

Abschrift

18 O 25/20 [AktE]



Landgericht Dortmund

Beschluss

In dem Verfahren nach dem AktG

I.

Es soll ein schriftliches Sachverständigengutachten eingeholt werden.

Von der Anhörung der sachverständigen Prüferin soll abgesehen werden.

Dies deshalb, weil die Prüfung der sachverständigen Prüferin aus Sicht der Kammer Bedenken begegnet. Die Ausführungen zur Verwendung von adjusted Betafaktoren sind geeignet, bei objektiver Betrachtung Zweifel an der hinreichenden Unvoreingenommenheit der sachverständigen Prüferin zu wecken.

Zur Adjustierung führt die sachverständige Prüferin aus, es handele sich bei der Frage, ob eine Adjustierung vorzunehmen ist oder nicht, um gleichermaßen akzeptierte und praktizierte Vorgehensweisen (Seite 107 des Prüfberichts). Bei der Adjustierung werde die Tatsache genutzt, dass empirische Studien für eine Vielzahl von Aktienmärkten und Zeiträumen ergeben hätten, dass Beta Faktoren sich im Zeitablauf zum Marktdurchschnitt und damit zum Markt-Beta Faktor von 1 entwickelten, verwiesen wird sodann auf Untersuchungen von Blume und Zimmermann aus den Jahren 1971 und 1997. Auf dieser Grundlage beurteilt die sachverständige Prüferin die Berücksichtigung von adjusted Beta-Faktoren durch die Bewertungsgutachterin als grundsätzlich angemessen.

Demgegenüber führt die als sachverständige Prüferin beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in anderen Verfahren im engem zeitlichen Zusammenhang zum hiesigen Verfahren aus, dass der Rückgriff auf adjustierte Beta-Faktoren in der Bewertungspraxis eher unüblich sei, da die pauschal unterstellte langfristige Konvergenz von Beta-Faktoren in Richtung des Marktdurchschnitts weder theoretisch noch empirisch weiter belegt sei.

Zu den fraglichen weiteren Verfahren wird auf Seite 76 des Schriftsatzes des gemeinsamen Vertreters vom 10.09.2021 und S.17 des Schriftsatzes des Vertreters der Antragsteller zu 85) – 89) vom 30.08.2021 Bezug genommen.

Es ist befremdlich, wenn die als sachverständige Prüferin beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in dem einen Verfahren die Adjustierung als durch empirische Studien gestützte, gleichermaßen akzeptierte und praktizierte

Bewertungsmethode bezeichnet und in anderen Verfahren wegen mangelnder theoretischer oder empirischer Belegung als eher unüblich ansieht.

Bei objektiver Betrachtung entsteht der Eindruck, dass die als sachverständige Prüferin beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft beliebig argumentiert, je nach dem, welches Ergebnis sie als sachverständige Prüferin stützen möchte.

Da die Ermittlung des Beta-Faktors einer der wichtigen Parameter der Bewertung ist und die Adjustierung bei Raw-Betas unter 1 den Betafaktor nach oben zieht, führt das widersprüchliche argumentative Verhalten der sachverständigen Prüferin hier dazu, dass bei objektiver Betrachtung Zweifel bestehen, ob die sachverständige Prüferin ihre Prüfungsleistung insgesamt hinreichend unvoreingenommen erbracht hat. Der Prüfbericht der sachverständigen Prüferin kann damit aus Sicht der Kammer keine geeignete Grundlage einer Plausibilisierung des Bewertungsgutachtens im gerichtlichen Verfahren sein. Aus diesem Grund ist hier auch eine Anhörung der sachverständigen Prüferin entbehrlich. Es ist ein gerichtliches Sachverständigengutachten über die angemessene Abfindung einzuholen.

Soweit die Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 17.11.2021 und unter RdNr. 963 der Antragsrüge ausführt, dass es nach dem Prüfbericht der sachverständigen Prüferin für die Beta-Ermittlung nicht auf die Adjustierung ankomme, so rechtfertigt dieses Vorbringen aus Sicht der Kammer keine andere Entscheidung.

Tatsächlich berücksichtigt die Prüferin die Adjustierung, weil sich die Spanne von 0,39 bis 0,52, die sie ihrer Betrachtung zugrunde legt, nur unter Einbeziehung von adjusted Betas ergibt.

Im Übrigen bleibt die grundsätzliche Billigung der Adjustierung als durch empirische Studien gestützte gleichermaßen akzeptierte und praktizierte Bewertungsmethode und die diesbezügliche Billigung des Vorgehens des Bewertungsgutachters, wie sie Seite 107 des Prüfberichts zum Ausdruck kommt, unberührt.

II.

1.

Es soll durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens Beweis erhoben werden über die Angemessenheit der Höhe der Abfindung aus Anlass des umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out, der von der Hauptversammlung der innogy SE am 04.03.2020 beschlossen worden ist.

Das Gutachten soll sich dabei auch über folgende Fragen verhalten :

a)

Ergeben sich durch die für die Unternehmenswertermittlung erfolgte Trennung nach Bereichen Auswirkungen auf den Unternehmenswert zu Lasten der Minderheitsaktionäre ? Dies soll konkret überprüft werden, ggfls. ist auch vergleichsweise eine Gesamtbewertung vorzunehmen – dies zumindest überschlägig, wenn etwa im Hinblick auf unterschiedliche Grobplanungszeiträume nicht anders möglich.

b)

(1)

Ist die Dauer der Grobplanungszeiträume angemessen ?

(2)

Sind die Planannahmen insbesondere im Bereich der Grobplanung und des Terminal Value im Hinblick auf Marktstudien und zur Verfügung stehende Informationen plausibel ?

Ist insbesondere die durch den Bewertungsgutachter vorgenommene Gewichtung der unterschiedlichen Szenarien der Dena-Studie 2019 plausibel, dies nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund des angestrebten CO₂-Preises, wie er in der Begründung zum Klimaschutzgesetz BT Drs. 19/14337 S. 23 vom 22.10.2019 zum Ausdruck kommt ?

Handelt es sich bei den Studien aus August 2019 von Barclays, Goldman Sachs, Bernstein, Jeffries, UBS und Morgan Stanley, die die Antragstellerin zu 91) Seite 45ff ihres Schriftsatzes vom 01.09.2020 aufführt, um verfügbare Informationen, die bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens hätten berücksichtigt werden können oder müssen ? Lassen diese Studien Rückschlüsse auf die Plausibilität der Planung zu ?

(3)

Sind die Annahmen zu den Kunden-Wechselquoten plausibel ?

c)

Wie genau entwickelt sich die RAB vom Beginn der Detailplanphase bis zum Terminal Value ?

d)

Ausgangspunkt für die Ermittlung der Marktrisikoprämie kann aus Sicht der Kammer die Empfehlung des FAUB zur Nachsteuermarktrisikoprämie von September 2012 sein. Ergeben sich anhand Zahlen nachvollziehbare Gründe für die Anhebung der Marktrisikoprämie im Oktober 2019 ?

Darzustellen ist auch die Vorsteuermarktrisikoprämie, die sich beim Ansatz einer bestimmten Nachsteuerrisikoprämie ergibt.

e)

Eine Adjustierung des Betas erscheint aus Sicht der Kammer zweifelhaft. Insoweit verweist die Kammer auf die Ansicht des OLG Frankfurt in dem Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12 –, juris RdNr. 87.

Der Sachverständige soll aber gleichwohl auch begründet zu der Frage Stellung nehmen, ob aus seiner sachverständigen Sicht eine Beta-Adjustierung vorzunehmen ist oder ob eine solche Adjustierung hier zumindest ein plausibles bewertungstechnisches Vorgehen darstellt.

f)

Kann das eigene Beta der innogy SE zugrunde gelegt werden ?

Ist der Beobachtungszeitraum für ein unverzerrtes Beta zu gering ? Ab welchem Zeitpunkt ist von einer Verzerrung auszugehen ? Ein solcher Zeitpunkt soll (auch) anhand von Chartanalysen und Liquiditätsbetrachtungen konkret begründet werden.

Ist das eigene Beta im Übrigen hinreichend aussagekräftig (unter Liquiditätsgesichtspunkten dürfte dies nach dem Parteivorbringen der Fall sein) – oder ergeben sich insoweit Bedenken?, bestehen statistische Bedenken ?

rechtfertigen es statistische Bedenken, den eigenen Beta-Faktor zu verwerfen, auch wenn eine ausreichende Liquidität besteht ?

g)

Etwaige Peer Groups sind im Einzelnen zu begründen.

h)

Ist der Ansatz eines Debt Betas gerechtfertigt ? Wie ist das Debt Beta konkret zu berechnen ?

i) Soweit sich bei Teilbewertung in Teilbereichen keine Peer-Unternehmen ermitteln lassen : wie ist ein Beta dann zu bestimmen ? Kann ein Scoring Modell verwandt werden oder ist das Marktbeta zugrunde zu legen ? Oder wie sonst ist in diesem Fall ein Beta zu ermitteln ?

j) Ist – bei Bewertung einzelner Bereiche – im Rahmen der Bestimmung des Betas der Ansatz von Länderrisikozuschlägen plausibel ?

k)

Welcher Wachstumsabschlag ist anzusetzen ?

Welche unternehmens(bereichs)spezifischen Inflationsraten sind anzusetzen ?

l)

Als Ausgangspunkt für den Referenzzeitraum zur Ermittlung des Börsenkurses kann aus Sicht der Kammer der 4.9.2019 zugrunde gelegt werden.

2.

Allgemein wird dem Sachverständigen folgendes vorgegeben:

Das zu erstellende Sachverständigengutachten soll dem Zweck dienen, dem Gericht eine taugliche Schätzgrundlage gem. § 287 ZPO für die zu bestimmende „angemessene“ Abfindung zu schaffen. Arbeits- und kostenintensiver Ausermittlung von Details, die am Ende auf den Unternehmenswert nur marginale Auswirkung haben, bedarf es daher nicht; diese Vorgehensweise soll nur in dem Gutachten kenntlich gemacht werden.

3.

Mit der Erstellung des Gutachtens wird mit seinem fernmündlich erklärten Einverständnis

beauftragt.

4.

Hinsichtlich des anzufordernden Vorschusses wird der Sachverständige gebeten werden, zunächst den voraussichtlichen Kostenaufwand für die Begutachtung

überschlägig abzuschätzen und dem Gericht die Höhe des nach seiner Auffassung gebotenen Vorschusses mitzuteilen. Sodann wird dieser von der Antragsgegnerin angefordert werden.

Dortmund, 24.02.2022

18. Zivilkammer - IV. Kammer für Handelssachen