



Beschluss

In der Sache

gegen

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 4 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden
Richter am Landgericht , den Handelsrichter und den Handelsrichter

1. Die Anträge der Antragsteller auf gerichtliche Bestimmung der angemessenen Barbfindung werden zurückgewiesen.
2. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die Kosten des gemeinsamen Vertreters und die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin hat die Antragsgegnerin zu tragen. Die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller fallen diesen jeweils selbst zur Last.
3. Der Geschäftswert für das Gericht, für den gemeinsamen Vertreter sowie für die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin wird auf € 200.000,-- festgesetzt.

Gründe

I.

Die Antragsteller machen als ausgeschlossene Aktionäre der D+S europe AG, die zwischenzeitlich infolge Rechtsformwandels als Netrada Holding GmbH firmiert, Ansprüche auf Erhöhung der angemessenen Barabfindung geltend.

Die D+S europe AG hatte ihren Sitz in Hamburg mit der Geschäftsanschrift Kapstadtring 10, 22297 Hamburg, und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 73808 eingetragen. Das Grundkapital der Gesellschaft betrug € 40.842.941 und war eingeteilt in 40.842.941 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Die Antragsgegnerin ist deren Hauptaktionärin.

Der in der Satzung der D+S europe AG festgelegte Gegenstand des Unternehmens umfasste die Konzeption und die Erbringung von Dienstleistungen aller Art in den Bereichen Direktmarketing, Beratung und Vertrieb, insbesondere unter Einsatz moderner Multimedia- und Kommunikationssysteme

Die D+S europe AG war im Jahre 2009 die geschäftsleitende Holdinggesellschaft der D+S europe-Gruppe. Die operativen Geschäfte wurden von den Tochter- und Beteiligungsgesellschaften der D+S europe AG betrieben. Die Geschäftstätigkeit der Tochter- und Beteiligungsgesellschaften der D+S europe AG gliederte sich im Wesentlichen in die drei Segmente „Mobile & Telephony Services“, „Customer Care Services“ und „E-Commerce & Fulfillment Services“. Mit den Segmenten „Mobile & Telephony Services“ sowie „Customer Care Services“ erbrachte die D+S europe-Gruppe Dienstleistungen im Bereich des Kundenkontakt-Managements. Im Segment „E-Commerce & Fulfillment Services“ wurden auf Basis eigener Festnetz- und Mobilfunkplattformen multifunktionale Verbindungen zwischen Privatkunden und Unternehmen hergestellt. Dieser Bereich beinhaltete das Geschäft mit Servicernummern ebenso wie Chat-, MMS- und SMS-Dienste. Im Segment der „Customer Care Services“ leistete die D+S europe AG mit rund 4.400 Kundenberatern das Outsourcing von Communication Center-Diensten.

Mit dem Segment „E-Commerce & Fulfillment Services“ agierte die D+S europe-Gruppe als B2B-Online-Shop-Vertriebsdienstleister.

Die Gründer der wesentlichen Vorgängergesellschaft der D+S europe AG führten seit 1984 Call Center-Unternehmen, die sie 1989 in der SDM Service-Agentur für Direktmarketing GmbH bündelten. Diese Gesellschaft änderte ihre Firma im Mai 1994 in D&S Dialogmarketing GmbH. Die D&S Dialogmarketing GmbH wurde zum 1. Januar 2000 zusammen mit zwei kleineren Unternehmen (der Agentur Schachtschneider Marketing GmbH, Hamburg, und der Online Retailing Systems AG, Weinheim) auf die D&S Online AG verschmolzen, deren Firma in der Folge in „d+s online AG“ geändert wurde. Nach dem Börsengang der d+s online AG im Mai 2000 und im Zuge der Eröffnung neuer Standorte tätigte die d+s online AG bis in das Jahr 2002 hinein hohe Investitionen bei gleichfalls hohen operativen Verlusten. Die nachhaltigen Verluste in den Jahren 2000 bis 2002 führten zu Restrukturierungen sowohl im Verwaltungs- als auch im operativen Bereich des Unternehmens. Anhaltend negative Ergebnisse auch nach Aufgabe einzelner Geschäftsbereiche, Veränderungen im Vorstand und der Reduzierung des Personals in der Verwaltung veranlassten zu einer Restrukturierung des Kerngeschäfts. Im Jahr 2004 stellte die Gesellschaft bei gleichzeitiger Umfirmierung in „D+S europe AG“ ihre neue Positionierungs- und Wachstumsstrategie vor, die auf drei Säulen beruhte: der Entwicklung zum Dienstleister für Business Process Management (BPM), Internationalisierung und Akquisitionen. In der Folge vergrößerte sich die D+S europe-Gruppe sowohl durch eigenes Wachstum im Kerngeschäft als auch durch Akquisitionen: Im Sommer 2005 erwarb die D+S europe AG sämtliche Aktien an der dtms AG, wodurch die Dienstleistungsangebote im Bereich des Vertriebs- und Kundenkontakt-Managements um wesentliche Leistungen der automatisierten Verwaltung, Verteilung, Weiterleitung und Bearbeitung telefonischer Kundenkontakte erweitert werden konnten. Mit Wirkung zum 1. Oktober 2006 übernahm die D+S europe AG die mobileview AG, einen der größten europäischen Anbieter von mobilen Mehrwertdiensten (SMS, MMS und WAP). Durch die Akquisition der Heycom-Gruppe zum 2. Juli 2007, welche zu den führenden Betreibern von Online-Shops zählt und die komplette Transaktionsabwicklung im Bereich E-Commerce anbietet, erschloss die D+S europe AG sich den Bereich des E-Commerce-Managements als weiteres Geschäfts-

feld.

Die Antragsgegnerin ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach luxemburgischen Recht mit Sitz in Luxemburg. Sie wird von drei gemeinsam investierenden Investmentfonds, [REDACTED], kontrolliert und wurde am 17.03.2008 zum Zwecke des Beteiligungserwerbs gegründet. Mit einer am 15. April 2008 abgeschlossenen Vereinbarung erwarb die Antragsgegnerin eine Mehrheitsbeteiligung an der D+S europe AG. In Umsetzung dieser Vereinbarung gab die Antragsgegnerin ein öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der Gesellschaft ab zu einem Preis von € 13,- je Stückaktie. Die Frist zur Annahme des Übernahmeangebots begann am 15. Mai 2008 und endete am 22. Juli 2008 mit Ablauf der zweiwöchigen weiteren Annahmefrist gemäß § 16 Abs. 2 Satz 1 WpÜG. Nach Abschluss des Übernahmeverfahrens hielt die Antragsgegnerin - unter Berücksichtigung von ihr außerhalb des Übernahmeangebots erworbenen Aktien - eine Beteiligung von insgesamt rund 91,63 % am Grundkapital der Gesellschaft.

Durch anschließenden börslichen und außerbörslichen Erwerb weiterer Aktien erhöhte sie ihre Beteiligung bis zum Jahresende 2008 auf ihre nunmehrige Höhe von 38.861.388 Stückaktien, entsprechend ca. 95,15 % des Grundkapitals der Gesellschaft.

Mit Schreiben vom 14. April 2009 stellte die Antragsgegnerin gegenüber der D+S europe AG gemäß § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG das Verlangen, die Hauptversammlung der D+S europe AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer Abfindung beschließen zu lassen.

Die Barabfindung hatte die Antragsgegnerin in dem Übertragungsbericht vom 30. Juni 2009 auf Basis eines von der

[REDACTED] zum Bewertungsstichtag 27. August 2009 erstellten gutachtlichen Stellungnahme (im folgenden: Bewertungsgutachten) festgelegt. Der Bewertung der Abfindung lag eine Berechnung des Unternehmenswertes nach der Ertragswertmethode zugrunde, aus sich ein Unternehmenswert von 403,2 Millionen € ergab und damit ein rechnerischer Wert von € 9,87 je Stückaktie. Der Börsenwert der D+S europe

AG – Aktien blieb unberücksichtigt, weil der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung des Squeeze Out (vom 14. Januar 2009 bis 13. April 2009) nur € 8,09 betrug und damit deutlich unter dem Ertragswert der Anteile lag.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch die vom Landgericht Hamburg bestellte sachverständige Prüferin, _____ gemäß § 327 c Abs. 2 AktG geprüft und gemäß dem Prüfungsbericht vom 1. Juli 2009 für angemessen erachtet.

Die Hauptversammlung der D+S europe AG vom 27. August 2009 beschloss unter Tagesordnungspunkt 5 die Übertragung der Aktien auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegen Zahlung eines Betrages von € 9,87 je Stückaktie. Der Beschluss wurde am 25. Juni 2010 in das Handelsregister eingetragen. Im Jahr 2013 wurde das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Gesellschaft eröffnet.

Die Antragsteller halten die festgelegte Barabfindung für unangemessen niedrig. Sie rügen, dass der Liquidationswert nicht ermittelt worden sei, bei der Ermittlung des Ertragswertes die Planungsannahmen fehlerhaft vorgenommen, der Kapitalisierungszins unzutreffend bestimmt worden sowie der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zu gering angesetzt worden sei. Zudem schulde die Antragsgegnerin mindestens eine Abfindung in Höhe des Übernahmeangebots von € 13,- je Aktie. Sie habe bei der Abgabe des Übernahmeangebots falsche Angaben über die bei ihr als Bieterin bestehenden Absichten nach § 11 Abs. 2 S. 2 WpÜG gemacht, indem sie erklärt habe, mittelfristig die Börsennotiz der d+s europe AG zu erhalten und keinen Squeeze – Out durchführen zu wollen. Ferner habe sie ihre kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten verletzt, indem sie den ehemaligen Vorstandsmitgliedern _____ und _____ am 15.12.2008 Call- und Put – Optionen gewährt habe. Die Verletzung von Informationspflichten habe wegen der damit verbundenen Einflussnahme auf den Aktienkurs zur Folge, dass der Börsenkurs sich nicht nach dem dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Squeeze Out Ankündigung richten könne, sondern zumindest auf den dreimonatigen Zeitraum vor der Hauptversammlung abzustellen sei. Angesichts der falschen Angaben im Übernahmeangebot müsse die Barabfindung aber dem Preis des Übernahmeangebots in Höhe von 13 € je

Aktie entsprechen.

Die Antragsgegnerin hält die Festlegung der Barabfindung von € 9,87 pro Aktie für angemessen und die Einwendungen der Antragsteller für ungerechtfertigt. Der Ertragswert sei sachgerecht und insbesondere unter Berücksichtigung der zum Bewertungsstichtag gültigen Grundsätze des IDW in der Fassung vom 2. April 2008 durchgeführt worden und die Richtigkeit von der sachverständigen Prüferin bestätigt worden. Es habe keine Beeinflussung des relevanten Börsenkurses gegeben. Insbesondere habe die am 15. Mai 2008 veröffentlichte Angebotsunterlage keine unrichtigen Angaben enthalten, da zu diesem Zeitpunkt noch keine Pläne der Antragsgegnerin für einen Squeeze Out vorgelegen hätten. Im Übrigen bestehe auch kein Anspruchsgrundlage für eine Erhöhung der Abfindung auf Basis des WpÜG. Auch eine Schadenersatzpflicht bestehe nach § 12 WpÜG nur gegenüber denjenigen Aktionären, die aufgrund falscher Angaben das Angebot angenommen hätten, nicht aber gegenüber Aktionären, die das Angebot nicht angenommen hätten. Die den Vorstandsmitgliedern und im Dezember 2008 gewährten Optionen seien niemals vollzogen worden. Die Antragsgegnerin habe den Abschluss von Optionsverträgen gemäß § 15 a WpHG erst am 15. Juni 2009 veröffentlicht, weil nach dem Rat ihrer eingeschalteten Rechtsberater angenommen habe, dass die Mitteilungspflicht erst bei Ausübung der Optionen entstehe.

Wegen weiterer Einzelheiten wird auf die Schriftsätze der Verfahrensbeteiligten, den Übertragungsbericht der Antragsgegnerin zum 30.06.2009, den Prüfungsbericht vom 1. Juli 2009 und das Ergebnis der mündlichen Anhörung des sachverständigen Prüfers vom 30.01.2013 Bezug genommen.

II.

Das Verlangen der Antragsteller auf Erhöhung der Abfindung gemäß § 327 f AktG ist nicht begründet. Die von der Antragsgegnerin festgesetzte Barabfindung in Höhe von € 9,87 ist im Sinne von § 327 a Abs. 1 AktG angemessen.

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Ent-

schädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht (BVerfGE 14, 263, 284; 100, 289, 304 f.; BGH AG 2003, 627, 628; BayObLG NJW-RR 1996, 1125, 1126). Zu ermitteln ist der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (BGHZ 138, 136, 140).

Im Anschluss an die Rechtsprechung des BVerfG (ZIP 1999, 1436, 1441 und ZIP 1999, 1804) und des BGH (ZIP 2001, 734, 736) ist bei der Bemessung der Entschädigung in erster Linie auf den Verkehrswert der Aktie abzustellen, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig mit dem Börsenkurs identisch ist. Untere Grenze des Unternehmenswertes ist daher grundsätzlich die Summe der Börsenwerte der Aktien der Gesellschaft, nach der neuen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09- Stollwerck) bemessen allerdings nicht nach dem Durchschnittskurs der Aktienverkäufe in einem Referenzzeitraum von 3 Monaten vor dem Beschluss der Hauptversammlung (so noch: BGH ZIP 2001, 734, 736; OLG Hamburg AG 2003, 583), sondern aufgrund eines nach dem Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme. Nach dieser Rechtsprechung kommt es für die Festlegung des Referenzzeitraums daher auf die Kurse im 3- Monatszeitraum vor der Ankündigung des Verlangens des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre vom 13.04.2009 an, also die in der Zeit vom 14.01.2009 bis 13.04.2009 gehandelten Aktien. Daraus ergibt sich, wie der sachverständige Prüfer in seinem Bericht (S. 56) dargelegt hat, ein durchschnittlicher Kurs von € 8,09 je Aktie, der sich damit deutlich unter dem ermittelten Ertragswert von € 9,87 bewegt. Zwar wies der Kursverlauf, wie aus der Chartübersicht (Prüfbericht S. 56) hervorgeht, gerade in diesem Zeitraum besonders niedrige Kurse auf. Der sachverständige Prüfer führt dies, wie er im Rahmen seiner mündlichen Anhörung (S. 15 des Protokolls der mündlichen Verhandlung vom 30.01.2013) erläutert hat, darauf zurück, dass mit dem Erreichen der Schwelle der für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre notwendigen Aktienmehrheit von 95 % der Kurs einbrach und sich zunächst bei etwa 8 € einpendelte. Die Antragsgegnerin stellt selbst nicht in Abrede, dass der Kurseinbruch auf die Rücknahme der von ihr ausgegebenen Kauforder zu 13 €/Aktie zurückzuführen ist. Dies ist aber für sich genommen kein Grund für die Festlegung eines anderen Refe-

renzzeitraums bzw. eine Erhöhung des Börsenkurses der Aktien. Der BGH hat in der vorstehend zitierten Leitentscheidung das Problem einer Manipulationsmöglichkeit des Börsenkurses durch Auswahl eines besonders günstigen Zeitpunktes für die Ankündigung einer Unternehmensstrukturmaßnahme durchaus gesehen. Er hat sich gleichwohl für die Festlegung eines für den Börsenkurs maßgeblichen Referenzzeitraums von 3 Monaten vor Ankündigung der Maßnahme entschieden, da die Rechte der Minderheitsaktionäre durch die „kapitalmarktrechtlich sanktionierten Informationspflichten (§ 15 WpHG)“ und die Bemessung der Abfindung nach dem Wert des Anteils am Unternehmenswert gewährleistet sei (Beschluss vom 19.10.2010, II ZB 18/09, juris Rdnr. 27). Der Referenzzeitraum ist lediglich dann entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitpunkt verstreicht (BGH, Beschluss vom 28.06.2011, II ZB 2/10, juris Rdnr. 8). Dies war vorliegend nicht der Fall. Nach dieser Rechtsprechung würde selbst eine bewusste Einflussnahme des Hauptaktionärs auf den Kursverlauf nicht zu einer Verschiebung des für die Bestimmung des Börsenwertes maßgeblichen Referenzzeitraums führen und hätte mithin nicht zur Folge, dass die Abfindung auf Basis eines für die Minderheitsaktionäre günstigeren Börsenkurses erfolgen müsste.

Im Übrigen steht vorliegend nicht fest, dass die Antragsgegnerin bewusst durch gezielte An- oder Verkäufe den Kursverlauf der D+S Aktien manipuliert hat. Im Gegenteil: Wie sich aus der von der Antragsgegnerin eingereichten Kursübersicht (Anl. AG 4, Bl. 1176 d.A.) ergibt, hat auch im vorgenannten Referenzzeitraum ein reger Börsenhandel mit schwankenden Kursen stattgefunden. Nach dem Kursverlauf gibt es, wie der sachverständige Prüfer bestätigt hat, keine Hinweise auf eine bewusste Kursmanipulation.

Eine Verletzung der Mitteilungspflichten der Antragsgegnerin gemäß § 11 Abs.1 S.2 WpÜG, etwa durch nicht wahrheitsgetreue Angaben über die bei Abgabe des Pflichtangebots tatsächlich schon bestehende Squeeze Out Absicht, wie sie die Antragsteller behaupten, hätte nicht zur Folge, dass zu Gunsten der Antragsteller das Übernahmeangebot von 13 € /Aktie auch als Mindestmaß der Entschädigung der

Abfindung zugrunde zu legen wäre. Eine Verletzung der kapitalmarktrechtlich festgelegten Informationspflichten, etwa durch unrichtige Angabe seiner Absichten über die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft (§ 11 Abs. 2 Ziff. 3 WpÜG), kann zwar nach § 12 WpÜG zu einer Schadensersatzpflicht gegenüber den von der Fehlinformation betroffenen Aktionären führen. Nach dem eindeutigen Wortlaut des § 12 Abs. 1 WpÜG stehen solchermaßen begründete Schadensersatzansprüche aber nur denjenigen Aktionären zu, die das Übernahmeangebot angenommen haben. Zwar sind die Aktionäre, die sich aufgrund unzutreffender Angaben über die künftige Ausrichtung der Geschäftstätigkeit gegen die Annahme des Übernahmeangebots und damit zum Verbleib in der Zielgesellschaft entscheiden haben, nicht weniger schutzwürdig als diejenigen, die das Angebot angenommen haben (vgl. Steinmeyer-Häger, WpÜG, § 12 Rdnr. 26). Auf Basis der eindeutigen gesetzlichen Regelung ist für eine Ausdehnung der Ersatzpflicht gemäß § 12 WpÜG aber kein Raum. Der Schaden, den der einzelne Aktionär infolge einer Desinformation über die Absichten des Bieters bzgl. der Zielgesellschaft erleidet, besteht zudem nicht zwingend in der Kursdifferenz zwischen Börsenwert und dem durch das Pflichtübernahmeangebot festgelegten Preis. So haben etwa die Aktionäre, die D+S Aktien erst nach dem Auslaufen des Übernahmeangebots zu den günstigeren Aktienkursen erworben haben, keinen Anspruch darauf, nachträglich an den besseren Konditionen des Pflichtangebots beteiligt zu werden.

Würde anstelle des Referenzzeitraums von 3 Monaten vor Ankündigung des Verlangens zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Kursverlauf im gesamten Jahr 2009 der Ermittlung des Börsenwertes zugrundegelegt, so ergäbe sich daraus bei überschlägiger Berechnung ein Wert je Aktie von ca. 10,50 €. Da der nach Ertragswertgesichtspunkten ermittelte Unternehmenswert kaum darunterliegt, zeigt sich, dass der Börsenkurs der D+S Aktien über längere Sicht sich nicht so weit vom „inneren“ Wert der D+S Aktien abgekoppelt hat, dass der Verkehrswert der Aktien zwingend aufgrund des Börsenwertes zu erfolgen hätte. Insoweit gilt in der Tat, dass die ausgeschiedenen Aktionäre gegenüber dem zwischenzeitlichen Kursverfall der Aktien im Referenzzeitraum durch die Errechnung des Wertes ihrer Beteiligung nach Ertragswertgesichtspunkten hinreichend geschützt sind.

Als Ausgangspunkt für die Prognose der zukünftig zu erzielenden Erträge in der Berechnung dient die von der Gesellschaft erstellte Gewinnplanung bzw. die mit deren Hilfe vom Wirtschaftsprüfer aufgestellte Ertragsplanung. Im Gutachten ist die auf Basis der geprüften Konzernabschlüsse der D+S AG für die Jahre 2006 bis 2008 ermittelte Ertragslage im Einzelnen dargestellt und erläutert (Rdnr. 117 ff.). Dabei ist für die drei – mit einer unterschiedlichen Ertragserwartung verbundenen – Geschäftsfelder „E-commerce & Fulfillment Services“, „Mobile & Telephony Services“ und „Customer Care Services“ nach Analyse und Beschreibung der Marktverhältnisse (Rdnr. 57 ff) jeweils eine eigenständige Ergebnisplanung (Rdnr. 170 ff) erstellt und darauf basierend das Konzernergebnis (Rdnr. 165 ff) entwickelt worden. Die Bewertungsarbeiten sind von der sachverständigen Prüferin begleitet und das Ergebnis für zutreffend erachtet worden. Die Antragsteller haben keine Umstände vorzutragen vermocht, die die Annahme rechtfertigen, dass die Planungsrechnungen der Gesellschaft zu Lasten der Minderaktionäre zu pessimistisch vorgenommen wurden. Nach den mündlichen Erläuterungen des sachverständigen Prüfers, der die Kammer in der Sache folgt, gab es keinen Anlass, die Ergebnisplanung nach oben zu korrigieren. Zwar bestand auch nach der Einschätzung des sachverständigen Prüfers das Problem, dass sich der Konzern durch den Zukauf von anderen Gesellschaften stark verändert hatte und so nur eine eingeschränkte Prognose der künftigen Erträge zuließ. Aus diesem Grund sei das (schlechte) Ergebnis des Geschäftsjahres 2006 zu Recht ausgeblendet worden. Auch habe es bis April 2009 keine mehrjährige Ertragsplanung der Gesellschaft gegeben, sondern es seien nur jährliche Planungen aufgestellt worden. Insoweit trifft zu, dass es sich bei den anlässlich des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre erstmals aufgestellten Planrechnungen um eine „anlassbezogene“ Ertragsplanung gehandelt hat, wie von Seiten mehrerer Antragsteller beanstandet wird. Daraus folgt aber nicht deren Untauglichkeit als Basis für die Schätzung des Unternehmenswertes. So hat der sachverständige Prüfer im Rahmen seiner Anhörung erläutert, dass seine Einschätzung realistischer Planungsannahmen auch aus rückwärtiger Sicht zutreffend sei. Dass die Planung zum Teil sogar als ambitioniert einzustufen sei, zeige sich an dem später tatsächlich zum Teil deutlich schlechter ausgefallenen Ergebnissen. Da die Antragsteller keine konkreten Umstände vorzutragen vermocht haben, warum die Ertragsplanung gleich-

wohl immer noch zu zurückhaltend gewesen sei, bestehen keine Bedenken die vorgelegten Planzahlen der Ertragswertberechnung zugrunde zu legen.

Die Kammer hat im Ergebnis auch keine Bedenken, bei der Schätzung des Unternehmenswertes die im Gutachten der angewandten und von der sachverständigen Prüferin bestätigten Kapitalisierungszinssätze zu Grunde zu legen. Der Basiszinssatz von 4,25 % vor und 3,13 % nach Steuern wurde entsprechend den Empfehlungen des IDW (S 1 2008, Rz. 117) aus den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten und einer Fortschreibungsannahme anhand der Zinsstrukturkurve ermittelt.

Auch die von Seiten der Wirtschaftsprüfer auf Basis der für den maßgeblichen Stichtag geltenden Vorgaben des IDW S 1 2008 angesetzte Risikozuschlag von 4,5 % nach Steuern ist nicht zu beanstanden. Wie das OLG Stuttgart (Beschluss vom 05.06.2013, 20 W 6/10) schon eingehend begründet hat, bestehen keine Bedenken, für Bewertungsanlässe nach Inkrafttreten der steuerrechtlichen Änderungen, die Anlass zur Überarbeitung des IDW S1 in der Fassung von 2008 waren, der gerichtlichen Schätzung die unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf 4,5 % nach Steuern angepasste Marktrisikoprämie zu Grunde zu legen. Dieser Wert liegt innerhalb der Bandbreite des Vorschlags des FAUB, der nach Einführung der Abgeltungssteuer durch die Unternehmensteuerreform eine Marktrisikoprämie von 4,5 % bis 5,5 % vor Steuern und 4 % bis 5 % nach Steuern für sachgerecht hält (IDW-Fachnachrichten 12/2009, S. 697; zur Begründung vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung des FAUB, Seite 3; Wagner/Sauer/Willershausen, Wpg 2008, 731, 740).

Zwar steht die Kammer der Ermittlung des Risikozuschlags anhand des Tax-Capital-Asset-Pricing-Modell (Tax-CAPM), die seit 2005 der Empfehlung des IDW entspricht, skeptisch gegenüber. Danach ermittelt sich der Risikozuschlag aus dem Produkt der Marktrisikoprämie, die erwartungsgemäß erzielt wird, wenn statt in risikolosen Wertpapieren in ein aus riskanten Papieren bestehendes Marktportfolio investiert wird und dem unternehmensindividuellen Beta-Faktor, der die Fluktuation des Risikos in einem Unternehmen im Verhältnis zum Gesamtmarkt riskanter Papiere ausdrückt. Das Gericht hält in Übereinstimmung mit dem OLG München (31 Wx

88/06, juris Rdnr. 31 ff.) das CAPM Verfahren, insbesondere aber das darauf basierende Tax-CAPM, das zusätzlich die unterschiedliche Besteuerung von Zinsen, Dividenden und Kursgewinnen zu berücksichtigen sucht, für methodisch unausgereift und damit für die im Rahmen der Unternehmensbewertung anzustellende Schätzung gemäß § 287 ZPO nicht uneingeschränkt für geeignet. Wie das OLG München schon zutreffend ausgeführt ist, täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlags darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird. Bereits für die Marktrisikoprämie gelangen die zahlreich vorhandenen Studien zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Diese hängen – abgesehen von dem untersuchten Wirtschaftsraum – nicht nur davon ab, welcher Zeitraum für den Renditevergleich gewählt und auf welche Art der Mittelwert gebildet wird. Die beträchtliche Streubreite der ermittelten Marktrisikoprämien beruht insbesondere darauf, dass die Bestimmung der historischen Marktrisikoprämie eine Vielzahl von Annahmen von der Feststellung des Untersuchungszeitraums über die Bestimmung der Datenquellen für die Ermittlung der unterschiedlichen Renditen bis hin zur Art und Weise der Mittelwertbildung erfordert (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/ Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1017; Stilz, in: Festschrift für Goette, 2011, S. 529, 533). Auch bei dem Betafaktor erscheint keineswegs gesichert, dass der Beta – Faktor als Maßstab für die individuelle Risikoeinschätzung der Anlage wirklich geeignet ist. Bei dem Beta – Faktor handelt es sich nicht um einen empirisch feststellbaren Vergangenheitswert, sondern nur einen durch Schätzung zu ermittelnden Zukunftswert, der entweder auf Basis des historischen Verlaufs der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bestimmt wird, oder aber – wie vorliegend – aus dem Durchschnitt der Beta Faktoren (vermeintlich) vergleichbarer Unternehmen einer Peer Group errechnet werden kann. Wenn wie vorliegend die Ableitung des Betafaktors aus eigenen Börsenkursen des Unternehmens nicht möglich ist, weil sich die Kursentwicklung der Aktien infolge der Veröffentlichung der Vorbereitung des Übernahmeangebots von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelt haben und daher als Maß für die individuelle Risikoeinschätzung des Unternehmens nicht taugt, existiert insofern kein aufgrund individueller Unternehmensdaten gewonnenes Maß für die Risikoeinschätzung. Die stattdessen vorgenommene Ermittlung des Betafaktors auf Grundla-

ge der Daten von Vergleichsunternehmen erscheint schon deswegen höchst unsicher, weil die tatsächlich bestehende Vergleichbarkeit der für die Wertbildung bzw. die Risikoeinschätzung maßgeblichen Faktoren nicht nachvollziehbar ist. Im besonderen Maße gilt dies dann, wenn wie bei der D+S AG verschiedene Geschäftsbereiche mit unterschiedlichen Ertragswartungen und Risiken bestehen.

Gleichwohl kann der von [] ermittelte und der sachverständigen Prüferin bestätigte Risikofaktor von ca. 1,0 der gerichtlichen Schätzung zu Grunde gelegt werden. Ein Betafaktor zwischen 0,99 und 1,07 bedeutet, dass es sich bei der D+S AG insgesamt um ein Unternehmen handelt, das hinsichtlich seiner Risikostruktur durchschnittlichen Maßstäben entspricht. Angesichts der Zugehörigkeit der D+S AG zur „new economy“, den unterschiedlichen Geschäftsbereichen, dem Fehlen einer „gewachsenen“ Struktur in einem eingeführten geschäftlichen Umfeld und der durch zahlreiche Aufkäufe von Gesellschaften geprägten Unternehmensstruktur handelt es bei der vorgenommenen Einschätzung der D+S AG als Unternehmen mit durchschnittlichem Ertragsrisiko jedenfalls eine für die Minderheitsaktionäre eher günstige Einstufung.

Der danach für die Berechnung verwandte Risikozuschlag von 4,5 % ist auch nach § 203 BewG, der zum 01.01.2009 in Kraft getreten ist und für die steuerliche Bewertung des Ertragswertes von Unternehmen gilt, als Maßstab für den zu bildenden Kapitalisierungszinssatz eingeführt worden. Im sogenannten vereinfachten Ertragswertverfahren setzt sich gemäß § 203 Abs. 1 BewG der Kapitalisierungszins aus dem Basiszinssatz (ermittelt nach der langfristig erzielbaren Rendite öffentlicher Anleihen anhand von Zinsstrukturdaten) und einem „Zuschlag“ von 4,5 % zusammen. Da die Vorschrift, auch wenn sie nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt, die Wertung des Gesetzgebers zeigt, dass ein solcher Zuschlag im Regelfall als geeignet angesehen werden kann, kann eine „Markrisikoprämie“ in dieser Höhe auch bei der Ertragswertberechnung im Spruchverfahren in Ansatz gebracht werden (so schon: OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014 – 31 Wx 211/13, juris Rdnr. 21).

Der von der sachverständigen Prüferin bestätigte Wachstumsabschlag für die ewige Rente in Höhe von 2,1 % ist der Höhe nach ebenfalls nicht zu beanstanden. Die

Vornahme eines Abschlags zur Berücksichtigung des Wachstums im Zeitraum der ewigen Rente ist allgemein anerkannt und entspricht den Empfehlungen des IDW S 1 2008 (Rz. 94 ff.). Das Bewertungsgutachten sowie die detaillierte Auseinandersetzung der sachverständigen Prüferin (S. 48 ff. des Prüfberichts) mit dieser Annahme bieten eine hinreichende Grundlage dafür, dass der Wachstumsabschlag von 2,1 % zutreffend ermittelt worden ist. Ein Abschlag von 2,1 % ist, wie der Rechtsprechung zu entnehmen ist, zum Vorteil der Minderheitsaktionäre eher hoch angesetzt (1 % **angemessen**: OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014 – 31 Wx 211/13, juris Rdnr. 26; 1,5 % **angemessen**: OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, juris Rdnr. 140 ff.).

Die Kammer hält es deswegen im Ergebnis für gerechtfertigt, den Barwert der zukünftigen Ertragsüberschüsse (nach Steuern) mit den im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht festgelegten Kapitalisierungszinssätzen abzuzinsen.

Die im Bewertungsgutachten angestellten, und von der sachverständigen Prüferin angestellten Ausschüttungs- und Thesaurierungsannahmen der zu erwartenden Überschüsse unterliegen ebenfalls keiner Beanstandung. Dies gilt insoweit, wie die im Detailplanungszeitraum zu erwartende Gewinne vollständig thesauriert worden sind, da dies dem konkreten Unternehmenskonzept der D+S AG entsprochen hat. Aufgrund der geplanten konkreten Verwendung der Überschüsse ist eine Zurechnung der Gewinnanteile an die Anteilseigner kein Raum (Prüfbericht S. 24).

Es entspricht den Empfehlungen des IDW in der Phase der ewigen Rente das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zu dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage zu planen (IDW S 1 2008 Tz. 37). Am Kapitalmarkt werden Ausschüttungsquoten zwischen 40 % bis 60 % beobachtet (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 – juris Rdnr. 111 m.w.N.). Die Annahme einer Ausschüttung in Höhe von 40 % für die Phase der ewigen Rente bewegt sich in diesem Rahmen. Die Versteuerung der den Anteilseignern insoweit unmittelbar zugerechneten Wertbeiträge aus der Thesaurierung ist im Gutachten mit dem hälftigen Steuersatz der Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag, d.h. 13,1875 %, vorgenommen. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe entspricht ebenfalls dem von der zitierten Rechtsprechung gebilligten

Vorgehen. (vgl. nur OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013, 20 W 6/10, juris Rz. 187).

Die Berechnung des Ertragswertes auf Basis geschätzter Thesaurierungsannahmen gereicht den ausgeschlossenen Aktionären nicht zum Nachteil gegenüber einer Berechnung auf Basis der „Vollausschüttungshypothese“. Diese führt zu einem geringfügig niedrigeren Unternehmenswert.

Auch hinsichtlich der für das nicht als betriebsnotwendig eingestufte Vermögen angesetzten Werte von insgesamt T€ 6.400 bestehen keine Bedenken gegen den Ansatz in dem Bewertungsgutachten.

Aus dem zutreffend errechneten Unternehmenswert von 403,2 Millionen € errechnet sich die von der Antragsgegnerin angebotene Barabfindung von € 9,87 je Aktie.

Die Kostenentscheidung folgt aus § 15 Abs. 2 S. 1 SpruchG. Auch wenn das Begehren der Antragsteller im Ergebnis keinen Erfolg gehabt hat, entsprach es nicht der Billigkeit ihnen die Gerichtskosten aufzuerlegen. Die Anträge waren nicht mutwillig und sowohl im Hinblick auf die Berücksichtigung der niedrigen Aktienkurse im Referenzzeitraum wie auch die zahlreichen fraglichen Bewertungsannahmen, die der Ertragswertberechnung anhaften, nicht von vornherein aussichtslos. Es erschien daher angemessen, es bei dem „Regelfall“ zu belassen, wonach die Antragsgegnerin die Verfahrenskosten, wie auch die Kosten des gemeinsamen Vertreters (§ 6 SpruchG) zu tragen hat. Angesichts der Erfolglosigkeit der Anträge entsprach es allerdings auch nicht der Billigkeit, der Antragsgegnerin gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen.

Die Streitwertfestsetzung auf den Mindestwert von € 200.000,-- beruht auf § 15 Abs. 1 SpruchG.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **Beschwerde** statt.

Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem

Landgericht Hamburg

Siebekingplatz 1

20355 Hamburg

einzu legen.

Die Beschwerde kann nur durch eine von einem Rechtsanwalt eingereichte Beschwerdeschrift eingelegt werden (§ 12 SpruchG).