

Ausfertigung

Geschäftsnummer:
32 O 116/08 KfH AktG

19. Oktober 2010



Landgericht Stuttgart
32. Kammer für Handelssachen
Beschluss

In dem Spruchverfahren

g e g e n

wegen Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304 ff. AktG

hat die 32. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart
unter Mitwirkung von

Vors. Richter am Landgericht

Handelsrichter

Handelsrichter

b e s c h l o s s e n :

- | | | | |
|---|-----------|------------|---------------|
| 1. Die Anträge der Antragsteller Ziffer 2 | Ziffer 3 | , Ziffer 4 | |
| Ziffer 5 | Ziffer 7 | Ziffer 27 | Ziffer 28 |
| Ziffer 29 | Ziffer 37 | Ziffer 38 | Ziffer 39 |
| | | Ziffer 42 | Ziffer 56 |
| | | Ziffer 57 | und Ziffer 58 |

werden

verworfen.

2. Die Anträge der Antragsteller Ziffer 1, Ziffer, 6, Ziffer 8 bis 26, Ziffer 30 bis 36, Ziffer 40, Ziffer 41, Ziffer 43 bis 55 und Ziffer 59 (Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre) werden

zurückgewiesen.

3. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten.

Im Übrigen tragen die Antragsteller Ziffer 1 bis 58 und die Antragsgegnerin ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

Die Antragsgegnerin trägt die Auslagen und die Vergütung des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre.

5. Der Geschäftswert wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller verlangen im Spruchverfahren die gerichtliche Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs und einer angemessenen Barabfindung wegen des Abschlusses eines Beherrschungsvertrags der Antragsgegnerin als herrschender Gesellschaft mit der TDS Informationstechnologie AG, Neckarsulm, als abhängige Gesellschaft (§ 291 Abs. 1 AktG).

Die TDS AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Neckarsulm. Zusammen mit deren Tochterunternehmen („TDS-Gruppe“), insbesondere bestehend aus der TDS HR Services & Solutions GmbH und TDS IT Consulting GmbH (jeweils Sitz in Neckarsulm), erbringt sie Dienstleistungen und Entwicklungen im Bereich der Informationstechnologie. Zum Unternehmensgegenstand der TDS AG gehört auch das Halten und Verwalten von Beteiligungen an Unternehmen, die ebenfalls maßgeblich in diesem Bereich tätig sind. Die TDS-Gruppe ist in drei operativen Geschäftsbereichen tätig: IT Outsourcing, HR Services & Solutions und IT Consulting. Die TDS AG konzentriert ihre Tätigkeit auf Deutschland, Österreich und die Schweiz, insbesondere für mittlere und große Unternehmen. Für den Zeitraum Januar bis September 2007 wies die TDS AG folgende Kundenstruktur auf: Zirka 35 % des Umsatzes tätigt die TDS AG mit den 20 größten Kunden. Die Kunden in den Segmenten IT Outsourcing und IT Consulting sind aus allen Branchen breit gestreut, während im Segment HR Services & Solutions Kunden aus dem öffentlichen und sozialen Sektor überwiegen.

Die AG ging aus einer im Januar 1975 in Neckarsulm gegründeten Teledata Gesellschaft für Datenverarbeitung mbH nach Formumwandlung in eine AG, diese im Handelsregister eingetragen am 04.06.1998, hervor. In der Folgezeit übernahm die Atlantic General Partners L. P. die Anteilsmehrheit (76,2 % des Grundkapitals). Im Januar 2007 erwarb die Antragsgegnerin die Aktien der TDS AG von der Atlantic General Partners und unterbreitete am 26.02.2007 ein öffentliches Angebot zur Übernahme aller Aktien der TDS AG gegen Zahlung von 2,80 € je Aktie. Die Antragsgegnerin ist eine Gesellschaft des globalen Konzerns, der weltweit drittgrößte Anbieter von IT- und Kommunikationsdienstleistungen. Die Obergesellschaft des Konzerns, die hat ihren Sitz in Tokio, Japan. Zuständig für den Bereich der IT-Dienstleistungen in der Region Europa, Naher Osten und Afrika ist die eine Aktiengesellschaft nach englischem Recht, die direkt und indirekt vollständig von der gehalten wird. Die Antragsgegnerin, die ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung ebenfalls nach englischem Recht. Ihr Gesellschaftszweck ist die Tätigkeit als Zwischenholdinggesellschaft für die Gesellschaften der -Gruppe außerhalb Großbritanniens. Die Antragsgegnerin ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Die Antragsgegnerin wurde am 21.11.2003 als

gegründet und in der Folgezeit, wie derzeit der Fall, umbenannt. Sie hat ihren Sitz in London/Großbritannien.

Im Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungsvertrags (11.01.2008) betrug das Grundkapital der TDS AG 29.296.116 € und wurde in der Folgezeit durch Ausgabe von Bezugsaktien aus der Ausübung von Optionsrechten aus einem Aktienoptionsplan 2002/2004 erhöht auf 29.368.616 €, eingeteilt in eine gleiche Anzahl auf den Inhaber lautende Stammaktien (Stückaktien). 17,51 % des Grundkapitals (5 130 995 Stückaktien) befinden sich im Streubesitz. Der Konzernumsatz der TDS AG betrug am 31.12.2006 91,8 Mio. € mit einem Gewinn von 5,56 Mio. €. Der Gewinn vor Steuern im Rumpfgeschäftsjahr Januar bis März 2008 betrug 1,68 Mio. €.

Aufgrund eines Berichts des Vorstand der TDS AG (§ 293 a AktG) stimmte die Hauptversammlung der AG am 29.02.2008 mit 99,482 % der Stimmen dem Beherrschungsvertrag zu. Die jährliche Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG betrug brutto 0,30 € und netto 0,26 €. Das Abfindungsangebot gemäß § 305 AktG wurde auf 3,13 € je Stückaktie festgesetzt. Grundlage der Ausgleichszahlungen und der Barabfindung war eine von der

im Auftrag der TDS AG durchgeführte Unternehmensbewertung vom 09.01.2008, die Eingang in den Bericht des Vorstands der TDS AG fand. Die

erstellte am 10. Januar 2008 aufgrund eines Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 20.11.2007 den Prüfungsbericht.

Der Beherrschungsvertrag wurde am 02.06.2008 ins Handelsregister der TDS eingetragen. Die Veröffentlichung der Handelsregistereintragung im elektronischen Bundesanzeiger erfolgte am 09.06.2008.

Die Aktien der TDS AG werden im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse und im Freiverkehr der Börsen im Berlin/Bremen, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart gehandelt, wobei 21.714.326 € der TDS-Aktien gegenwärtig zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen sind. Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs in den drei Monaten vor der ad-hoc-Mitteilung der TDS AG vom 24.10.2007 betrug 2,82 € je Aktie.

Die Antragsteller, Aktionäre der TDS AG, tragen vor:

Der Ausgleich in Höhe von brutto 0,30 € sowie der Barabfindungsbetrag von 3,13 € je Aktie seien unangemessen niedrig. Der Unternehmensbewertung seien zu pessimistische Planzahlen zugrunde gelegt worden, wobei bereits eine ordnungsgemäße Vergangenheitsanalyse im Hinblick auf früheres Investitionsverhalten, Entwicklungsaufwand und Wachstum fehle. Die Planung sei zu konservativ im Hinblick auf die dynamischen Geschäftsbereiche „IT-Outsourcing“, „HR Services“ und „IT-Consulting“. Zudem sei der Osteuropamarkt nur wenig beachtet worden. Die geplante Steigerung der Betriebs- und Verwaltungskosten vor allen im Bereich „Outsourcing“ bei Berücksichtigung eines zu niedrigen Wachstums im Vergleich zum Allgemeinmarkt sei zu hoch angesetzt worden, ebenso die Personalaufwandsquote im Bereich HR Services. Zudem sei der Planungszeitraum von drei Jahren zu kurz bemessen. Die zu pessimistische Planung zeige sich auch bereits darin, dass im Rumpfgeschäftsjahr 01.01.2008 bis 31.03.2008 der Umsatzanstieg die Planung um 7,4 % übertroffen habe. Das nichtbetriebsnotwendige Vermögen sei unklar und Synergieeffekte nicht genügend beachtet worden, ebenso wenig ein immaterieller Markenwert. Auch sei die nachhaltige Ausschüttungsquote zu hoch angesetzt worden. Ebenso fehle eine Liquidations- und Substanzwertermittlung. Im Übrigen rügen die Antragsteller bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes die Zugrundelegung eines zu hohen Basiszinses von 4,75 %, eine zu hohe Marktrisikoprämie von 4,5 %, einen zu hohen Beta-Faktor von 0,8, der aus einer nicht passenden Peer-Group abgeleitet worden sei sowie den Ansatz eines zu geringen Wachstumsabschlages von 1,5 %.

Insgesamt sei die Bewertung in der gutachterlichen Stellungnahme sowie im Prüfgutachten unzureichend und der Unternehmensvertrag leide auch an dem grundsätzlichen Fehler des fehlenden Berichts der Antragsgegnerin als an dem Unternehmensvertrag beteiligte Gesellschaft im Sinne des § 293 a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Im Übrigen wird auf den Inhalt sämtlicher Schriftsätze aller Antragsteller verwiesen.

Die Antragsgegnerin rügt die Zulässigkeit vieler Anträge, vor allem im Hinblick auf die fehlende Darlegung der Antragsberechtigung und fehlende konkrete Einwendungen gegen den ermittelten Unternehmenswert, der im Übrigen korrekt und zutreffend ermittelt

worden sei, ebenso wie die daraus abgeleitete Höhe der Ausgleichszahlung und der Barabfindung.

Zum Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre wurde bestellt.

Mit Beschluss vom 20.01.2010 ordnete das Landgericht die Anhörung der Sachverständigen Prüfer, zur ergänzenden Erläuterung ihres schriftlichen Berichts über die Prüfung des Beherrschungsvertrages an.

II.

1. Zulässigkeit der Anträge:

Deutsche Gerichte und damit deutsches Spruchverfahrensrecht sind auch für die englische Antragsgegnerin international zuständig gem. § 2 Spruchgesetz i.V.m. § 291 deutsches AktG, der auch deutsches materielles Recht zur Anwendung bringt (Drescher in Spindler/Stilz, Komm. zum SpuchG, § 2 Rn. 7).

Die Anträge der Antragsteller Ziffer 2
, Ziffer 5
Ziffer 29
Ziffer 7
Ziffer 37
Ziffer 3
Ziffer 27
Ziffer 38
Ziffer 42
Ziffer 57
und Ziffer 58
Ziffer 4
Ziffer 28
Ziffer 39
Ziffer 56

sind unzulässig, denn bei dem Bestreiten der Antragsgegnerin wurde die Aktionärsstellung nicht stichtagsbezogen zum Zeitpunkt der jeweiligen Antragstellung durch Urkunden nachgewiesen (§ 3 Abs. 2 Spruchgesetz). Teilweise fehlte insoweit die fristgerechte (§ 4 Abs. 2, Abs. 2 Spruchgesetz) Darlegung der Aktionärsstellung zum Zeitpunkt des gerichtlichen Eingangs des Antrags, teilweise bezog sich die nachgereichte Bestätigung auf einen falschen Zeitpunkt, teilweise wurde die Antragsberechtigung durch unzureichende Urkunden (Eintrittskarten) oder nicht für jeden Fall bestandsfähige Sperrvermerke der Banken nachgewiesen.

Die Anträge der Antragsteller Ziffer 1, Ziffer 6 bis 26, Ziffer 30 bis 36, Ziffer 40 und 41, Ziffer 43 bis 55 sind zulässig. Diese Antragsteller haben ihre Anträge innerhalb der 3-Monats-Frist des § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 Spruchgesetz eingereicht, mit hinreichend konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Höhe von Ausgleich und Abfindung begründet (§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Spruchgesetz) und jeweils ihre Antragsberechtigung nachgewiesen (§ 3 Satz 1 Nr. 1, Satz 2, § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 Spruchgesetz).

2. Die Anträge sind in der Sache jedoch nicht begründet.

Bei dem vorliegenden Spruchverfahren greift deutsches materielles Recht, d.h. deutsches Aktienrecht, Platz, auch wenn im Hinblick auf die Antragsgegnerin, einer englischen Limited, Auslandsberührung besteht. Denn die Vorschriften der §§ 293 ff deutsches AktG bezwecken den Schutz der antragstellenden außenstehenden Aktionäre der deutschen TDS AG als abhängiger Gesellschaft i.S.d. § 291 AktG (Veil in Spindler/Stilz, Komm. zum AktG, vor § 291, Rn. 47). Der Schutz der Gesellschafter der englischen Antragsgegnerin unterliegt nicht deutschem (Aktien-)Recht, sondern entsprechend dem Personalstatut der Antragsgegnerin englischem (Gründungs-)Recht. Damit findet § 293 deutsches AktG auf die Antragsgegnerin keine Anwendung (Veil, a.a.O.). Nach deutschem materiellem Recht ist deshalb nicht zu prüfen, ob auch die „Hauptversammlung“ der englischen Antragsgegnerin dem Beherrschungsvertrag zugestimmt hat. Daraus folgt weiter, dass vorliegend die Erstellung auch nur eines Berichts durch den Vorstand der TDS AG gem. § 293 a I AktG, wie geschehen, genügt. Ob § 293 a I AktG sich auch an eine GmbH als Obergesellschaft i.S.d. § 291 AktG richtet, kann daher dahinstehen. Der fehlende „Vorstandsbericht der Antragsgegnerin steht deshalb einer ordnungsgemäßen Berichterstattung nicht entgegen.

Barabfindung gemäß § 305 AktG:

Die Höhe der Barabfindung, wie sie im Beherrschungsvertrag zwischen der TDS AG und der Antragsgegnerin mit 3,13 € je Aktie festgelegt worden ist, entspricht nach

Überzeugung des Kammer den Verhältnissen der TDS AG bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) vom 29.02.2008 (§ 305 Abs. 3 Satz 2 AktG). Angemessen ist danach eine Barabfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung verschafft im Hinblick auf den Wert seiner Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen. Zu ermitteln ist der so genannte „Grenzpreis“, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

Insbesondere aufgrund der im Termin vom 21.04.2010 vor der Kammer erfolgten überzeugenden mündlichen ergänzenden Erläuterungen der sachverständigen Prüfer

steht für das Gericht fest, dass die Unternehmensbewertung der

vom 09.01.2008, die Grundlage für die im Beherrschungsvertrag vom 11.01.2008 festgesetzte Höhe der Barabfindung war, unter Anwendung richtiger Bewertungsmethoden den Wert der TSD AG und damit den Beteiligungswert der ausscheidenden Antragsteller als Aktionäre auch unter Beachtung des Börsenkurses der Aktien der TDS AG korrekt ermittelt hatte.

Sowohl vom Bewertungsgutachten als auch von den sachverständigen Prüfern wurde der Ermittlung des Unternehmenswerts die Ertragswertmethode zugrunde gelegt. Dies entspricht der Praxis der Gerichte, wonach sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens richtet, ergänzt durch eine besondere Bewertung des nichtbetriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert anzusetzen ist. Der Ertragswert eines Unternehmens ist damit der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolg abgeleitet werden, gewonnen wird. Bei der Bewertung des Unternehmens ist jedoch zu beachten, dass kein mathematischer Faktor oder „wahrer“ Wert zum Stichtag festgestellt werden kann. Vielmehr handelt es sich bei den in die Zukunft gerichteten Planrechnungen des Unternehmens um Zukunftsprognosen, die zwangsläufig unsicher sind. Deshalb sind bei der Erstellung von Planrechnungen regelmäßig zum Teil erhebliche Spielräume gegeben, die zu Bandbreiten möglicher Planungsansätze führen. Aussagen über unternehmerische

Planungsrechnungen können daher nicht in die Kategorien von „richtig“ oder „falsch“ eingeordnet werden, sondern nur in die Kategorien „plausibel“ oder „nicht plausibel“. „Plausibel“ ist eine Planungsrechnung jedoch dann, wenn sie ein in sich schlüssiges, widerspruchsfreies Rechenwerk darstellt und die zugrunde gelegten Planungsprämissen innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegen. Das Gericht hat sodann unter Beachtung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 ZPO zu bestimmen.

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswert der TDS AG im Rahmen der vom Gericht vorzunehmenden Tatsachenfeststellung muss grundsätzlich die von dem Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose ihrer Zukunftserträge sein, die jedoch nur eingeschränkt überprüfbar sind. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist nämlich in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen müssen auf zutreffenden Informationen beruhen und sind auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung auf einer solchen Grundlage vernünftigerweise annahmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden.

Die mündliche Anhörung der sachverständigen Prüfer durch die Kammer und deren ergänzende Ausführungen vom 24.04.2010 ergaben, dass das Bewertungsgutachten den Unternehmenswert zum 29.02.2008 (Stichtag) in Höhe von 91.385.000 € korrekt anhand betriebswirtschaftlich anerkannter Methoden ermittelt hat, wobei Grundlage die Planungsrechnungen des Unternehmens waren, die ihrerseits auf Prämissen beruhten, die innerhalb angemessener Bandbreiten lagen. Eine Tendenz zu unangemessen niedrigen Planansätzen zu Lasten der Antragsteller war nicht zu erkennen. Deshalb bedurfte die Unternehmensbewertung der TDS AG vorliegend keiner ergänzenden Begutachtung durch einen gerichtlichen Sachverständigen.

Dies ergibt sich im Einzelnen aus folgenden Erwägungen:

- a) Der Bewertungsgutachter hat das der Unternehmensbewertung in der Literatur und Rechtsprechung vorherrschende Ertragswertverfahren zugrunde gelegt. Ein Methodenfehler durch Verzicht auf die Ermittlung des so genannten Liquidationswertes der TDS AG ist nicht gegeben. Der Bewertungsgutachter ging zu Recht davon aus, dass nach allgemeinen Bewertungsgrundsätzen der Liquidationswert eines Unternehmens dann zu ermitteln ist, wenn der Barwert der Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei der Annahme der Unternehmensfortführung überschreitet und seitens der Unternehmensführung die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind. Anhaltspunkte hierfür lagen jedoch nicht vor. So beabsichtigte die Unternehmensleitung keine Liquidation und eine schlechte Ergebnislage als Indiz und Anlass für eine Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen der Liquidation bestand nicht.
- b) Vergangenheitsanalysen, Vergangenheitsbereinigung:

Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wird die erwiesene Ertragskraft gewürdigt. Hierbei werden die bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens analysiert. Dies schafft die Voraussetzungen für die Schätzung zukünftiger Entwicklungen und die Vornahme von Plausibilitätsbeurteilungen. Zielsetzung der Bereinigung der Vergangenheit und der Erfolgsrechnung ist die Ermittlung von vergleichbaren, dem normalen Geschäftslauf entsprechenden Ergebnissen als Ausgangsbasis für die Ermittlung der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft. Damit werden in der Vergangenheit gegebene, aber in der Zukunft nicht mehr oder nur verändert wirkende Einflüsse angepasst.

Vorliegend ergaben sich weder Anhaltspunkte für eine unzureichende Vergangenheitsanalyse noch solche für eventuell falsche Bereinigungen in der Vergangenheit.

Der Bewertungsgutachter legte auf Seite 15 ff. detailliert dar, dass er für die Jahre 2005 und 2006 die langfristigen Vermögenswerte, die Geschäfts- und Firmenwerte, die immateriellen Vermögenswerte, die Sachanlagen, die Finanzim-

mobilien, die kurzfristigen Vermögenswerte, die Eigenkapitalquote und die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten im Einzelnen überprüft hatte. Zu den Entwicklungen in diesen Bereichen nahm er detailliert Stellung. Der in der mündlichen Verhandlung vor der Kammer angehörte sachverständige Prüfer,

fürhte hierzu ergänzend aus, dass Ausgangspunkt der Vergangenheitsanalyse die vorgelegten Jahresabschlüsse und die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2005 bis 2007 waren. Für 2007 habe noch kein geprüfter Abschluss vorgelegen, sondern lediglich so genannte Forecast-Rechnungen. Diese Unterlagen seien auch von ihm auf außerordentliche oder periodenfremde Erträge bzw. Aufwendungen untersucht worden, die ggf. zu Bereinigungen hätten führen können. Hierbei sei festgestellt worden, dass Bereinigungspositionen im Aufwandsbereich gegeben waren, nämlich Aufwendungen im Zusammenhang mit der Bildung von Rückstellungen (1.541.000 € im Jahr 2006) sowie integrationsbedingte Aufwendungen im zusammen mit dem Erwerb von Beteiligungen (444.000 €) sowie Restrukturierungsmaßnahmen im Personalbereich (956.000 €). Insbesondere führte der sachverständige Prüfer aus, dass es sich bei der Position „Zuführungen und Zurückstellungen“ in Höhe von 1.541 € um nicht beanspruchte Rückstellungen gehandelt habe. Wurden jedoch, wie der sachverständige Prüfer in Übereinstimmung mit dem Bewertungsgutachter darlegt, in der Vergangenheit zu hohe Rückstellungen getätigt, sind diese im Wege der Bereinigung der Vergangenheitsanalyse für die Zukunft aufzulösen, wie dies vorliegend korrekt der Fall war (für die Hochrechnung des Jahres 2007 wurden die aufgelösten Rückstellungen bei den Ertragspositionen eingestellt [vgl. Seite 21 des Bewertungsgutachters]).

Anhaltspunkte für fehlerhafte Bereinigungen im Aufwandsbereich, insbesondere beim reorganisationsbedingten Personalaufwand und den integrationsbedingten Aufwendungen hat die Kammer nicht.

Auch die Bereinigungen im Ertragsbereich sind plausibel. Der Ertrag aus Weiterbelastungen/Verkäufen im Immobilienbereich in Höhe von 813.000 € resultierte aus der Veräußerung einer betrieblichen Immobilie in einem Sale- und Leaseback-Geschäft (vgl. Darlegung des Wirtschaftsprüfers im Termin vom 21.04.2010, Seite 4). führte weiter überzeugend aus, dass die

Positionen „Zuschreibung Immobilien“ im Jahr 2006 im Ertragsbereich in Höhe von 292.000 € aus einer Änderung der Verkehrswertbetrachtung der Immobilie resultierte. Aus vorgelegten Sachverständigengutachten zu den Verkehrswerten ergab sich bei dieser Immobilie die Höhe des Zuschreibungsbetrags. Auch hier hat der sachverständige Prüfer plausibel den Grund für die Bereinigung dargelegt.

Insgesamt ergeben sich für die Kammer daher keinerlei Anhaltspunkte für eine nicht ordnungsgemäße Vergangenheitsanalyse des Bewertungsgutachters.

c) Unternehmensplanung:

Die Detailplanungsphase I umfasst den Zeitraum 01.01.2008 bis 31.03.2011. Anschließend (01.04.2011) beginnt die Planungsphase II (ewige Rente). Der über dreijährige Zeitraum der Detailplanungsphase I hält sich im üblichen Rahmen von Unternehmensbewertungen, der eine sachgemäße Beurteilung ermöglicht. Bei seiner mündlichen Anhörung erklärte weiter, dass Ausgangspunkt für die Überprüfung der Planung des Unternehmens sowohl für die sachverständigen Prüfer als auch für den Bewertungsgutachter die vorgelegte Planungsrechnung des Vorstands war. Schwerpunkt der Untersuchung war die Plausibilisierung der Planungsrechnung sowie die Nachvollziehbarkeit der Planannahmen sowie die Prüfung der internen Konsistenz der Planungsrechnung auf widerspruchsfreie Annahmen des Vorstands. Intensiv habe man sich hierbei mit dem Planungsprozess insbesondere mit der Planungsmethode der TDS auseinandergesetzt. Nach intensiven Gesprächen mit den Geschäftsbereichsverantwortlichen und Controllern sowie den Vorständen konnte der Sachverständige die Planannahmen zum Umsatz- und Ergebnisplan verifizieren und nachvollziehen. Sodann seien Branchenstudien herangezogen worden, um die Wachstumsüberlegung des Vorstands zu plausibilisieren. Ein dritter Schritt habe dann die Prüfung der internen Konsistenz aufgrund vorliegender Geschäftsbereichsplanungen betroffen, die konsolidiert werden mussten durch Eliminierung der zwischen den Geschäftsbereichen bestehenden Liefer- und Leistungsbeziehungen. Anschließend erfolgte eine rechnerische Überprüfung. Auf der Grundlage dieser Untersuchungen und der Branchenstudien ist der

sachverständige Prüfer insgesamt zur Einschätzung der Planung des Vorstands als plausibel, aber sehr ambitioniert gelangt.

Soweit der Bewertungsgutachter in den Teilgeschäftsbereichen „IT Consulting“ und „HR Services & Solutions“ der AG die Umsatzkosten bei der Position „sonstige Kosten“ verringert hat und insoweit ebenso wie bei dem im Verhältnis zur Planung des Vorstands zusätzlich angesetzten Aufwendungen für die Akquisitionsunterstützung von Neukunden von der Planung des Vorstandes abgewichen ist, ist dies nicht zu beanstanden. Zwar ist die in die Zukunft gerichtete Planung in erster Linie das Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der Geschäftsführung. Diese unternehmerische Entscheidung ist grundsätzlich nur dahin überprüfbar, ob sie auf zutreffenden Informationen beruht und auf realistischen Annahmen aufbaut bei gleichzeitiger Widerspruchsfreiheit. Der Bewertungsgutachter führte jedoch auf Seite 28 seines Gutachtens aus, dass er letztlich im Einvernehmen mit dem Vorstand diese Plananpassung vorgenommen hat, weil die prozentuale und absolute Entwicklung dieser Aufwandsposition von einer zu optimistischen Einschätzung der Fixkostendegression ausgegangen war und nicht im Einklang mit der langjährigen Entwicklung der betreffenden Aufwandsquote stand. Damit basierte jedoch die unternehmerische Entscheidung der Vorstandsplanung nicht auf realistischen Annahmen und war daher nicht widerspruchsfrei. Gleiches gilt für die den „Zentralbereich“ (weiterer Teilbereich der AG) betreffenden zusätzlichen Aufwendungen für die Akquisitionsunterstützung von Neukunden.

erläuterte dies überzeugend bei seiner Anhörung: Bei dieser Diskussion zwischen Vorstand, Bewertungsgutachter und sachverständigem Prüfer sei es hauptsächlich um die Frage gegangen, welcher Akquisitionsaufwand zur entsprechenden Wachstumserzeugung notwendig sei. Es habe ein starkes Bestandskundengeschäft vorgelegen und zur Erzielung der angenommenen Wachstumspotentiale war die Gewinnung von Neukunden erforderlich. Damit seien jedoch entsprechende Akquisitionsaufwendungen verbunden, welche in der Planung des Vorstands zu niedrig angesetzt worden seien. Seitens des Vorstandes habe es dann weitere Berechnungen für die künftigen Akquisitionskosten gegeben, die dann Eingang in die korrigierende Erhöhung dieser Aufwandsposition gefunden haben. Diese Darlegungen des Sachverständigen Prüfers im Hinblick auf die Korrektur der Planung des Vorstands sind für die Kammer nachvollziehbar und plausibel. Diese Änderungen der Vorstandspla-

nung führen zu dem bereinigten EBIT für das Jahr 2004 und erklären die Abweichung im Unternehmensergebnis vor Zins und Steuern in Höhe von 8.846.000 € zu der vorgesehenen Planung mit 9.655.000 €.

Die vom Bewertungsgutachter für die einzelnen Bereiche angenommenen Wachstumsraten für die Umsatzerlöse zeigen eine durchaus ambitionierte Planung: Für den Bereich IT Outsourcing wurde ein durchschnittliches jährliches Umsatzerlöswachstum in der Planungsphase I von 6,5 % angesetzt. Diese Umsatzsteigerungen betreffen hauptsächlich Deutschland, während das Geschäft in Großbritannien rückläufig geplant wurde. Dies wurde plausibilisiert durch die Tatsache, dass dort lediglich noch Bestandskunden zu betreuen waren. Ein Neukundengeschäft wurde in Großbritannien nicht angesetzt. Die Umsatzerlöse für den Bereich Schweiz blieben stabil. Für den Bereich HR Services & Solutions legte der Bewertungsgutachter ein jährliches durchschnittliches Wachstum von zirka 12 % bei den Umsatzerlösen zugrunde. Diese Umsatzplanung basierte auf der Annahme eines starken Marktwachstums aufgrund der zunehmenden Outsourcing-Tendenz. Gleiches gilt für den IT Consulting-Bereich. Dort ergibt die Planung ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsatzerlöse von zirka 10 %.

Die Kammer hat daher keinerlei Anhaltspunkte für eine zu pessimistische Einschätzung der Zukunftsaussichten der TDS AG und ihrer einzelnen Teilbereiche.

- d) Die Kammer hat auch keine Anhaltspunkte für unzutreffende Planansätze in der ewigen Rente (Planungsphase II). Auch für den Fall des Bestehens eines Investitionsstaus und höherer Wachstumsraten als in den Vorjahren für den Geschäftsbereich IT Consulting ist zu berücksichtigen, dass ein zur Zeit der Erstellung des Bewertungsgutachtens bestehender Investitionsstau nicht dauerhafte positive Effekte in der ewigen Rente generieren kann. Die Kammer folgt hier den überzeugenden Darlegungen der Antragsgegnerin und vermag auch hier keinen Fehler im Planansatz zu erkennen.
- e) Die angesetzte Thesaurierung in der ewigen Rente begegnet ebenfalls keine Bedenken. In nicht zu beanstandender Weise legte hier der Bewertungsgutach-

ter eine typisierende Ausschüttungsquote zugrunde, entsprechend dem Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens im Verhältnis zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage. Als Alternativanlagen wurden hier die Mitglieder der so genannten Peer-Group herangezogen, die in vergleichbarer Größe und Branche tätig sind. Eine Ausschüttungsquote von 45 % ist daher nicht zu beanstanden.

f) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen:

Auch hier bestehen für die Kammer keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass der Bewertungsgutachter die Abgrenzungskriterien des betriebsnotwendigen Vermögens zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen missachtet hat. Nach der herrschenden Meinung folgt die Abgrenzung einer funktionalen Betrachtungsweise, nach der ein Vermögensgegenstand schon dann nicht dem betriebsnotwendigen Vermögen zuzurechnen ist, wenn er sich frei veräußern lässt, ohne dass die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird. Vorliegend beträgt der Anteil des gesamten nicht betriebsnotwendigen Vermögens am Unternehmenswert nur 1,5 %. Anhaltspunkte für einen falschen Wertansatz sieht die Kammer nicht.

Markenwert:

Plausibel und überzeugend hat hier der Bewertungsgutachter das Recht an der Wertmarke dem betriebsnotwendigen Vermögen zugeschlagen mit der Folge, dass der Wert der Wortmarke untrennbar bei dem Ertragswert zu berücksichtigen ist und nicht als gesonderter Wertbeitrag angegeben werden kann.

g) Der Bewertungsgutachter hat auch in korrekter Weise lediglich die noch im Zeitpunkt des Bewertungsstichtags bestehenden Aktienoptionen bei seiner Bewertung berücksichtigt. Anhaltspunkte für eine unkorrekte Ermittlung des so genannten „Verwässerungseffekts“ sind weder vorgetragen noch ersichtlich.

h) Kapitalisierungszins:

h1) Basiszinssatz:

Der Bewertungsgutachter legte in Übereinstimmung mit dem sachverständigen Prüfer einen Basiszinssatz vor Ertragsteuern von 4,75 % zugrunde ausgehend von den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten und einer Fortschreibungsannahme anhand der Zinsstrukturkurve für einen 3-Monats-Zeitraum von Oktober bis zum Zeitpunkt der Berichterstattung, dem 09.01.2008. Bei seiner mündlichen Anhörung vor der Kammer erläuterte der sachverständige Prüfer und Wirtschaftsprüfer weiter, dass sich erfahrungsgemäß zwei Monate bis zum Bewertungsstichtag, dem 29.02.2008, unter Berücksichtigung von einer Viertelsrundung des Basiszinsses nicht auswirken. Zudem habe damals kaum eine Rundungsdifferenz vorgelegen („es war fast ein Treffer“). Der Bewertungsgutachter und Wirtschaftsprüfer erklärte in der Verhandlung ergänzend, dass er auch sehr zeitnah auf den Tag der Hauptversammlung (29.02.2008) den Basiszinssatz nochmals überprüft habe und sich gegenüber dem Zeitpunkt Dezember 2007 keine Veränderung ergeben habe. Insgesamt bewegt sich der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern in Höhe von 4,75 % unabhängig von der Frage, welche Zeiträume für die Zinserträge risikoarmer vergleichbarer öffentlicher Anlagen heranzuziehen sind, grundsätzlich innerhalb angemessener Werte der Rechtsprechung und wird von der Kammer nicht beanstandet und deshalb der Bewertung zugrunde gelegt.

h2) Risikozuschlag:

Der Bewertungsgutachter hat einen Risikozuschlag nach dem TAX-CAPM-Modell bemessen, mithin mit den Unterkomponenten Marktrisikoprämie und Beta-Faktor. Die Anwendung des TAX-CAPM-Modells ist nicht zu beanstanden, denn dessen Vorteil liegt durch die Zerlegung des Risikozuschlag in seine Komponenten „Marktrisikoprämie“ und „Beta-Faktor“ in einer erhöhten Nachprüfbarkeit und Objektivierbarkeit. Das TAX-CAPM-Modell ergänzt das CAPM-Modell um die Berücksichtigung der Wirkung persönlicher Ertragsteuern. Nach dem TAX-CAPM-Modell setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragssteuer gekürzten Basiszinssatz und

dem auf Basis des TAX-CAPM-Modells ermittelten Risikozuschlags nach Ertragssteuern zusammen.

Vorliegend hat deshalb der sachverständige Prüfer in nicht zu beanstandender Weise die Marktrisikoprämie in Höhe von 4,5 % nach persönlichen Steuern angesetzt. Hierbei wurde mit dem Bewertungsgutachter die These zugrunde gelegt, dass Anteilseigner grundsätzlich bestrebt sind, ihre Aktienrendite nach Steuern aufrechtzuerhalten mit der Folge, dass der Übergang auf das jetzige Abgeltungssteuersystem eine Erhöhung der Vor-Steuer-Rendite-Forderung bewirkt. Vor dem Hintergrund der reduzierten Unternehmenssteuerbelastung ist dies in der Zukunft auch zu erwarten. Das grundsätzliche Bestreben der Anteilseigner, ihre Rendite nach persönlichen Steuern konstant zu halten, wird deshalb dazu führen, dass die Bruttorenditeforderung für die Unternehmen steigen dürfte. Aufgrund dieser Überlegungen ergibt sich, dass zum einen eine Marktrisikoprämie vor Steuern mit zirka 5 % am oberen Rand der Bandbreite liegen dürfte (Bandbreite 4 % bis 5 % der berufsständischen Empfehlung), andererseits ergibt sich eine Marktrisikoprämie nach Steuern von etwa 4,5 %, die aufgrund der höheren Besteuerung deutlich unter der Bandbreite der bisherigen berufsständischen Empfehlung von 5 % bis 6 % liegen dürfte. Die hier zugrunde gelegte Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,5 % begegnet nach alledem keinen Bedenken.

Auch der Beta-Faktor von 0,8 % (unverschuldet), wie vom Bewertungsgutachter ermittelt, ist plausibel. Ein Beta-Faktor von 1 bedeutet, dass das individuelle Risiko des Unternehmens genau dem des betrachteten Marktportfolios entspricht im Hinblick auf die Volatilität der Rendite des Wertpapiers. Beta-Werte von kleiner 1 drücken im Vergleich zum Marktportfolio daher ein geringeres Risiko aus.

Vorliegend fehlte dem unternehmenseigenen Beta-Faktor die statistische Signifikanz und konnte deshalb nicht für die Ermittlung der Marktrisikoprämie herangezogen werden. Dies hat der Bewertungsgutachter plausibel auf Seite 44 seiner gutachterlichen Stellungnahme dargelegt. Zu Recht wurde deshalb für die Ermittlung des Beta-Faktors der durchschnittliche Beta-Faktor aus ei-

ner Gruppe deutscher börsennotierter Vergleichsunternehmen herangezogen. Sämtliche Mitglieder dieser Beta-Gruppe bewegten sich im selben Marktumfeld, wie die TDS AG (IT-Beratung etc.). Der sachverständige Prüfer und Wirtschaftsprüfer erklärte hierzu bei seiner Anhörung weiter, dass diese Peer-Group-Mitglieder über Kapitalmarktanalysen identifiziert wurden. Sodann habe man in Abstimmung mit dem Vorstand der TDS AG festgestellt, welche dieser Gesellschaften im unmittelbaren Wettbewerb zum Unternehmen standen. Für diese im unmittelbaren Wettbewerb stehenden Peer-Group-Mitglieder wurden eigene Beta-Analysen vorgenommen, die zu einem vergleichbaren Durchschnitts-Beta, wie angegeben, führten. Vorliegend drückt der Beta-Wert von 0,8 für die TDS AG ein im Vergleich zum Marktportfolio geringeres Risiko aus. Der sachverständige Prüfer erläuterte dieses gefundene Ergebnis auch an der Hand der Höhe der Anteile der wiederkehrenden Umsätze der Teilbereiche wie folgt: Hinsichtlich des Bereichs IT Outsourcing ist die TDS AG gekennzeichnet durch eher langfristige Verträge mit Vertragslaufzeiten im Bereich von 24 bis 36 Monaten. Aufgrund des Marktdrucks geht hier die Tendenz jedoch eher zu kurzfristigen Verträgen. Langfristige Verträge sind jedoch ein Kennzeichen für eine geringere Risikostruktur eines Unternehmens im Verhältnis zum durchschnittlichen Marktportfolio. Der Anteil des Bereichs IT Outsourcing am Gesamtumsatz des Unternehmens beträgt 50 %. Die EBIT-Marge betrug nun in diesem Geschäftsbereich durchschnittlich 20 %. Dies belegt in dem sehr umkämpften Markt einen deutlich wirtschaftlich arbeitenden lukrativen Bereich. Zum Bereich HR-Services, dem zweitwichtigsten Teilbereich, ergab sich ein Umsatzanteil von zirka 37 % des Gesamtumsatzes. Hier sind eher kurzfristige Vertragsbedingungen mit auch deutlich geringeren Margen vorherrschend. Die dort angebotenen Dienstleistungen werden nämlich oft von Steuerberatern bei großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften als Zusatzdienstleistung angeboten mit der Folge, dass dieser Bereich hohem Preisdruck unterliegt. Die in der Planung angesetzte EBIT-Marge von 12,5 % ist daher anspruchsvoll. Der Bereich IT-Consulting trägt mit 16,5 % zum Gesamtumsatz bei. Dieser Bereich ist gekennzeichnet durch weniger langfristige vertragliche Kundenbeziehungen, verbunden mit einem höheren Risiko. Die EBIT-Marge lag hier bei der Planung bei 10 %. Bei Beachtung des hohen Umsatzbeitrags

des unterdurchschnittlich risikobehafteten Bereichs Outsourcing (50 %) ist deshalb der gefundene Beta-Wert plausibel.

h3) Wachstumsabschlag:

Der Bewertungsgutachter hat einen Wachstumsabschlag von 1,5 % angenommen. Im Hinblick auf Untersuchungen, wonach die durchschnittlichen Gewinnsteigerungen deutscher Unternehmen in der Vergangenheit stets unter der Inflationsrate lagen, und zwar relativ konstant bei 45 % der Inflationsrate, ist auch dieser Wachstumsabschlag nicht zu beanstanden.

Insgesamt errechnet sich damit bei Zugrundelegung eines Kapitalisierungszinssatzes von 8,564 % für Januar/März 2008, 8,22 % für 2008/2009, von 8,285 % für 2009/10, 8,361 % für 2010/11 und für die Phase II von 6,928 % ein Unternehmenswert per 29.02.2008 von 90.003.000 €.

Dieser Wert erhöht sich um die Sonderwerte Grundstücke in Höhe von 1.126.000 €, verringert sich um den „Verwässerungseffekt“ bei den Aktienoptionen in Höhe von 33.000 € und erhöht sich um den Wert der nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen in Höhe von 271.000 € unter Berücksichtigung eines Abzinsfaktors von 1,014 und ergibt einen Unternehmenswert am 29.02.2008 in Höhe von 91.385.000 €.

Börsenkurs:

Der Abfindungswert je Aktie von 3,13 € ist nicht wegen eines höheren Börsenwerts der Aktie nach oben anzupassen. Der durchschnittlich gewichtete Börsenkurs der TDS AG im 3-Monats-Zeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier 25.10.2007) betrug 2,82 € (zum relevanten Zeitraum vergleiche BGH II ZB 18/09, Beschluss vom 19.07.2010). Der Verlauf des DAX-Kurses für den Zeitraum 24.10.2007 bis 29.02.2008 gebietet auch keine Anpassung dieses Aktienwertes nach oben. Zum Einen liegt mit vier Monaten zwischen der ad-hoc-Mitteilung und dem Hauptversammlungsbeschluss kein längerer Zeitraum im Sinn der Rechtsprechung des BGH (vgl. auch Decher

ZIP 2010, 1675) und zum Anderen nahm der DAX in diesem Zeitraum insgesamt einen abfallenden Verlauf, nachdem er von 7.800 auf etwas über 8.000 bis Ende des Jahres 2007 angestiegen und sodann bis Ende Februar 2008 unter 6.700 gefallen war.

3. Ausgleich des § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG.

Der nach Maßgabe des § 304 Abs. 4 AktG auf der Grundlage der bisherigen Ertragslage und künftigen Ertragsaussichten angemessene Ausgleich kann nach herrschender Meinung und gängiger Praxis aus dem Ertragswert, der für die Barabfindung berechnet worden ist, mittels dessen Verzinsung abgeleitet werden. Bei der Ableitung der festen Ausgleichszahlung aus dem Unternehmenswert ist jedoch zu beachten, dass die festen Ausgleichszahlungen zum einen während der Vertragslaufzeit einem geringeren Risiko unterliegen, als die Dividenden eines unabhängigen Unternehmens und zum anderen, dass ein Risiko der Kündigung des Unternehmensvertrags, verbunden mit dem Verlust der vertraglich fixierten Ausgleichszahlung für die außenstehende Aktionäre besteht. Eine Orientierung lediglich an der Verzinsung einer quasi-risikolosen Bundesanleihe genügt deshalb nicht. Der hier zugrunde gelegte Verrentungszinssatz von 5,95 % als Mittelwert aus Basiszinssatz nach typisierter persönlicher Ertragssteuer und Kapitalisierungszins begegnet keinen Bedenken, denn die Bewertungspraxis setzt hier in der Regel den hälftigen Risikozuschlag des bei der Ertragswertermittlung herangezogenen Risikozuschlags als Näherungslösung ein. Nach Transformation des Unternehmenswertes in eine wertgleiche unendliche Rente ergibt sich eine angemessene jährliche Ausgleichszahlung von netto 0,26 € je Stückaktie. Dieser Wert des Bewertungsgutachtens ist nach alledem nicht zu beanstanden.

Nebenforderungen wie Zinsen, Sicherheitsleistung etc. sind nicht Gegenstand des Spruchverfahrens (Drescher, in Spindler/Stilz, Komm. zum AktG, § 16 Rn. 2).

Die Kostenentscheidung folgt aus §§ 6 Abs. 2 Satz 1, 15 Abs. 2 Satz 1, Abs. 5 Spruchgesetz, denn eine Auferlegung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller auf die Antragsgegnerin entsprach nicht der Billigkeit.

Da in 1. Instanz die Anträge erfolglos blieben, wurde der Geschäftswert mit 200.000 € gemäß § 15 Abs. 1 Satz 2 Spruchgesetz angesetzt.

Rechtsmittelbelehrung

Gegen diesen Beschluss kann das Rechtsmittel der sofortigen Beschwerde (§ 12 Abs. 1 SpruchG) eingelegt werden, die binnen einer Frist von zwei Wochen (§ 22 Abs. 1 FGG) ab Zustellung dieses Beschlusses beim Beschwerdegericht, das für die Entscheidung über die Beschwerde zuständig ist, dem

Oberlandesgericht Stuttgart, Olgastraße 2, 70182 Stuttgart,
oder auch beim Ausgangsgericht, dem

Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart,
eingegangen sein muss.

Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.