

20 O 17/15 [AktE]



Landgericht Dortmund

Beschluss

In dem Verfahren nach dem AktG

1.

Die auf eine Erhöhung der Barabfindung gerichteten Anträge werden zurückgewiesen.

2.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden der Antragsgegnerin auferlegt; im Übrigen tragen die Antragsteller ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

Der Geschäftswert für die gerichtlichen Gebühren und die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf bis zu 200.000,00 Euro festgesetzt.

Gründe:

I.

Dem Verfahren liegt ein verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out zugrunde, im Zusammenhang mit der Verschmelzung der Ehlebracht AG auf die Antragsgegnerin, erfolgte. Im Verschmelzungsvertrag vom 22.05.2015 einigten sich die Beteiligten, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgen sollte. Auf der ordentlichen Hauptversammlung am 16.07.2015 wurde den Aktionären unter Punkt 6 der Tagesordnung mitgeteilt, dass eine Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer Barabfindung von 3,82 Euro geplant sei. Dieser Wert beruhte auf einem Bewertungsgutachten der (insoweit wird auf Anlage AG 3 Bezug genommen). Dieses Gutachten ermittelte den Wert aus dem Umsatz gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs im Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre; der Wert überstieg den nach der Ertragswertmethode ermittelten Wert pro Aktie in Höhe von 3,31 Euro damit um rund 15 %. Der durch das Landgericht ausgewählte Prüfer bestätigte die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung im Prüfbericht vom 22.05.2015 (vergl. Anlage AG 4).

Die ordentliche Hauptversammlung beschloss die Übertragung der Aktien gegen Gewährung der Barabfindung von 3,82 Euro. Der Übertragungsbeschluss wurde am 03.09.2025 in das Handelsregister eingetragen; die Eintragung der Verschmelzung erfolgte am gleichen Tage. Die Höhe der Barabfindung wird nun von diversen Antragsstellern unter verschiedenen Gesichtspunkten angegriffen. Die Antragsteller bemängeln, dass der Ertragswert nicht sachgerecht ermittelt sei. Insbesondere seien die Planungsrechnungen in sich nicht plausibel und widersprüchlich, insbesondere im Rahmen der Detailplanungsphase und der ewigen Rente. Die vorgenommene Vergangenheitsanalyse, auf der die Prognose des Vorstands aufbaue, sei nicht zutreffend. In beiden Planungsphasen seien das zu erwartende Wachstum in China nicht zutreffend berücksichtigt, da insoweit von einer negativen Wirtschaftsentwicklung ausgegangen sei. Auch sei die Erhöhung des Eigenkapitals in der Planungsrechnung bis 2017 allein für Zwecke der Unternehmensbewertung erfolgt und würde daher zu einem dauerhaften Verfall der Margen führen. Der Wert der Marke Ehlebracht sei zudem außer Betracht geblieben. Die Prognosen für die Detailplanungsphasen seien nicht zutreffend, insbesondere im Hinblick auf die Überprüfung der Vorstandszahlen sowie den Anstieg der Personalkosten im Vergleich zum Umsatz. Die ewige Rente sei unzutreffend ermittelt, auch hätten nicht alle dazu erforderlichen Angaben vorgelegen.

Unzutreffend ermittelt sei auch der Kapitalisierungszins, da zusätzliche Länderrisiken sowie die den Zahlungsströmen zugrundeliegenden Wechselkursrisiken nicht in das Bewertungskalkül hätten einfließen dürfen. Vielmehr hätten allein deutscher Eigenkapitalkosten bewertet werden dürfen, da es sich um ein deutsches Unternehmen handle. Angegriffen wird zudem die Gewichtung des risikolosen Basiszinssatzes aus der Rendite deutscher und chinesischer Staatsanleihen. Zudem sei der Basiszins unzutreffend ermittelt, da eine spätere Anpassung an dem Bewertungstag hätte vorgenommen werden müssen. Auch seien die Laufzeiten equivalenter Anlagen gesondert heranzuziehen gewesen. Die Verwendung von Länderrisikoprämien widerspreche zudem dem CHPM. Auch sei der chinesische Basiszinssatz durch nicht korrekt ermittelt worden.

Die Marktrisikoprämie sei mit 5,5 % übersetzt. Zudem sei die geometrische Methode anstelle des arithmetischen Mittels heranzuziehen gewesen. Der Betafaktor hätte richtigerweise aufgrund des unternehmenseigenen Betafaktors und keineswegs mit der im Übrigen unzutreffend zusammengestellten 5:32 Group bestimmt werden dürfen.

Der Wachstumsabschlag im Rahmen der ewigen Rente sei unter Berücksichtigung der Umsatzanteile in China falsch bestimmt. Schließlich sei auch der Börsenkurs nicht korrekt ermittelt worden, da eine Marktmenge bestanden habe.

Vor diesem Hintergrund beantragen die Antragsteller die Neufestsetzung der Barabfindung.

Die Antragsgegnerin beantragt, die Anträge zurückzuweisen.

Sie verteidigt die Ergebnisse der vorangegangenen Gutachten und bringt im Übrigen verschiedene Rügen bzgl. nicht fristgemäß gestellter Anträge bzw. nicht ausreichender Vollmachten ein.

Die Kammer hat eine Neubegutachtung durch den Sachverständigen angeordnet; auf die beiden schriftlichen Gutachten in der Anlage wird Bezug genommen. Zudem hat der Sachverständige dieses Gutachten im Rahmen der mündlichen Verhandlung erläutert; insoweit wird auf das Sitzungsprotokoll Bezug genommen.

Zur Ergänzung des Sach- und Streitstandes wird auf die gewechselten Schriftsätze sowie auf die Anlagen Bezug genommen.

II.

Die Anträge sind im Ergebnis unbegründet. Dabei war zunächst zu berücksichtigen, dass der durch den Sachverständigen identifizierte Wert von 4,08 Euro pro Aktie lediglich 6,9 % über der tatsächlichen Barabfindung lag.

Die Kammer geht vor diesem Hintergrund davon aus, dass eine Anpassung der angebotenen Barabfindung deshalb nicht vorzunehmen ist, weil der durch den Gerichtssachverständigen ermittelte Ertragswert nur geringfügig über dem angebotenen Abwert der Abfindung lag.

Insofern besteht keine feste Bagatellgrenze, bis zu der eine Abweichung noch als geringfügig anzusehen wäre und eine gerichtliche Korrektur der festgesetzten

Kompensation nicht erfordert. Insoweit finden sich diverse Werte in der obergerichtlichen Rechtsprechung (vergleiche im Einzelnen die Nachweise, auch zur erstinstanzlichen Rechtsprechung zur Literatur bei OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 3/09, Rn. 257 ff., Juris sowie bei OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21.02.2019, 1-26 W 4/18 AktE, Rn. 81, Juris).

Die Kammer schließt sich hierbei der Meinungsgruppe an, die eine nicht zu berichtigende Abweichung bis zu einem Wert von 10 %, den der ermittelte Ertragswert den angebotenen Abfindungswert übersteigt (insoweit offengelassen von OLG Düsseldorf a.a.O.). Insoweit wird zur näheren Begründung auf die Entscheidung des OLG Stuttgart, a.a.O., Bezug genommen.

Nach der durchgeführten Beweisaufnahme ist die Kammer auch davon überzeugt, dass – allenfalls – eine Steigerung des Ertragswerts auf 4,08 Euro pro Aktie vorzunehmen war. Insoweit wird zunächst auf die Gutachten des Sachverständigen soweit ihnen gefolgt werden konnte, Bezug genommen; die Kammer macht sich dies in diesem Umfange zu eigen.

Gegen die in diesem Gutachten ausgeworfenen Werte haben allein noch zwei der Antragsteller Stellung bezogen. Daher können diese nicht mehr angegriffenen Punkte hier im Wesentlichen der Begutachtung bzw. der Schätzung nach § 287 ZPO zugrunde gelegt werden, zumal das Gericht angesichts der Ausführungen des Gutachtens diese entsprechenden Punkte auch für richtig hält.

Zunächst ist herauszustellen, dass das Gericht berechtigt war, eine komplette Neubegutachtung des Falls vorliegend anzuordnen; insoweit wird auf die Entscheidung OLG Düsseldorf 26 W 2/13 Rn. 39 ff., Juris, zur Vermeidung von weiteren Wiederholungen Bezug genommen. Zudem konnte die Antragsgegnerin zutreffenderweise die Barabfindung in Höhe des Börsenkurses zum Stichtag festsetzen (vergleiche hierzu OLG Frankfurt 21 W 26/13, Rn. 21 ff., Juris).

Ferner war sowohl das Abstellen auf den Durchschnittskurs nicht zu beanstanden (vergleiche OLG Düsseldorf 26 W 8/10, Rn. 42, Juris); gleiches gilt für die Anwendung der Svensson Methode. Auch war die Umrechnung der Zinsstrukturkurve in einen einheitlichen Basiszinssatz nicht zu beanstanden (vergleiche OLG Düsseldorf a.a.O., Rn. 49, Juris). Angesichts der Besonderheiten des Falls, hier namentlich des Chinageschäfts, durften dabei auch länderspezifische

Kapitalmarktdaten einbezogen werden (vergleiche Stadttaler Ihlau/Duscher/Köllen, DB2015, 1323).

Ferner war auch Risikozuschlag zu berücksichtigen, ohne dass solche über zwei Prozent gesondert begründet werden müssten.

Auch durfte die TAX-CAPM vorläufig als gängige und sowohl von der Kammer als auch ihrem übergeordneten Senat (vergleiche etwa OLG Düsseldorf 26 W 22/14) hier angewendet werden.

Die Marktrisikoprämie von 5,5 % war angesichts der Ausführungen des Sachverständigen nicht zu beanstanden; diese entspricht auch dem derzeit anerkannten Wert in der obergerichtlichen Rechtsprechung, vergleiche Stadttaler OLG Düsseldorf 26 W 8/10, Rn. 48).

Dabei war auch die Verwendung des arithmetischen Mittels zur Ermittlung der Marktrisikoprämie angesichts der obergerichtlichen Rechtsprechung in Ordnung (vergleiche hierzu OLG Düsseldorf 26 W 2/10, Rn. 58 f.).

Auch der Betafaktor ist ordnungsgemäß bestimmt worden. Alle Gutachter sind davon ausgegangen, dass der unternehmenseigene Betafaktor aufgrund der Besonderheiten des Falles statistisch nicht valide sei; dies ist durch die Rechtsprechung für Fälle wie den Folgenden auch ohne Weiteres anerkannt (vergleiche etwa auch Landgericht Dortmund 18 O 52/13, Rn. 82, Juris sowie OLG Stuttgart 20 W 6/10, Rn. 213, Juris).

Auch die 14:34 Group ist ordnungsgemäß gebildet worden (vergleiche zu den Anforderungen hieran grundsätzlich OLG Düsseldorf 26 W 5/07, Rn. 120). Der Sachverständige hat im Einzelnen gut nachvollziehbar und überzeugend ausgeführt, dass und warum er die 15:00 Group wie vorgenommen gebildet hat.

Auch der Wachstumsabschlag wurde mit 2,05 % korrekt gebildet. Dabei begegnete es kein Bedenken, dass dies durch eine Gesamtschau der Werte von 2,5 % für China und 1,0 % für Deutschland auf Grundlage einer Inflationsprognose von 3,0 % für China und 1,3 bis 1,9 % für Deutschland gebildet worden ist.

Die Ermittlung des Börsenkurses ist auf Grundlage der Stollwerk-Entscheidung des BGH korrekt vorgenommen.

Die Herausgabe weiterer Unterlagen war nicht zu verlangen, zumal Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers bereits nicht unter § 7 Abs. 5 Satz 2, Abs. 7 Spruchgesetz fallen (vergleiche im Übrigen zum einen ? recht 16:06 OLG Düsseldorf 26 W 8/10 AktE, Rn. 76, Juris).

Soweit nun durch den Antragstellervertreter diverse Rügen zur regulären und anlassbezogenen Planung, zum „erfinden“ einer Zwischenperiode im Rahmen der ewigen Rente, zum zu geringen Wachstumsabschlag in der ewigen Rente sowie zur Nichtbeachtung der längerfristig orientierten Investitionsplanung für die Planung der ewigen Rente erhoben worden sind, sind diese Rügen angesichts der hierzu ergangenen zweiten Stellungnahme des Sachverständigen haltlos. Der Sachverständige stellt zurecht heraus, dass er die Unterschiede zwischen den Planungen ausführlich herausgearbeitet hat und sich dabei auf den vorgenommenen Anpassungen ausführlich gewidmet hat (vergleiche Rn. 50 der ergänzenden Stellungnahme). Auch hat der Sachverständige gut nachvollziehbar dargelegt, dass keinesfalls die zusätzliche Phase zwischen Detailplanungsphase und ewiger Rente eine freie Erfindung des Sachverständigen darstelle, sondern diese in der Fachliteratur als sogenannte Konvergenzphase anerkannt sei, um die Entwicklung eines Unternehmens zum eingeschwungenen Zustand realitätsnah und ohne Strukturbruch abzubilden. Dies entspreche auch dem heutigen IDW Standard, der zwar meistens auf eine Zweiphasenmethode abstelle, keinesfalls aber eine alternative Rechnung verbiete (vergleiche IDWS1 in der Form 2008, Textziffer 77). Die Einführung der Konvergenzphase ist darüber hinaus auch in der Rechtsprechung anerkannt (vergleiche OLG Düsseldorf 26 W 9/12, Rn. 118 ff.; OLG München vom 20.03.2019, 31 WX 185/17, Rn. 38 f.). Im Zusammenhang damit hat der Sachverständige auch ausgeführt, dass und warum die steuerlichen Verlustvorträge vorliegend korrekt berücksichtigt worden sind.

Auch die Rüge der zu gering vorgenommenen Wachstumsabschläge in der ewigen Rente ist angesichts des Vortrags des Sachverständigen unbehelflich. Der Sachverständige hat auch hier im Einzelnen erläutert, inwiefern die Rüge Mengen- und Preiswachstum vermenge und dass und warum dies dazu führen würde, dass der Ehlebracht Konzern bis unendlich deutlich stärker als er gesamt wachsen würde. Es ist erkennbar, dass – wie auch der Sachverständige ausführt – dieser Ansatz nicht nachvollziehbar ist.

Auch ist nicht erkennbar, inwieweit der Sachverständige die längerfristig orientierten Investitionsplanungen nicht beachtet haben soll. Der Sachverständige hat in seinem Ergänzungsgutachten im Einzelnen dargelegt, dass er sämtliche relevanten Dokumente vorliegen hatte und dass auch eine Vollständigkeitserklärung insoweit durch die Antragsgegner abgegeben worden ist.

Schließlich vermochten auch die eher standardmäßig vorgebrachten Rügen gegenüber Basiszinssatz und Marktrisikoprämie die gutachterlichen Ausführungen nicht zu erschüttern. Gemäß dem Gutachter in seinen Ausführungen in Rn. 58 f. und 63 f. des Ergänzungsgutachtens zu folgen.

Zweifel hat die Kammer an den Ausführungen des Gutachters allein im Hinblick auf die Frage der Anwendung der indirekten oder der direkten Methode (vergleiche zu den diesbezüglichen wechselseitigen Ausführungen das Protokoll der mündlichen Verhandlung, Blatt 1881, 1882). Angesichts des eingangs gefundenen Ergebnisses kann diese Frage aber gleichwohl offenbleiben.

Zu berücksichtigen ist aber, dass soweit den Ausführungen des Bewertungsprüfers von zu folgen wären, ausweislich der Angaben des Gerichtssachverständigen in der mündlichen Verhandlung der unter Anwendung des globalen CHPM ausgewiesene Wert von 0,9 Millionen Euro zum Abzug zu bringen wäre, womit ein Ertragswert zu gewinnen wäre, der lediglich noch eine Steigerung von 5 % über dem angebotenen Abfindungsbetrag läge. Damit wäre aber erst recht die Bagatelgrenze nicht überschritten, zumal dies im Hinblick auf eine Abweichung von 5 % bereits durch den der Kammer übergeordneten Senat anerkannt ist (vergleiche abermals OLG Düsseldorf 26 W 4/18 AktE, Rn. 81). Damit war aber insgesamt, ohne dass diese Frage hier näher entschieden werden müsste, die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen.

Die Entscheidung über die Gerichtskosten folgt aus § 15 Abs. 2 Satz 1 Spruchgesetz. Wenn auch der Abfindungsbetrag nicht entsprechend dem Antrag der Antragsteller höher festgesetzt worden ist, entsprach es gleichwohl der Billigkeit, diese der Antragsgegnerin aufzuerlegen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht auf § 15 Abs. 2 Spruchgesetz; insoweit entsprach es der angesichts des Verfahrensausgangs der Billigkeit, dass diese ihre Kosten selbst zu tragen haben.

Die Antragsgegnerin hat ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.

Die Bestimmung des Geschäftswerts folgt aus § 15 Abs. 1 Satz 2 und 3 Spruchgesetz; mangels einer Erhöhung der Abfindung gibt es insoweit beim gesetzlichen Mindestwert.