). Den Zweifeln daran, ob die in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien auch in Zukunft erzielt werden können, soll durch einen (nicht näher begründeten) pauschalen Abschlag von 1-1,5% von der Nach-Steuer-Risikoprämie Rechnung getragen werden (vgl. Drukarczyk/Schüler S. 257). Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (FAUB/AKU) hat zunächst eine Marktrisikoprämie von 4%-6% (vor Steuern) empfohlen. Nunmehr sieht er eine Marktrisikoprämie vor Steuern von 4%-5% als sachgerecht an, die für Bewertungsstichtage nach dem 31.12.2004 herangezogen werden soll (vgl. Drukarczyk/Schüler S. 257; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005/ 1019); Ballwieser/Kruschwitz/Löffler WPg 2007, 765/768).

Dem weiteren Element des Risikozuschlags, dem Beta-Faktor kommt ebenfalls eine erhebliche Hebelwirkung zu (vgl. OLG Düsseldorf Beschluss vom 07.05.2008 - 26 W 16/06 AktE - BeckRS 2008 17151), da mit ihm die angenommene Marktrisikoprämie multipliziert wird. Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1 (Großfeld, a.a.O. S. 210 ff.). Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen, dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem Index, so liegt der Betafaktor über 1.

Hier sind die Beliebigkeiten noch deutlicher, insbesondere bei faktischen und Vertragskonzernen (vgl. hierzu Brüchle/Erhardt/Nowak ZfB 2008, 455).

Auch die Ermittlung des Beta-Faktors unterliegt, wie gerade der vorliegende Fall zeigt, beträchtlichen Ermessensspielräumen (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212; Großfeld/Stöver BB 2004, 2799). Denn er kann insbesondere durch die Wahl der Messperiode (z. B. 250 Tage,

52 Wochen, 60 Monate), des Intervalls zur Bestimmung der Rendite (Tages-, Wochen- oder Monatsrendite) und des Vergleichsindex in erheblichem Maße beeinflusst werden.

Schon die bloße Wahl der Dauer der Messperiode und der Indices führt zu nicht unerheblichen Veränderungen, wie von Antragsteller eingeholten Gutachtens IVC v. 22.8.2007 (dort S. 6) sowie die von der Kammer eingeholte Stellungnahme des Verschmelzungsprüfers vom 22.9.2008 (dort Bl. 24) zeigt. Abhängig von Beobachtungszeitraum und Index sind hier von IVC Beta-Verhältnisse von T-O und DT zwischen 72,8 % und 165,2 % ermittelt worden. Mit den vorliegenden Zahlen könnten folglich - ausgehend von der von der im Verschmelzungsbericht angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 % für die T-O Risikozuschläge zwischen 3,35 % und 5,66 % und für die DT (bei gleichen Beobachtungsparametern) von 5,5 % und 4,12 % begründet werden. Auch nach der Ermittlung des Verschmelzungsprüfers ändern sich die Verhältnisse der Betafaktoren abhängig vom gewählten Beobachtungszeitraum. Auch hier ausgehend von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % ergeben sich bei gleichen Beobachtungszeiträumen mit Index DAX und wöchentlicher Periodizität Risikozuschläge für die T-O von 4,51 % bis 6,10 % und für die DT von 4,01 % bis 4,73 %.

Für die verschiedenen Erhebungszeiträume können jeweils durchaus nachvollziehbare sachliche Gründe angeführt werden, obwohl es nach Kenntnis der Kammer keine wissenschaftlichen Studien über die Angemessenheit des Zeitraums verfügbar sind. Für den bei der Bewertung herangezogenen längeren Zeitraum von 30.4.2000 bis 30.9.2004 könnte sprechen, dass durch umfangreicheres Datenmaterial stabilere Werte ermittelt werden können.

Die geschilderten Betafaktoren sind jedoch Vergangenheit. Die Unternehmensbewertung zielt aber auf Zukunft; das gilt ebenfalls für den Betafaktor. Daher zählen an sich die künftige Marktrendite und die künftigen Volatilitäten, was für einen kürzeren Beobachtungszeitraum sprechen könnte (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212 ff).

Durch seine Entscheidung, welche Ausgangsdaten er für die Ermittlung des Beta-Faktors im konkreten Fall für sachgerecht erachtet, nimmt der Bewerter folglich zugleich Einfluss auf das Ergebnis, so dass letztlich auch hier die Bestimmung des Risikozuschlags von

seinem sachverständigen (beliebigen) Ermessen abhängt. (vgl. OLG München Beschluss vom 02.04.2008 - 31 Wx 85/06 - BeckRS 2008 11182; Großfeld a.a.O. S. 219).

Auch die Annahme und die Größe eines sog. Wachstumsabschlags sind nicht unumstritten (vgl. Großfeld a.a.O. S. 267 ff; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245; Hansen/Knoll ZSteu 2005, 256; Knoll/Sedlacek ZSteu 2008, 135 m. WP Handbuch 2008 Bd. II S. 75 ff, 113 ff jew. m.w.Nachw.).

Der Wachstumsabschlag (vgl. dazu BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BayObLG NZG 2006, 156, 159; 68; Riegger, KölnKomm, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 23; Großfeld a.a.O. S. 267) hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung im Ausgangspunkt gleich bleibend aus dem letzten Planjahr abgeleitet werden). Mit dem Abschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen besser aufgefangen werden kann als bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 118), wobei sich die Frage stellt, ob ein Abschlag unterhalb der Inflationsrate angebracht sein kann (vgl. hierzu Schüler, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008). Neuerdings wird aber die Annahme eines Wachstumsabschlags bei Wertbeitrag aus Thesaurierungen in Abrede gestellt (Schöniger, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008).“

An diesem Befund hat sich seitdem nichts Wesentliches geändert und zeigt sich im vorliegenden Verfahren besonders deutlich.

Auch von den Parametern des Kapitalisierungszinssatzes sind jedenfalls die, die vorliegend zur Ermittlung des Risikozuschlags verwendet wurden, problematisch. Es ist fraglich, ob allein der Hinweis auf die Finanzkrise und den damit einhergehenden Verfall des Zinssatzes beim Basiszins es rechtfertigt, wie es der FAUB mit seiner Empfehlung vom 19.9. 2012 getan hat, und dem die Bewertungsgutachterin und die Prüferin hier gefolgt sind, die Marktrisikoprämie nach Steuern um 1% anzuheben. Zwar mögen aktuelle Befunde dies stützen (vgl. Wagner et al. WpG 2013, 950), doch stützt sich diese Beobachtung nur auf einen kurzen Zeitraum seit Beginn der Finanzkrise. Angesichts dessen, dass der früheren Empfehlung für eine Marktrisikoprämie von 4,5 % n Steuern die

Studie von Stehle zugrunde lag, die einen sehr langen Zeitraum erfasste, ist doch fraglich ob eine kurzfristige Beobachtung eines Krisenszenarios eine Änderung rechtfertigt, zumal es im Rahmen von Unternehmensbewertung im Ertragswertverfahren bei gesetzlichen Strukturmaßnahmen um die Abzinsung einer von den betroffenen Aktionären an sich zustehenden Rendite für die Zukunft geht und regelmäßig hier von einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen wird.

Zur Untersuchung der historischen Marktrisikoprämie existiert eine Vielzahl wissenschaftlicher Studien. Die für den Deutschen Markt wohl bekannteste Studie und gleichzeitig eine in Bezug auf den Untersuchungszeitraum der umfangreichsten stammt von Prof. Stehle, der den Zeitraum 1955-2003 analysiert hat. Generell ergeben sich bei der Ableitung künftiger Risikoprämien auf der Basis historischer Risikoprämien Schätzprobleme, da das Marktportfolio und der risikofreie Basiszins durch Indizes (z.B. DAX, CDAX, REX-P) oder einen beobachtbaren Zins (z.B. Rendite von Bundesanleihen) nur angenähert werden können. Ein Kritikpunkt an der Stehle-Studie ist, dass die von ihm ermittelte Marktrisikoprämie tendenziell überschätzt wird, da der REXEP Wertpapiere mit einer durchschnittlichen Laufzeit von lediglich rd. 6 Jahren enthält. Dennoch liefert die Stehle-Studie im Ergebnis rechnerisch nachprüfbare Resultate, da das der Untersuchung zugrunde liegende Datenmaterial verfügbar ist und wurde überwiegend von den Gerichten in der Vergangenheit auch zur Schätzung der Marktrisikoprämie für heranziehbar gehalten.

Es stellt sich die Frage, ob vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise überhaupt eine neue Marktrisikoprämie zu ermitteln ist. Die von Stehle untersuchte Zeitspanne von 1955-2003, die Grundlage für die Ermittlung der Marktrisikoprämie i.H.v. 4-5 % vor persönlichen Steuern ist, umfasst mehrere volkswirtschaftliche Zyklen, d.h. sowohl Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs als auch Krisenphasen. Unter der Prämisse, dass die Finanzmarktkrise nur einen vergleichsweise kurzfristigen wirtschaftlichen Abschwung darstellt, müßte diese bereits in die Marktrisikoprämie eingepreist sein. Die Marktrisikoprämie i.H.v. 4 - 5 % nach persönlichen Steuern wäre nur dann zu hinterfragen, wenn es sich um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handeln sollte. Ein Nachvollzug der vom FAUB vorgenommenen Erhöhung der Marktrisikoprämie um 1 % ist nicht möglich. Das der Anpassung zugrunde liegende Datenmaterial oder eine Arithmetik zur Überleitung der alten zur neuen Empfehlung hat der FAUB nicht veröffentlicht oder in anderer Weise transparent gemacht.

Zudem sind der Kammer verschiedene Begründungen für die vorgenommene Erhöhung von Mitgliedern des FAUB oder in Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit diesen verbundenen Personen bekannt geworden, die in keinster Weise konsistent sind.

Ein Mitglied des FAUB hat in seiner Vernehmung am 10.10.2013 vor dem Landgericht München I im Verfahren 5 HKO 21386/12 als Begründung für die Erhöhung angegeben, dass vor der Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie der vormalige Vorsitzende der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung den FAUB mit Blick auf die Auswirkungen in allen Jahresabschlüssen und dem Erfordernis der Abschreibungen auf good wills und Beteiligungen gerügt habe, da die Erosion des Basiszinssatzes dazu führe, dass Abschreibungen nicht mehr möglich seien. Weiter hätten nach Ansicht dieses FAUB-Mitglieds Unternehmensanleihen eine Rendite von 8 bis 8,5 % vor und 6,5 % nach Einkommensteuer gebracht und es leuchte nicht ein, warum dieser Wert dann nicht für Aktien gelten solle.

In einem Verfahren vor der Kammer (3-05 O 43/13) hat eine Wirtschaftsprüferin der Hauptaktionärin beauftragte Bewertungsgutachterin, zu deren Gesellschaftern jedenfalls auch ein Mitglied des FAUB gehört, in der mündlichen Verhandlung vom 25.11.2014 erläutert, dass die Erhöhung der Marktrisikoprämie auf einer Beobachtung der Erhöhung des internen Bankenzinssatzes im maßgeblichen Zeitraum beruhe.

In einem anderen Verfahren vor der Kammer (3-05 O 227/13) hat ein Wirtschaftsprüfer (ebenfalls mit einem Mitglied des FAUB in der gleichen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) in der mündlichen Verhandlung vom 24.2.2015 erläutert, dass sich die 5,5 % nach Steuern bereits aus der sog. Stehlestudie ergebe, daher die Empfehlung von 2012 eine Rückkehr zum alten Zustand sei, den Gerichte auch nicht beanstandet hätten,

Hierzu ist allerdings auszuführen, dass die frühere Empfehlung der Senkung um 1 % auf der Änderung des Steuerrechts und der damit verbundenen Renditeforderung des Anlegers (Abgeltungssteuer statt Halbeinkünfteverfahren) beruhte, sich das Steuerrecht aber im Jahre 2012 und auch bis zum vorliegenden Bewertungsstichtag nicht geändert hat. so dass auch die Ausführungen der Antragsgegnerin zu den von den Gerichten akzeptierten 5,5 % n. Steuern leer läuft, da sich die vor ihr genannten obergerichtlichen Entscheidungen auf Stichtag vor der Änderung des Steuerrechts beziehen.

Nach Ansicht der Kammer spricht angesichts der Zins- und Börsenindexentwicklung seitdem eher manches dafür, dass im Hinblick auf die geringen Zinsen bei Anleihen niedrige Risikoprämien bei Anlagen im Aktienmarkt akzeptiert werden, um überhaupt eine Rendite am Kapitalmarkt erzielen zu können.

Würde man es im vorliegenden Fall bei der bislang von der Kammer und anderen Gerichten nach Änderung des Steuerrechts noch als angebrachten Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern belassen, führte dies entsprechend den Darlegungen der Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme unabhängig von Änderung sonstiger Parameter der Bewertung zu einer Abfindung von EUR 90,47 je Aktie, d. h. ein Mehr von EUR 15,64; d.h. eine Erhöhung der beschlossenen Abfindung um über 20 % und um über 24 % gegenüber dem maßgeblichen Börsenkurs von EUR 64,16.

Ein derartiges Marktversagen, bei dem der Markt nur ca. 3/4 des tatsächlichen Wertes einer Aktie erkennt, kann aber ohne weitere Umstände, für die es keine Anhaltspunkte gibt, nicht angenommen werden, zumal jedenfalls in den letzten 3 Jahren vor Bekanntgabe der Maßnahme der Aktienkurs der RAG die nun festgesetzte Abfindung in keinen Fall überstieg. Auch die von der Prüferin vorgenommene Plausibilisierung anhand von Multiples (S. 60 ff des Prüfberichts) spricht gegen ein derartiges Marktversagen, da sich danach auch ein entsprechender Unternehmenswert nicht ermitteln ließe, zumal die Prüferin in ihrer von der Kammer eingeholten Stellungnahme vom 21.8.2015 sich mit den Einwendungen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre gegenüber der Planung auseinandergesetzt hat und diese für nicht zutreffend hält. Die Kammer schließt sich diesen überzeugenden Ausführungen an und macht sie sich zur Vermeidung von Wiederholungen zu eigen.

All dies macht deutlich, dass im vorliegenden konkreten Fall angesichts der besonderen Umstände eine Ermittlung der angemessenen Abfindung anhand des Ertragswertes mit einer Marktrisikoprämie von 4,5 % n. Steuern nicht sachgerecht wäre. Die angemessene Abfindung kann hier daher anders als in vielen sonst vor der Kammer durchgeführten Spruchverfahren (vgl. zuletzt Beschluss vom 27.5.2014 – 3-05 O 34/13 - BeckRS 2014, 12643) nicht anhand des Ertragswertes geschätzt werden, sondern es muss auf andere Umstände zurückgegriffen werden (so auch Kammerbeschlüsse vom 25.11.2014 – 3-05 O 43/13 – und vom 8.6.2015 – 3-05 O 198/13).

Hier bietet es sich an, für die Angemessenheit auch auf die nur wenige Monate nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgte Veräußerung aller Aktien durch die Antragsgegnerin abzustellen.

Grundsätzlich stellt nämlich die Rechtsordnung für den Wert auf den Marktpreis ab. In der Marktwirtschaft ist der Marktpreis maßgeblich für die Lösung von Rechtsfragen, bei

denen es um Wert und Bewertung geht (vgl. Busse von Coelbe ZGR 1994, 595; Götz DB 1996, 259). So bemisst sich schon aufgrund gesetzlicher Entscheidung etwa der Wert verkaufter Gegenstände, die einen Markt- oder Börsenpreis haben, nach diesem (vgl. §§ 385, 1221, 1235 Abs. 2, 1295 BGB, § 376 Abs. 2 und 3 HGB). Auch das Aktienrecht knüpft selbst im Zusammenhang mit einem zulässigen Bezugsrechtsausschluss in § 186 Abs. 3 S. 4 AktG an den auf dem Markt erzielbaren Preis an.

Dieser liegt aber mit EUR 71,71 je Aktie unter der beschlossenen Abfindung.

Es ist hier anzunehmen, dass die von der Antragsgegnerin unabhängige Erwerberin im Rahmen der Verhandlungssituation und der gebotenen und erfolgten Due Diligence einen unbestrittenen gebliebenen - Preis von EUR 71,71 gezahlt hat, der dem tatsächlichen wirtschaftlichen Wert einer Aktie der RAG weitgehend entspricht. Soweit einzelne Antragsteller auf Nebenabreden bei dieser Vereinbarung abstellen, insbesondere etwaige Vorteile für den Vorstand der RZ AG abstellen, ist dies nicht substantiiert worden, insbesondere ist nicht ersichtlich, wie Nebenabreden (auch hinsichtlich des angesprochenen Verbleibens im Amt) zugunsten des Vorstands der RZ AG sich kaufpreismindernd gegenüber der Antragsgegnerin auswirken hätten können, da diese Vorteile dann nicht dieser, sondern dem Vorstand der RZ AG zugeflossen wären.

Es findet sich hier gerade die von der Kammer nutzbare Situation, deren Simulation häufig von Minderheitsaktionären in (anderen) Spruchverfahren durch das Gericht begehrt wird, nämlich das Finden eines für beide Vertragsparteien vertretbaren Unternehmenswertes als Interessenausgleich durch Verhandlungen zwischen unabhängigen Vertragspartnern.

Es ist auch nicht ersichtlich und wurde auch nicht von den Beteiligten vorgebracht, dass es zwischen dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Mai 2014 und dem Jahresende bei der RAG oder gesamtwirtschaftlich zu (nicht vorhersehbaren) wirtschaftlichen Verwerfungen gekommen wäre, womit die beschlossene Abfindung von EUR 74,83 jedenfalls nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre als unangemessen zu beurteilen wäre.

Bei dieser Sachlage ist den Anregungen einzelner Antragsteller, nicht nachzugehen, die Vorlage der Arbeitspapiere von und der gerichtlich bestellten sachverständigen Prüferin anzuordnen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die

Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Vertragsbericht, dem Prüfbericht und der ergänzenden Stellungnahme der Prüferin wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich (vgl. hierzu OLG Stuttgart, Beschluss v. 17.3.2010 – 20 W 9/08 -).

Entgegen der Auffassung eines Antragstellers kann er sich hinsichtlich der Unangemessenheit der Abfindung nicht auf von der Bundesrepublik Deutschland mit anderen Staaten abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen berufen. Zum einen hat dieser Antragsteller nicht dargelegt, dass er als Angehöriger eines bestimmten ausländischen Staates unter ein konkretes Investitionsschutzabkommen fällt, zum anderen betrifft dies Frage des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nach §§ 327 a AktG ff überhaupt nicht die Frage der Höhe der Abfindung. Ein etwaiges entgegen stehendes Investitionsschutzabkommen müsste daher im Wege einer Anfechtung gegen den Hauptversammlungsbeschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre geltend gemacht werden, was hier nicht erfolgt ist. Zudem handelt es sich beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 327a AktG nicht um eine Enteignung oder einen enteignungsgleichen Eingriff, sondern nur um eine Inhalts- und Schrankenbestimmung des Eigentums der Minderheitsaktionäre im Verhältnis zur Hauptaktionärin (BVerfG BB 2007, Seite 1515 ff). Ein gerichtliches Verfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung wie dies das Bundesverfassungsgericht verlangt, ist vorgesehen, wie das hiesige Verfahren zeigt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergeben sich aus § 23 Nr. 14 GNotKG i.V.m. § 15 Abs. 1 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung statt, wenn es die Billigkeit gebietet. Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommt, ist eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin nicht geboten..

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 74 GNotKG.

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. Hinsichtlich der Abfindung ist

für den Geschäftswert auf die Differenz zwischen der angebotenen und der angemessenen Abfindung, bezogen auf die vom Ausschluss betroffenen Aktien von Minderheitsaktionären, d.h. hier insgesamt 1.385.083 Aktien (397.108 Stammaktien und 987.975 Vorzugsaktien) abzustellen. Bei der Erhöhung von EUR 5,24 je Aktie ergibt dies einen Wert von über Mio. EUR 7.257.834,92.

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 Nichterreicherung des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist, zumal keiner der Beteiligten auch die Zulassung beantragt hat.