

20 O 7/17 [AktE]



**Landgericht Dortmund**

1.

Die auf eine Erhöhung der Abfindung 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.

3.

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

## Gründe

I.

Die ist die Konzernobergesellschaft  
der Tochtergesellschaft hat im Dezember 2014 über ihre  
PETROTEC AG von rund 69 % des Grundkapitals der  
gegen Ausgabe von -Aktien erworben.

Zudem wurde die von der [redacted] gewährten verzinslichen Gesellschafterdarlehn übernommen. Den Minderheitsaktionären der Gesellschaft wurde im Januar 2015 ein Übernahmeangebot nach dem WpÜG unterbreitet. Der Angebotspreis betrug entsprechend dem hier maßgeblichen Vorerwerbspreis 1,00 € je Aktie. Der Vorerwerbspreis wurde anhand des Werts der dem Verkäufer gewährten [redacted] Aktien ermittelt. Der gewichtete Dreimonatsbörsenpreis betrug nach der BaFin-Auskunft nur 0,88 Cent.

Nach Ablauf der Annahmefrist hielt [redacted] rund 84,42 % des Grundkapitals der Gesellschaft.

Die israelische Gesellschaft [redacted] hatte im Jahr 2009 die Aktienmehrheit von vorherigen Mehrheitsaktionären der Gesellschaft übernommen.

[redacted] wurde wegen der damaligen Sanierungsbedürftigkeit der Gesellschaft von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht von der Abgabe eines Pflichtangebots gemäß § 37 WpÜG befreit.

In der Folgezeit gelang es [redacted] jedoch nicht, die Dividendenfähigkeit herzustellen. [redacted] suchte schließlich einen Käufer für ihr Aktienpaket, welches [redacted] schließlich erwarb.

Die Gesellschaft beantragte im April 2015 das Delisting. Der Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wurde mit Ablauf des 8. Oktober 2015 eingestellt und die Zulassung widerrufen. Seitdem wurden die Aktien der Gesellschaft an keiner Börse, auch nicht im freien Verkehr, gehandelt. In den 12 Monaten bis zum Wirksamwerden des Delisting lagen die Börsenpreise der Gesellschaft um oder unter 1,00 €.

[redacted] erhöhte in der Folgezeit insbesondere aufgrund weiterer öffentlicher Kaufangebote zum Preis von 1,00 € je Aktie ihren Anteilsbesitz.

Damit die Gesellschaft ihre Bilanzrelation verbessern konnte, entschieden sich die Organe der Gesellschaft und [redacted] dazu, einen Großteil der Gesellschafterdarlehen in Form einer Sachkapitalerhöhung in Aktien zu wandeln. Der Vorstand der Gesellschaft beschloss am 26. April 2016, unter Ausnutzung des genehmigten Kapitals das Grundkapital der Gesellschaft gegen Sacheinlage von

damals rund 25.000.000,00 € um 6,3 Millionen Euro gegen Sacheinlagen zu erhöhen. Die Aktien wurden zu einem Ausgabebetrag von 1,00 € je Aktie ausgegeben. Der Aufsichtsrat der Gesellschaft stimmte dem Beschluss zu. Zur Zeichnung der Aktien wurde gegen Einbringung von Darlehnsforderungen in Höhe von 6,3 Millionen Euro aus den damals zu rund 11,5 Millionen Euro valutierenden Darlehn zugelassen. Der gerichtlich bestellte Sacheinlagenprüfer bestätigte, dass der Wert der Sacheinlage mindestens den Gesamtausgabebetrag von 6,3 Millionen Euro erreichte.

Diese Kapitalerhöhung wurde am 10. Juni 2016 in das Handelsregister eingetragen.

übertrug den Anteil von 19,57 % an der Gesellschaft auf die Antragsgegnerin, die sodann das Verfahren des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out einleitete. Die Hauptversammlung der Gesellschaft beschloss am 15. November 2016 den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von 1,06 € je Aktie.

Dieser Barabfindung lag die Unternehmensbewertung gemäß dem Gutachten zugrunde.

In der Folgezeit wurde gerichtlich zum sachverständigen Prüfer bestellt und erstattete ihr Gutachten. Dieses bestätigte die Angemessenheit der Barabfindung in Höhe von 1,06 € je Aktie.

Der Squeeze-out und die Verschmelzung wurden am 2. Januar 2017 in das Handelsregister der Gesellschaft eingetragen und die Gesellschaft erlosch infolge Übertragung auf die Antragsgegnerin. Der Formwechsel in eine GmbH wurde am 27. März 2017 in das Handelsregister eingetragen.

Die Antragsteller halten den angebotenen Betrag der Barabfindung für nicht angemessen. Vor diesem Hintergrund rügen sie die Nichtbeantwortung von bewertungserheblichen Fragen auf der Hauptverhandlung vom 15. November 2016 und sind zudem der Auffassung, dass diverse Unterlagen durch Antragsgegnerin vorzulegen seien.

Sie meinen ferner, dass die Unternehmensplanung zu pessimistisch gestaltet sei und es sich im Übrigen um eine Anlassplanung handele. Insbesondere meinen sie, dass Angesichts der EU-Förderung von Bio Diesel und Markteintrittsbarrieren für die Gesellschaft ein profitableres Wachstum hätte möglich sein müssen. Auch die im Rahmen der bisherigen Unternehmensbewertung für die Ewige Rente getroffenen Annahmen halten die Antragsteller für falsch. Insbesondere sei am Ende des Detailplanungszeitraums fälschlicherweise nicht von einem eingeschwungenen Zustand der Gesellschaft ausgegangen worden. Auch sei die in der Ewigen Rente berücksichtigte Ausschüttungsquote falsch ermittelt und darüber hinaus die Marktrisikoprämie zu hoch angesetzt. Zudem sei der Wachstumsabschlag nicht korrekt ermittelt und der Beta-Faktor aus einer ungeeigneten Peer Group ermittelt worden. Ferner wird auch die Berücksichtigung nicht betriebsnotwendigen Vermögens angegriffen und eine Verwässerung der Anteilsquoten der Minderheitsaktionäre durch die Sachkapitalerhöhung gerügt. Fehler finden sich aus Sicht der Antragsteller ferner bei der Berücksichtigung von Synergien und beim sogenannten Risikozuschlag; zudem werden verschiedene formale Fehler des Übertragungs- und Prüfungsberichts gerügt.

Sie beantragen vor diesem Hintergrund,  
die Abfindung angemessen zu erhöhen.

Die Antragsgegnerin beantragt,  
die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt mit näherem Sachvortrag die durch den Bewertungsprüfer und den sachverständigen Prüfer vorgenommene Unternehmensbewertung als in allen Punkten zutreffend.

Die Kammer hat eine Begutachtung durch einen gerichtlichen Sachverständigen angeordnet. Dieser hat ein entsprechendes Gutachten erstellt, dieses in einem Termin zur mündlichen Verhandlung im Einzelnen erläutert und verteidigt und zudem ein weiteres schriftliches Ergänzungsgutachten im Hinblick auf verbliebene offene Fragen erstellt. Im Hinblick auf den Inhalt dieser Gutachten wird auf die Gutachten in den Anlagen sowie auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung 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 zu berücksichtigen, dass der Sachverständige in seinem Ausgangsgutachten, das er in seinem Ergänzungsgutachten bestätigte, zu einer äußerst geringfügigen Anhebung des Wertes pro Aktie, nämlich von 1,06 € auf 1,07 € und auch im Rahmen der vom Gericht erbetenen Alternativberechnung lediglich auf einen Wert von 1,13 € kam.

Die Kammer geht von diesem Hintergrund davon aus, dass eine Anpassung der angebotenen Barabfindung deshalb nicht vorzunehmen ist, weil der durch den Gerichtssachverständigen ermittelte Ertragswert im Hinblick auf das gleichsam durch den Sachverständigen präferierte Hauptergebnis von 1,07 € die Bagatellgrenze der Abweichung, welche keine Anpassung durch das Gericht erfordert, erkennbar nicht überschreitet. Aber auch die durch den Sachverständigen ermittelte Alternativlösung – welcher das Gericht, wie unten auszuführen sein wird, ohnehin nicht zu folgen bereit ist, lediglich zu einer Abweichung von 9 % führt und damit noch innerhalb der durch die Kammer in ständiger Rechtsprechung angewendeten Toleranzrahmen von 10 % Abweichung liegt.

Im Hinblick auf diese Abweichung besteht keine feste Bagatellgrenze, bis zu der eine Abweichung noch als geringfügig anzusehen wäre und eine gerichtliche Korrektur der festgesetzten Kompensation nicht erforderlich ist. Insoweit finden sich diverse Werte in der obergerichtlichen Rechtsprechung (vgl. im Einzelnen die Nachweise auch zu erstinstanzlichen Rechtsprechung und 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, Juri, sowie auch im Beschluss der Kammer, 20 O 17/15 AktE). Die Kammer schließt sich hier in ständiger Rechtsprechung der Meinungsgruppe an, die eine nicht zu berichtigende Abweichung bis zu einem Wert von 10 %, den der ermittelte Ertragswert den angebotenen Abfindungswert übersteigt, annimmt (insoweit noch offen gelassen von OLG Düsseldorf, a. a. O.). Insoweit wird zur näheren Begründung auf die zitierte Entscheidung des OLG Stuttgart, a. a. O., Bezug genommen.

Nach der durchgeführten Beweisaufnahme ist die Kammer auch davon überzeugt, dass dem Sachverständigen darin zu folgen ist, dass – allenfalls – eine Steigerung des Ertragswerts auf 1,07 € pro Aktie vorzunehmen gewesen wäre. Insoweit wird zunächst auf die Gutachten des Sachverständigen Bezug genommen; die Kammer macht sich diese voll umfänglich zu eigen.

Die Gutachten sind auch in sich schlüssig und überzeugend und konnten somit von der Kammer als Grundlage für die nach § 287 ZPO vorzunehmende Schätzung des Ertragswerts herangezogen werden.

Der Sachverständige hat im Hinblick auf die Unternehmensbewertung eigener Aussage zur Folge eine Neubewertung vorgenommen und an verschiedenen Stellen Parameter angepasst, wobei diese Anpassung sowohl in positiver als auch negativer Sicht vorgenommen worden ist; im Ergebnis haben sich diese Anpassungen im Wesentlichen aufgehoben.

Er hat nachvollziehbar ausgeführt, dass trotz nicht vollständig vorliegender Unterlagen und Informationen es gelungen ist, die Aussagen der Vorgutachten im Hinblick auf alle wesentlichen Bewertungsparameter nachzuvollziehen.

Er hat zudem nachvollziehbar ausgeführt, dass die Vorgehensweise bei der Bewertung der überwiegenden Bewertungspraxis entspreche, auch wenn dies nicht der Auffassung einiger Antragsteller entspreche. Insoweit kann beispielhaft zu möglichen Abweichungen im Vergleich zu der Bewertung im Rahmen des Spruchverfahren Comline, Blatt 1357 d. A. (Seite 3 des Protokolls vom 28.09.2022) Bezug genommen werden.

Der Sachverständige hat nachvollziehbar ausgeführt, dass und warum Umsätze in der Schweiz nur im stattgehabten Umfang im Rahmen der Unternehmensplanung zu berücksichtigen gewesen sind. Auch habe kein Grund bestanden, Kosten des Delistings aus 2015 in der Planungsrechnung für 2016 zu berücksichtigen, da angesichts der Fristabläufe gar keine Kosten mehr hätten berücksichtigt werden müssen.

Sachlich gerechtfertigt erscheint aus Sicht der Kammer ferner, dass der Sachverständige im Hinblick auf die Berücksichtigung der nachhaltige EBITDA Marge nicht allein die Marge des letzten Planungsjahres fortgeschrieben hat, sondern vielmehr auf eine Durchschnittsmarge abgestellt hat. Aus Sicht der Kammer hat er

diesen Durchschnitt auch in korrekter Weise gebildet. Es war nachvollziehbar, dass hier nicht auf herkömmliche Konjunkturzyklen abgestellt werden konnte, weil dies für das zu betrachtende Unternehmen unangemessen war, weil dieses Unternehmen weniger von normalen Einflüssen eines Konjunkturzyklusses als vielmehr aufgrund des in Rede stehenden Produktes – Bio Diesel – von regulatorischen Einwirkungen abhängig ist. Nachvollziehbar war auch, dass die auf diese Weise durch den Gutachter angenommene und entwickelte Marge eine höhere Performance abbildete, als in der Vergangenheit tatsächlich erzielt worden ist und der Planung eine stabile Regulatorik zugrunde legt, die sich einerseits so nicht unendlich perpetuieren lässt, andererseits aber auch deutlich über der Planung des Bewertungsgutachters liegt und insofern schon keine Nachteile für die Antragsteller mit sich bringt.

Im Hinblick auf die Vergleichsgruppe herangezogene US Peer Group, anhand derer vorliegend der Beta-Faktor ermittelt worden ist, hat der Sachverständige ebenfalls nachvollziehbar ausgeführt, dass zum einen keine relevanten Unterschiede bestehen und dass zum anderen grundsätzlich eine gewisse Größe der Peer Group erforderlich ist, die hier leicht zu bilden war. Er hat auch im Übrigen ausgeführt, warum auch unter dem Gesichtspunkt von Regulatorik und den verwendeten Rohstoffen dennoch das Abstellen auf US Unternehmen korrekt ist.

Auch das Zustandekommen des Beta-Faktors im Übrigen hat der Sachverständige nachvollziehbar erläutert, auch unter Berücksichtigung des bereits oben angesprochenen Spruchverfahrens Comline, in dem eine andere Methodik zugrunde gelegt worden ist. Er hat dargelegt, dass die in Rede stehenden Unternehmen deutliche Unterschiede aufweisen, allerdings der jeweils gewährte Ansatz auch nicht derartig unterschiedlich ist, dies aus Sicht der Antragsteller der Fall sei. Nachvollziehbar hat er erläutert, dass es letztlich in Rede stehe, ob Liquidität wirklich in voller Höhe abzuziehen sei, oder nur in der nichtbetriebsnotwendigen Höhe; er hat insoweit nachvollziehbar ausgeführt, dass es herrschender Auffassung entspricht, dass die betriebsnotwendige Liquidität nicht abgezogen wird. Zudem hat er in dem Zusammenhang auch im Einzelnen erläutert, wie genau die betriebsnotwendige Liquidität festzustellen gewesen ist.

Ferner hat er nachvollziehbar dargelegt, dass es nicht zu einer willkürlichen Erhöhung des Beta-Faktors gekommen ist, insbesondere auch keine Doppelberücksichtigung von Faktoren stattgefunden hat, sondern vielmehr zunächst ein einheitlicher

Erwartungswert im Zähler abgebildet worden ist und die Risikoaversion von Anlegern sodann im Nenner und dort im Beta-Faktor berücksichtigt worden sei.

Er hat auch vor dem Hintergrund einer ab 2020 als unsicher zu prognostizierenden Regulatorik, welche mit Chancen und Risiken verbunden sein könne, was aber in Beta-Faktoren für 2 oder 5 Jahreszeiträume nicht eingepreist werden könne, mit Recht eine moderate Anpassung des Beta-Faktors vorgenommen, weil – insoweit ebenfalls nachvollziehbar – in der Zukunft eher Risiken als Chancen zu erwarten waren. Letzteren Aspekt hat er nachvollziehbar damit begründet, dass regulatorische Risiken ab dem Jahr 2020 ansteigen dürften, weil nämlich das Geschäftsmodell des Bio Diesels insbesondere vor dem Hintergrund des Umstellens auf Elektromobilität und somit der Abkehr von Verbrennungsmotoren, langfristig zu hinterfragen gewesen sei. Dies ist aus Sicht des Gerichts absolut nachvollziehbar. Vor diesem Hintergrund folgt die Kammer auch der Ausgangsberechnung des Sachverständigen, auch wenn es insbesondere zum Zwecke der Vollständigkeit, diesen noch im Unternehmenswert mit dem Beta-Faktor von 1,28 hat berechnen lassen. Wie bereits oben ausgeführt, führt aber auch dies nicht dazu, dass der ermittelte Wert die Bagatellgrenze überschreitet.

Ferner hat der Sachverständige auch nachvollziehbar erläutert, dass und warum die Marktrisikoprämie auf den vorgenommenen Wert festzusetzen gewesen sei, zumal es sich bei den zu betrachtenden Unternehmen nicht um einen Preissetzer handele.

Die nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % hat der Sachverständige sodann nachvollziehbar dahingehend erläutert, dass soweit in der Unternehmensplanung selbst keine Ausschüttungen geplant seien, auf Vergleichsunternehmen geblickt werden müsse. Ihr sei abermals die Problematik der kleinen Peer Group entstanden, weshalb es lege artis sei, auf Gesamtmarktquoten abzustellen, welche zwischen 40 und 60 % angenommen würden. Hier habe man sich schon deshalb für eine Quote von 50 % entschieden, weil bei Annahme von 40 % der Unternehmenswert gemindert würde und in diesem Fall der Einlagenrückgewähr ein niedrigerer Steuersatz im Vergleich zur hälftigen Abgeltungssteuer anfiel.

Damit ergab sich aber aus Sicht der Kammer nachvollziehbar, der hier im Ausgangsgutachten ermittelte Wert von 1,07 €.

Vor diesem Hintergrund waren die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen.

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

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

Die Antragsgegnerin hat ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.

Die Bestimmung des Geschäftswertes folgt aus § 15 Abs. 1 Satz 2 und 3 Spruchgesetz. Mangels einer Erhöhung der Abfindung verblieb es insoweit beim gesetzlichen Mindestwert.

Dortmund, 11. September 2024

Landgericht, VI. Kammer für Handelssachen