

Aktenzeichen:
31 O 50/12 KfH SpruchG



Landgericht Stuttgart

Beschluss.

In dem Rechtsstreit

gegen

wegen Festsetzung einer angemessenen Barabfindung (§ 327 f AktG)

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 10.02.2016 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller zu 2 3 36
37 39 40 61
und 66 auf Festsetzung einer angemessenen
Barabfindung werden als unzulässig verworfen.
2. Im Übrigen werden die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung zurückgewiesen.
3. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.
4. Der Geschäftswert wird auf 200.000,00 € festgesetzt.

Gründe:

A.

Die Antragsteller zu 1) bis 72) und der Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre verlangen die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung wegen ihres Ausschlusses als Minderheitsaktionäre der TDS Informationstechnologie AG, Neckarsulm (künftig TDS AG) durch Übernahme ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin (Hauptaktionärin der TDS AG),

(§ 327 a

Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die TDS AG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Neckarsulm. Sie ging aus der Teledata Gesellschaft für Datenfernverarbeitung m.b.H. hervor.

Der satzungsmäßige Gegenstand der TDS AG ist die Erbringung von Dienstleistungen und Entwicklungen im Bereich der Informationstechnologie und der Handel mit EDV-Produkten. Die TDS ist ein Komplett-Dienstleister, der seine Kunden, vor allem mittlere und große mittelständische Unternehmen, dauerhaft begleitet. Das operative Geschäft in Deutschland verteilt sich auf die TDS AG selbst (Bereich IT Outsourcing) sowie ihre jeweils 100%igen Tochtergesellschaften TDS HR Services & Solutions GmbH und TDS IT Consulting GmbH, jeweils Neckarsulm.

Ein weiteres 100%iges Tochterunternehmen der TDS AG ist die ROSEA GmbH, Neckarsulm (Dienstleistungen bei Gebäudemanagement für von TDS AG und ihren Tochtergesellschaften genutzten Immobilien). Weitere jeweils 100 %ige Auslandstöchter sind in Österreich (TDS HR Services & Solutions Austria GmbH), in der Schweiz (TDS HR Services & Solutions Switzerland AG und TDS MultiVision AG) und in Großbritannien (TDS SystemHouse plc). Daneben hat die TDS weitere Beteiligungen zwischen 0,32 % und 30 %.

Die TDS-Gruppe hat ca.1.300 Mitarbeiter an 20 Standorten in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Der Kernumsatz betrug im Jahr 2010/2011 € 132 Mio. .

Das Geschäftsjahr der TDS AG dauert vom 01.04. eines Kalenderjahres bis zum 31. März des Folgekalenderjahres. Das Grundkapital der AG beträgt 29.368.616,00 Euro und ist in eine entsprechende Anzahl auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Die Antragsgegnerin hält am Grundkapital 95,2 % (bei Berücksichtigung von 0,2 % eigener Anteile der Gesellschaft). 4,8 % der Aktien sind im Streubesitz.

Gegenwärtig sind von den Aktien der TDS AG 21.788.320 Aktien zum Handeln im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen mit Handel auch über das elektronische Handelssystem XETRA. Außerdem sind die TDS-Aktien in den Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart einbezogen.

Die TDS AG gehört seit 2007 zur Die Antragsgegnerin ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht mit Sitz in London. Sie fungiert innerhalb der als Zwischenholding für verschiedene ausländische Beteiligungsgesellschaften. Alleingesellschafterin der Antragsgegnerin ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach niederländischem Recht, selbst eine 100 -%ige Tochtergesellschaft der Konzernobergesellschaft mit Sitz in Japan.

Am 18.01.2007 erwarb die Antragsgegnerin die Mehrheit der Aktien an der TDS AG und unterbreitete am 26.02.2007 ein öffentliches Pflichtangebot zur Übernahme der übrigen TDS-Aktien zum Preis von 2,80 Euro je Aktie. Am 11.01.2008 schloss die TDS AG als abhängige Gesellschaft mit der Antragsgegnerin als herrschendem Unternehmen mit Zustimmung der Hauptversammlung vom 29.02.2008 einen Beherrschungsvertrag. Die jährliche Ausgleichszahlung wurde mit brutto 0,30 Euro (0,26 Euro) je TDS-Aktie festgelegt und die feste Barabfindung mit 3,13 Euro je TDS-Aktie. Ein Spruchverfahren insoweit war beim Landgericht Stuttgart, Az. 32 O 116/08 KfH anhängig. Die Anträge der Antragsteller wurden zurückgewiesen mit Beschluss vom 19.10.2010. Das Oberlandesgericht Stuttgart bestätigte diesen Beschluss (20 W 6/10).

In einer Ad-hoc-Erklärung vom 29.12.2011 wurde mitgeteilt, dass die Antragsgegnerin Aktien am Grundkapital der TDS AG von mehr als 95 % hält und beabsichtigt, sich die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung aufgrund eines noch zu treffenden Beschlusses der Hauptversammlung der TDS AG übertragen zu lassen. Am 06.03.2012 teilte die Antragsgegnerin dem Vorstand der TDS AG das förmliche Übertragungsverlangen mit. Hierüber erfolgte eine weitere Ad-hoc-Mitteilung am selben Tag. Im Auftrag der Antragsgegnerin ermittelte in einer gutachterlichen Stellungnahme vom 05.03.2012 den Wert der TDS AG mit 111.927.000,00 Euro, mithin je Aktie 3,82 Euro. Freiwillig erhöhte die Antragsgegnerin die Ausgleichszahlung auf 4,32 Euro durch Diskontierung der Ausgleichszahlung aus dem Beherrschungsvertrag zwischen der TDS AG und der Antragsgegnerin (Ausgleichszahlung netto 0,26 Euro je TDS Aktie).

Die

erstattete am

06.03.2012 ein Prüfgutachten aufgrund eines Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 24.01.2012. Das Prüfgutachten bestätigte den Bewertungsgutachter.

In der Hauptversammlung der TDS AG vom 18.04.2012 wurde die Übernahme der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen eine Barabfindung von 4,32 Euro beschlossen. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 22.06.2012 in das Handelsregister der Antragsgegnerin eingetragen mit Bekanntmachung vom 04.07.2012 im elektronischen Bundesanzeiger.

Ab dem 09.07.2012 haben 72 Antragsteller Anträge auf Festsetzung einer angemessenen höre-
ren Barabfindung als 4,32 Euro eingereicht. Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre tragen zur Begründung ihrer Anträge zusammengefasst Folgendes vor:

Für die Vergangenheitsanalyse sei ein zu kurzer Zeitraum zugrunde gelegt worden. Die Vergangenheitsanalyse sei auch hinsichtlich des Investitionsverhaltens, des Entwicklungsaufwands und des Umsatzwachstums unvollständig und unplausibel. Die Planrechnungen seien insgesamt zu negativ im Verhältnis zu den Vergangenheitszahlen des Zeitraums 2009 bis 2011, in dem die TDS AG stärker gewachsen sei als der Markt. Das angenommene Planwachstum von 7,3 % bedeute daher eine Umkehrung des Wachstumstrends. Unplausibel sei auch das stärkere Wachstum des Materialaufwands im Verhältnis zur Umsatzentwicklung im Hinblick auf Skaleneffekte. Gleiches gelte für das höhere Wachstum der Verwaltungskosten und der Personalkosten im Verhältnis zur Umsatzsteigerung. Der Ertragswert sei bewusst klein gerechnet worden. Die Planung des Vorstands sei durch eine eigene Planung des Gutachters ersetzt worden. Unplausibel seien die geplanten Sachinvestitionen bei Beachtung des Schwerpunkts personalbezogener Dienstleistungen. Eine Kostenartendarstellung fehle. Der Wert der Marke sei nicht berücksichtigt worden. Bei der Planung sei nicht beachtet worden, dass wegen fortschreitender Internationalisierung des Geschäftsfeldes durch die Antragsgegnerin sich die gewinnbelastende deutsche Körperschaftsteuer verringere. Ebenso sei die Abschreibungs- bzw. Reinvestitionsrate unplausibel. Der Unternehmensplanung liege auch ein zu kurzer Detailplanungszeitraum bis 2014 zugrunde. Bei der Unternehmensbewertung seien Vorerwerbe nicht berücksichtigt worden insbesondere im Hinblick auf den Verkauf eines TDS-Aktienpakets der Deutschen Balaton AG vom 27.12.2011, bei dem die Antragsgegnerin einen höheren Kaufpreis entrichtet habe als die vorliegende Abfindung. Bei der insgesamt zu pessimistischen Planung sei die gute Positionierung der TDS AG am Markt mit eingespielten Produkten insbesondere auf dem boomenden Markt des Segments HR Services & Solutions nicht genügend berücksichtigt worden mit der Folge, dass der errechnete Unternehmens-

wert unter den Werten anderer vergleichbarer Unternehmen liege.

Bei dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen fehlten exakte Wertangaben. Die Nichtfortsetzung der überproportionalen Zunahme der Umsatzerlöse der jüngeren Vergangenheit in Segmet IT Outsourcing sei mit der Begründung nicht nachvollziehbar, dass die Antragsgegnerin eigene Neukunden an die TDS weitergeleitet habe mit der Folge der Steigerung von Einmaleffekten, denn der Sachverständige habe ausgeführt, dass die Umsatzsteigerung im wesentlichen auf zusätzliches Geschäft mit Gesellschaften der entstanden sei.

Im Übrigen sei bei dem Börsenkurs mit einem Referenzzeitraum zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung die rasante Kursentwicklung bei Vergleichsunternehmen dieser Zeit nicht berücksichtigt worden. Außerdem rügen die Antragsteller bei der Bewertung des Kapitalisierungszinssatzes die angesetzten Werte für Basiszins, Risikozuschlag, Betafaktor und Wachstumsanschlag als unzutreffend.

Die Antragsgegnerin rügt die Unzulässigkeit einiger Anträge wegen Nichtdarlegung der Antragsberechtigung, des fehlenden korrekten Nachweises der Antragsberechtigung bezogen auf den Tag der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister (22.06.2012) sowie wegen fehlender bzw. unzureichender schablonenhafter Antragsbegründungen sowie Verfristung einiger Anträge. Teilweise liege Rechtsmissbräuchlichkeit der Antragstellung vor insbesondere bei enger persönlicher oder geschäftlicher Beziehung der antragstellenden Aktionäre untereinander (Familienmitglieder etc.), mit dem zweckwidrigen Motiv einer persönlichen Bereicherung durch angestrebte Vervielfachung von Gebührenerstattungsansprüchen. Dies ergebe sich auch aus dem Umstand der fehlenden Angabe der Anzahl des jeweiligen Aktienbesitzes.

Im Übrigen verteidigt die Antragsgegnerin den ermittelten Barabfindungsbetrag von 4,32 Euro insbesondere auf der Grundlage der freiwilligen Erhöhung des Abfindungsbetrages durch diskontierte Ausgleichszahlung aus dem Beherrschungsvertrag, der über dem ermittelten Unternehmenswert des Bewertungsgutachters liege. Die Vergangenheitswerte seien ordnungsgemäß aufgrund eines hinreichend langen Vergangenheitszeitraums abgeleitet worden. Keinesfalls liege eine zu pessimistische Umsatzplanung vor auch im Hinblick auf den geplanten Materialkosten-, Personalkosten- und sonstigen Verwaltungskostenaufwand.

Der Kapitalisierungszinssatz und seine Faktoren seien korrekt unter Zugrundelegung des anerkannten CAPM-Modells ermittelt worden. Gleiches gelte für den Börsenkurs. Im Übrigen bestünde kein Anspruch der Antragsteller auf Herausgabe weiterer Unterlagen.

Es wird insgesamt auf den Vortrag aller Antragsteller, des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre und der Antragsgegnerin sowie alle vorgelegten Unterlagen Bezug genommen insbesondere soweit vorstehend nicht sämtliche Details der Antragsbegründungen und der Antragserwiderung aufgeführt worden sind.

Die Verfahren wurden mit Beschluss des Landgerichts vom 12.10.2012 verbunden.
wurde zum Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre bestimmt.

Der sachverständige Prüfer Wirtschaftsprüfer wurde vor der Kammer mündlich am 23.06.2015 angehört zur weiteren Erläuterung seines schriftlichen Prüfberichts. Auf das Verhandlungsprotokoll wird verwiesen.

B.

Die Anträge der Antragsteller 2	3	36	37
39	40	61	und 66 sind unzulässig.

Der Antragsteller (2) hat seine Antragsberechtigung aufgrund einer Aktionärsstellung zum 22.06.2012 (Verlust der Aktionärstellung durch Eintragung des Squeeze-out-Beschlusses vom 18.04.2012 in das Handelsregister der TDS AA) nicht innerhalb der dreimonatigen Antragsfrist substantiiert dargelegt (§§ 3 Satz 1 Nr. 2, Satz 2, § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3, Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG). Der vorgelegte Nachweis seiner Bank bezog sich zwar auf das korrekte Datum (22.06.2012), erfolgte jedoch nach Ablauf der Antragsfrist erst am 09.01.2013. Eine Heilung des Zulässigkeitsmangels war daher nicht mehr möglich.

Für den Antragsteller (3) gilt entsprechendes.

Die Antragsteller (36) und (37) haben zwar innerhalb der Dreimonatsfrist substantiiert ihre Antragsberechtigung zum 22.06.2012 ("zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses der Aktien der TDS") dargelegt, bei dem Bestreiten ihrer Aktionärs-eigenschaft durch die Antragsgegnerin jedoch keine Nachweise insoweit erbracht (§ 3 Satz 3 SpruchG). Die Antragsteller (39) und (40) legten ihre Antragsberechtigung ebenfalls substantiiert innerhalb der Dreimonatsfrist dar, die vorgelegten Nachweise bezogen sich jedoch nicht auf den Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze-out-Beschlusses in das Handelsregister der TDS AG.

Der Antrag des Antragstellers (61) war ebenfalls mangels Nachweises seiner Aktionärsstellung zum 22.06.2012 bei dem Bestreiten der Antragsgegnerin unzulässig. Gleiches gilt für den Antrag des Antragstellers (66).

II.

Die Anträge der übrigen Antragsteller sind zulässig. Sie wurden mit konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation hinreichend begründet (§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG), rechtzeitig innerhalb der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 1 SpruchG eingereicht (Ablauf der Frist am 04.10.2012 berechnet ab dem Tag der letzten Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister im elektronischen Bundesanzeiger am 04.07.2012, vgl. Drescher in Spindler/Stilz, Komm. zum AktG, 3. Aufl., § 4 Rn. 5) und mit einer rechtzeitigen substantiierten Darlegung der Antragsberechtigung gem. §§ 3 Satz 1 Nr. 2, § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG versehen bzw. es folgte eine korrekte urkundliche Belegung der Antragsberechtigung nach. Im Übrigen fehlt diesen Anträgen nicht das Rechtsschutzinteresse wegen Rechtsmissbrauchs. Der Vortrag der Antragsgegnerin, die Rechtsmissbräuchlichkeit ergebe sich bei einer Vielzahl dieser Anträge aus der sachwidrigen Motivation, den Spruchverfahrensantrag in erster Linie zur Generierung von Gebührenerstattungsansprüchen zu stellen, wobei hierfür die Umstände sprächen, dass oftmals geschäftlich und persönlich verbundene Aktionäre mit oftmals sehr kleinem Aktienbesitz jeweils eigene Anträge stellten zudem auch noch inhaltlich gleichlautend und abgestimmt, diese Anträge jedoch wegen der Inter-omnes-Wirkung eines Spruchverfahrensbeschlusses wirtschaftlich unnötig seien, trägt eine Widerlegung des grundsätzlich bestehenden Rechtsschutzbedürfnisses der Minderheitsaktionäre nicht. Aufgrund des Eingriffes einer Strukturmaßnahme (vorliegend Squeeze-out) in die jeweilige Eigentumsposition jedes einzelnen Aktionärs ist dieser grundsätzlich antragsberechtigt. Allein aus seiner Eigenschaft als Anteilsinhaber ergibt sich das Rechtsschutzbedürfnis für die Antragstellung (Drescher in Spindler/Stilz, 3. Aufl., § 3 Rn. 21). Für den Vorwurf einer rechtsmissbräuchlichen Antragstellung sind deshalb bereits aus verfassungsrechtlichen Gründen sehr hohe Anforderungen zu stellen. Dieser Vorwurf kann im Einzelfall dann gerechtfertigt sein, wenn der Antrag ausschließlich deshalb gestellt wird, um gegen eine Antragsrücknahme eine Sonderzahlung zu erhalten. Dass dies vorliegend in Bezug auf die Generierung von Gebührenerstattungsansprüchen der Fall ist, wird durch die von der Antragsgegnerin genannten Indizien nach Überzeugung der Kammer nicht hinreichend belegt.

III.

Die zulässigen Anträge sind jedoch in der Sache nicht begründet.

Das Barabfindungsangebot der Antragsgegnerin von 4,32 Euro je Aktie der TDS AG ist angemessen.

Die von den Antragstellern vorgebrachten Einwendungen rechtfertigen weder im Hinblick auf einen Börsenwert noch auf einen anteiligen Wert aus einer Fundamentalbewertung oder einem etwaigen Liquidationswert die Festsetzung einer höheren Barabfindung.

Die Barabfindung in Höhe von 4,32 Euro je Aktie entspricht jedenfalls dem vollen Wert des Unternehmens der TDS AG bei Berücksichtigung seiner künftigen Ertragsaussichten und bei Beachtung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) vom 18.04.2012 (§ 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG). Angemessen ist 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 sog. Grenzpreis, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne Nachteile aus der Gesellschaft ausscheiden kann. Nach den Darlegungen der in der gutachterlichen Stellungnahme vom 05.03.2012 in Verbindung mit dem Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung der im Bericht vom 06.03.2012 nebst den mündlichen ergänzenden Darlegungen des Wirtschaftsprüfers bei seiner Anhörung am 23.06.2015 vor der Kammer wurde der Wert des Unternehmens insbesondere auch unter Beachtung des Börsenkurses der TDS AG zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 18.04.2012 korrekt mit 111.927.000,00 Euro ermittelt. Der sich daraus ergebende Wert von 3,82 Euro je Aktie wurde bei Berücksichtigung eines Aktienkurses unter Heranziehung des Dreimonatsdurchschnittskurses bis zur Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens am 29.12.2011 von 4,18 Euro von der Antragsgegnerin auf 4,32 Euro heraufgesetzt, wobei sich dieser Ausgleichswert aus der zum Stichtag des 18.04.2012 bezogenen Diskontierung der Ausgleichszahlung aus dem zwischen der TDS AG und der Antragsgegnerin am 11.01.2008 beschlossenen Beherrschungsvertrag ergab. Diese vorgerichtlich angebotene Kompensation entsprach jedenfalls dem Wert des Unternehmens. Die Anträge sind deshalb als unbegründet zurückzuweisen.

Das Gericht hat in einem Spruchverfahren die Angemessenheit des Ausgleichs zu prüfen, der den Aktionären für die Beeinträchtigung ihrer Aktionärstellung, hier den Verlust ihrer Beteiligung, gewährt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung ist eine Rechtsfrage. Ein Ausgleich ist dann angemessen, wenn er eine volle Entschädigung für den Verlust der jeweiligen Rechtsposition bietet. Die Entschädigung muss deshalb dem "wirklichen" oder "wahren" Wert der

Unternehmensbeteiligung an dem arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen Reserven entsprechen und so bemessen sein, dass die Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme (hier: 18.04.2012) erlangt hätten. Danach ist der Grenzpreis maßgeblich, zu dem die Aktionäre aus der Gesellschaft ohne wirtschaftlichen Nachteil ausscheiden können.

Einen einzig richtigen Wert des Unternehmens gibt es jedoch hierbei nicht. Jede Bewertung eines Unternehmens und einer Beteiligung daran ist unabhängig von der gewählten Methode eine mit Unsicherheiten und Wertungen behaftete Schätzung. Angemessen sind danach Werte, die innerhalb einer Bewertungsbandbreite liegen. Das Gericht ist bei einem Spruchverfahren nur gehalten, Kompensationen außerhalb einer solchen Bandbreite angemessener Werte zu korrigieren.

Wegen des Fehlens eines einzig richtigen Unternehmenswerts/richtigen Anteilswerts hat das Gericht eine Schätzung des Unternehmenswerts/Anteilswerts gem. § 287 Abs. 2 ZPO vorzunehmen. Hierbei hat das Gericht unter Würdigung aller Umstände nach freier Überzeugung zu entscheiden. Die hierfür stets erforderliche hinreichende Grundlage für eine Schätzung sind in einem Spruchverfahren alle Wertermittlungen, die in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen entsprechen. Hierbei ist es nicht Aufgabe des Gerichts, darüber zu befinden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelfallentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode die richtige ist, die es zudem nicht gibt. In der Wirtschaftswissenschaft umstrittene Fragen der Unternehmensbewertung hat das Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens nicht zu klären, noch hierzu auch nur einen Beitrag zu leisten. Die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion bei der Unternehmensbewertung ist nicht abgeschlossen, und Fragen der Bewertungsmethodik und methodische Einzelfallfragen sind umstritten. Daher kann das Gericht auf alle Bewertungen zurückgreifen, die in der Wirtschaftswissenschaft auf anerkannten und in der Praxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden oder methodischen Einzelfallfragen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion kontrovers diskutiert werden. Gebräuchlich und anerkannt ist eine Auffassung dann, wenn sie in der Praxis der Wirtschaftswissenschaft bei der Unternehmensbewertung nicht nur vereinzelt angewandt wird und diese Anwendung in der Fachliteratur zumindest als vertretbar angesehen wird. Dies gilt insbesondere für den vom Institut für Wirtschaftsprüfer (IDW) herausgegebenen Standard zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1, hier in der Fassung 2008) und für sonstige Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen der Betriebswirtschaft (FAUB).

Vorliegend lag der Unternehmensbewertung die Anwendung derzeit in der Betriebswirtschaftslehre anerkannter und gebräuchlicher Bewertungsmethoden zugrunde. Dies gilt insbesondere für die sog. Ertragswertmethode, nach der das Bewertungsgutachten und der Bericht des sachverständigen Prüfers den Unternehmenswert ermittelt haben. Bei der Ertragswertmethode wird der Unternehmenswert ermittelt nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens ergänzt durch eine besondere Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert anzusetzen ist. Der Ertragswert eines Unternehmens ist danach 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 kann aber, wie ausgeführt, kein mathematisch exakter oder wahrer Wert zum Stichtag festgestellt werden. 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 Planungsrechnungen regelmäßig zum Teil erhebliche Spielräume gegeben, die zu Bandbreiten möglicher Planungsansätze führen. Aussagen über unternehmerische Planungsrechnungen können daher nicht in die Kategorie richtig oder falsch eingeordnet werden, sondern nur in die Kategorie 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.

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswerts der TDS AG sind daher die vom Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose seiner Zukunftserträge, die vom Gericht 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 (Vorstand gem. § 76 Abs. 1 AktG). Diese Entscheidung muss auf zutreffenden Informationen beruhen und ist auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie darf zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung bei einer solchen Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden.

Vorliegend ist die Kammer aufgrund des schriftlichen Prüfberichts und der ergänzenden mündlichen Erläuterungen des sachverständigen Prüfers überzeugt, dass dieser sorgfältig und kritisch die Planansätze aus der Unternehmensplanung und die Bewertungsabschnitte der Bewertungsgutachter untersucht, geprüft und nachvollzogen hat. Es besteht deshalb kein Anlass, nach § 7 Abs. 7 SpruchG die Vorlage von Unterlagen, wie etwa Planungsrechnungen oder Arbeitspapiere

der Wirtschaftsprüfer, anzuordnen, denn es fehlt angesichts der Behandlung der Planung im Bewertungsgutachten, im Prüfbericht und in den ergänzenden Erläuterungen des sachverständigen Prüfers in der mündlichen Verhandlung an der Entscheidungserheblichkeit weiterer Informationen.

Im Einzelnen ist zu den Einwendungen der Antragsteller, die den Streitgegenstand des Spruchverfahrens bestimmen, Folgendes auszuführen:

1. Vergangenheitsanalyse

Einwendungen der Antragsteller gegen die Korrektheit der Vergangenheitsanalyse und damit deren Tragfähigkeit für die Zukunftsplanung greifen nicht Platz. Die Werte der Vergangenheit bilden grundsätzlich nur den Ausgangspunkt und die Grundlage für die Prognose der künftigen Entwicklung und dienen deren Plausibilisierung. Vorliegend wurde für die Vergangenheitsanalyse ein Zeitraum entsprechend dem unterjährigen Geschäftsjahr der Gesellschaft (01.04. bis 31.03. des Folgejahres) für 2009/2010, 2010/2011 und 2011/2012 zugrunde gelegt. Im Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens und des Berichts des sachverständigen Prüfers von Mitte Januar 2012 bis Anfang März 2012 war das letzte Vergangenheitsjahr noch nicht abgeschlossen. Jedoch lagen neben den geprüften und mit uneingeschränkten Bestätigungsvermerken versehenen Konzernabschlüssen der Gesellschaft für die Vergangenheitsjahre 2009/2010 und 2010/2011 auch für 2011/2012 eine unterjährige Berichterstattung dem Bewertungsgutachter und dem Berichtersteller vor. Lediglich für den Zeitraum Januar bis März 2012 basierte die Vergangenheitsanalyse auf einer Hochrechnung, für den übrigen, davor liegenden Zeitraum vom 01.04.2009 bis 31.12.2011 dagegen auf Ist-Zahlen. Der bei einer Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode übliche Zeitraum der Vergangenheitsanalyse von drei bis fünf Jahren ist deshalb nahezu (2 3/4 Jahre) - was das Vorliegen der Ist-Zahlen anlangt - eingehalten. Anhaltspunkte für einen zu kurzen Zeitraum der Vergangenheitsanalyse bestehen insbesondere auch deshalb nicht, da der sachverständige Prüfer bei seiner mündlichen Anhörung darlegte, dass er und die Bewertungsgutachter in unmittelbarem zeitlichen Vorfeld zur Hauptversammlung Mitte April 2012 sich darüber vergewissert hatten, dass die Entwicklungen tatsächlich auch so eingetreten waren und von der Hochrechnung nicht wesentlich abgewichen sind.

Auch der weitere Einwand der Antragsteller, wegen zu geringer Planungstreue in der Vergangenheit würden die Planungsrechnungen nicht über die erforderliche Zuverlässigkeit für die Prognose der künftigen Entwicklungen verfügen, ist nicht stichhaltig. Ein Plan-Ist-Vergleich bezüglich Um-

satzerlöse und EBIT für alle drei Segmente (HR Services & Solutions, IT Consulting und IT Outsourcing) weist im Zeitraum der Vergangenheitsjahre zwar erhebliche Abweichungen der Ist-Zahlen von den Planzahlen auf. Das gilt sowohl bezüglich Planübererfüllung als auch Planverfehlung. Die geringste Schwankungsbreite zeigen hier die Umsatzerlöse (+ 1,6 % in 09/10, - 3,9 % in 10/11 und + 3,5 % in 11/12). Erheblicher waren die Abweichungen der Ist-Zahlen im EBIT (- 12,5 % in 09/10, - 146 % in 10/11, - 9 % in 11/12). Diese Schwankungen im Plan-Ist-Vergleich bestehen jedoch generell bei IT-Dienstleistungen, die mit relativ hohen Unsicherheiten behaftet sind. Der Bewertungsgutachter, der das uneinheitliche Bild sowohl auf der Ebene der Umsatzerlöse als auch des EBITs herausgearbeitet hatte, führte weiter aus, dass insgesamt die Planungsdaten der Gesellschaft einem intensiven Planungsprozess unterworfen wurden und eine hinreichende Detailtiefe auch bezogen auf die einzelnen Segmente der Gesellschaft aufwiesen. Diese Beurteilung des Bewertungsgutachters wurde vom sachverständigen Prüfer in seinem Bericht bestätigt, der dazuhin darauf hinwies, dass das EBIT in den betrachteten Vergangenheitsgeschäftsjahren von der Gesellschaft stets überschätzt wurde. Das zeige jedoch, dass die Planungsrechnung keine Tendenz aufweise, Ergebnisse zu Lasten der Minderheitsaktionäre zu unterschätzen. Die Kammer ist deshalb der Überzeugung, dass die Unternehmensbewertung, hier die Vergangenheitsanalyse, eine hinreichend tragbare Beurteilungsbasis für die Prognose der künftigen Entwicklung des Unternehmens bot.

2. Unternehmensplanung

(Detailplanungsphase I)

Die Detailplanungsphase I umfasst bei der Gesellschaft die drei Geschäftsjahre 01.04.2012 bis 31.03.2013, 01.04.2013 bis 31.03.2014 und 01.04.2014 bis 31.03.2015. Daran schließt sich die ewige Rente (Planungsphase II) ab 01.04.2015 an.

Die Anhörung des sachverständigen Prüfers, sein schriftlicher Prüfbericht und das Bewertungsgutachten ergaben keine Anhaltspunkte dafür, dass zum Nachteil der Antragsteller zu pessimistische Planannahmen der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt worden sind.

- a) Soweit Antragsteller einwenden, seit der Eintragung des Beherrschungsvertrages zwischen der Gesellschaft und der Antragsgegnerin habe die Antragsgegnerin faktisch den Vorstand der Gesellschaft steuern können, ist dieser pauschale Einwand nicht geeignet, grundsätzlich von einer zu pessimistischen Planung der Gesellschaft auszugehen. Im Übrigen ist es einem Beherrschungsvertrag immanent, dass das beherrschte Unternehmen seine Leitung dem herrschenden Unternehmen unterstellt, jedoch mit den Haftungsmög-

lichkeiten der §§ 309 und 310 AktG.

- b) Ebensowenig trägt der Einwand, der Bewertungsgutachter habe die Planung des Vorstands durch eine eigene Planung ersetzt. Der sachverständige Prüfer führte nämlich bei seiner Anhörung vor der Kammer aus, dass keine Plananpassungen durch den Bewertungsgutachter erfolgt seien. Ebenso wenig habe hier der Bewertungsgutachter einzelne, nicht plausible Bewertungspunkte vorgefunden, bei denen es dann üblicherweise im Einvernehmen mit dem Vorstand des Unternehmens zu einer Überarbeitung der Planung seitens des Vorstands komme.
- c) Unbeachtlich ist auch der Einwand, der Unternehmensbewertung hätte das tatsächlich erwirtschaftete Ergebnis des Geschäftsjahres 2011/2012 zugrunde gelegt werden müssen und nicht lediglich eine Hochrechnung. Im Zeitpunkt der Beschlussfassung vom 18.04.2012 (Bewertungsstichtag) lagen zum einen die tatsächlichen Ergebniszahlen des Geschäftsjahres 2011/2012 noch nicht vor. Zum anderen führte der sachverständige Prüfer vor der Kammer überzeugend aus, dass zwar das Ist-Jahr 2011/2012 gegenüber dem Planansatz einen leicht höheren Wert aufwies. Allerdings war die Abweichung im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Der Vorstand der Gesellschaft habe zudem glaubhaft versichert, dass diese leichte Abweichung keine Auswirkung auf die Unternehmensplanung habe. In diesem Zusammenhang sei auch über die Frage der Erforderlichkeit einer eventuellen Plananpassung nachgedacht worden. Eine Besprechung Anfang April 2012 mit dem Vorstand und dem Finanzchef der Gesellschaft habe jedoch für die Unternehmensbewerter nichts Wesentliches gegen diese Aussage des Vorstandes, dass diese Abweichung keine Auswirkung auf die Unternehmensplanung habe, ergeben.

Im Übrigen hält sich der dreijährige Zeitraum der Detailplanungsphase in bei einer Unternehmensbewertung üblichen Größenordnung und ist nicht zu beanstanden.

- d) Auch die Umsatzplanung ist nicht zu pessimistisch. Der Bewertungsgutachter erwartet bis zum letzten Detailplanungsjahr 2014/2015 ein durchschnittliches Wachstum der Umsatzerlöse von 7,3 % p.a.. Dieses liegt über den Marktprognosen für IT-Dienstleistungen (vgl. Marktprognosen Bewertungsgutachten Rz. 59).
- Soweit die Antragsteller auch bezogen auf die einzelnen Segmente ein zu geringes geplantes Wachstum der Umsatzerlöse rügen sind diese Rügen nicht stichhaltig. Hinsichtlich des Segments IT Outsourcing (Umsatzwachstum in der Planung von 4,4 % p.a.) hat die

Antragsgegnerin auch plausibel dargelegt, dass in den Planjahren 2013/2014 und 2014/2015 einerseits der Wegfall eines Großkunden (japanischer Pharmakonzern Astellas, der seinen weltweiten Bezug von IT-Dienstleistungen neu ausgeschrieben habe, ohne die zu berücksichtigen) in der Planung abgebildet wurde, dessen Wegfall zum Stichtag sich bereits hinreichend konkretisiert hatte. Zudem wurde, für die Antragsteller günstig, in der Planung bereits für 2015/2016 insoweit von einer vollständigen umsatz- und ergebnisseitigen Kompensation des Wegfalls dieses Großkunden ausgegangen. Andererseits bestand in diesem Segment wegen langer Vertragslaufzeiten des Auftragsbestandes (i.d.R. 36 bis 60 Monate) eine hohe Sicherheit für die künftigen Umsätze. Aber wegen der Möglichkeit des Zugangs neuer Großkunden mit Ausweitung des internationalen Auftragseingangs aufgrund der Zusammenarbeit mit sei künftig ein durchschnittliches Wachstum dieses Segments von 11,1 % p.a. nicht mehr erreichbar. Grund hierfür sei insbesondere ein wettbewerbsbedingter starker Preisdruck bei Vertragsverlängerungen bei Bestandskunden. Dazuhin seien die historischen und die geplanten Wachstumsraten im Segment IT Outsourcing nur bedingt miteinander vergleichbar, da in der Vergangenheit die Umsatzsteigerungen vor allem auf Neugeschäften des Großkunden von zurückzuführen gewesen seien. Es sei daher zu berücksichtigen, dass all diese von im Vergangenheitszeitraum weitergeleiteten Neukunden nunmehr als Bestandskunden in der Umsatzplanung des Segments IT-Outsourcing Eingang finden werden. Insgesamt ist daher kein Ansatz für eine zu pessimistische Planung der Umsatzerlöse zu erkennen.

- e) Auch gegen die geplante Erhöhung des Materialaufwands von ca. 4 % in den Detailplanungsjahren bestehen keine durchgreifenden Rügen. Zum einen erfolgte die Planung in Relation zu den Umsätzen mit einer relativ konstanten Materialaufwandsquote, zum anderen steht diese Erhöhung durchaus im Einklang mit der Materialaufwandsquotenentwicklung in den Vergangenheitsjahren (dort durchschnittliches Wachstum von 5,6 %).
- f) Auch Rügen gegen die Planung des Personalaufwandes bestehen nicht. Die Darlegungen der Antragsgegnerin, des Bewertungsgutachters und des sachverständigen Prüfers zur Entwicklung der Personalkosten ist nachvollziehbar und plausibel. So führt die Antragsgegnerin überzeugend aus, dass die höheren geplanten Personalaufwendungen im Detailplanungsjahr 2012/2013 durch einen geplanten Personalaufwand von zusätzlich 220 Mitarbeitern begründet sei und weiterhin Verschiebungen im Dienstleistungsmix des Segments HR Services & Solutions von wenig personalintensiven Lizenzgeschäft zum wachstums-

starken, aber personalintensiven HR Business IT-Outsourcing-Geschäfts begründet seien. In den Folgejahren seien gegenläufige Effekte zu berücksichtigen durch Maßnahmen zur Effizienzsteigerung und stärkeren Einbindung von Niedriglohnregionen. Dazuhin sei zu beachten, dass der Wegfall des Großkunden Astellas im Segment Outsourcing eine überkompensierende Erhöhung der Personalaufwandsquote zur Folge habe weil der Auftrag in den Geschäftsjahren 2013/2014 und 2014/2015 trotz sukzessiv abnehmender Umsatzerlöse personelle Ressourcen erfordere, da die Mitarbeiter erst nach und nach bei anderen Kunden eingesetzt werden könnten. Insgesamt ist festzustellen, dass die Planung des Vorstandes der Gesellschaft sich als unternehmerische Entscheidung in einem nicht vom Gericht überprüfbaren Ermessensspielraum hält. Anhaltspunkte dafür, dass die Planung des Vorstandes auf unzutreffenden Informationen oder unrealistischen Annahmen aufbaut liegen nicht vor.

- g) Auch die Planung der Vertriebskosten ist nicht zu beanstanden. Im Vergangenheitszeitraum stiegen die Vertriebskosten mit durchschnittlich 8,6 % p.a. überproportional zum Umsatz (5,1 % p.a.). Grund hierfür war die Sicherstellung des geplanten künftigen Wachstums sowie Kosten für den Aufbau von zusätzlichen Vertriebsmitarbeitern für den Gewinn neuer Großkunden. Bedingt durch diese Vorwegnahme des Mitarbeiteraufbaus in der Vergangenheit verringerte sich dann die Vertriebskostenquote im Planungszeitraum (Phase I) bis 2013/2014 auf 7,8 %. Soweit die Vertriebskostenquote im Planjahr 2014 bis 2015 auf 8,3 % steigt liegt der Grund darin, dass alle zwei Jahre Aufwendungen für die Durchführung eines Personalkongresses im Segment HR Services & Solutions anfallen. Dies wurde bei der Planung beachtet.
- h) Auch der Einwand falscher Abschreibungen und einer zu hohen Reinvestitionsrate greifen nicht durch. Die Abschreibungen erfolgten anhand von Abschreibungssimulationen des bestehenden Anlagebestandes und den aus der Investitionsplanung ermittelten Anlagezuzugängen, wobei die Abschreibungen im Wesentlichen auf das Segment IT Outsourcing entfallen. Hierbei ist auffallend, dass im Vergangenheitsjahr 2010/2011 die Abschreibungen stark anstiegen im Hinblick auf den Neubau des Rechenzentrums in Neuenstadt mit Fertigstellungen in diesem Geschäftsjahr. In der Folgezeit verminderten sich die Abschreibungen sodann wieder im Verhältnis zu den Umsatzerlösen (in der Detailplanungsphase I geht die Abschreibungsquote von 8,9 % in 2011/2012 auf 7,6 % in 2014/15 zurück und bleibt damit hinter dem Anstieg der Umsatzerlöse). Neben den auslaufenden Abschreibungen aus den Investitionen für das neu gebaute Rechenzentrum Neuenstadt wurde hier auch

der sukzessive Auslauf der Abschreibungen auf aktivierte Software im Segment IT-Consulting berücksichtigt. Die Planung des Abschreibungsvolumens wurde vom Bewertungsgutachter nachvollzogen ausgehend von einem repräsentativen Investitionszyklus mit Analyse der Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen im Verhältnis zum Umsatz. Daraus ergab sich, dass im Durchschnitt 9 % der Umsatzerlöse eines Jahres reinvestiert werden, wovon durchschnittlich 7 % auf Ersatzinvestitionen und 2 % auf Erweiterungsinvestitionen entfallen. Diese Ausführungen sind für die Kammer insbesondere in ihrer Detaillierungstiefe plausibel und nachvollziehbar.

- i) Auch Einwände gegen die Entwicklung der Verwaltungskosten und sonstigen Kosten greifen nicht. Der Anstieg der Verwaltungskosten von 9,7 % p.a. in der Detailplanungsphase I ist auf den steigenden Verwaltungsaufwand für das geplante Trainee-Programm und verstärkte Recruiting-Aktivitäten zur Sicherstellung eines ausreichend mit qualifizierten Mitarbeitern unterlegten Wachstums zurückzuführen.
- j) Auch Anhaltspunkte einer unplausiblen EBIT-Planung bestehen nicht. Der Rückgang der EBIT-Marge im Segment IT Outsourcing bei steigenden Umsätzen ab 2013 bis 2014 ist in dem Wegfall des Großkunden Astellas begründet. Der Rückgang der EBIT-Marge im Segment HR Services & Solutions in 2012/2013 beruht auf einem überproportionalen Anstieg der Personalkosten wegen Verschiebungen im Dienstleistungsmix vom wenig personalintensiven Lizenzgeschäft hin zum personalintensiven Outsourcing-Geschäft und zudem auf Einmalaufwendungen für Optimierungsmaßnahmen. In den folgenden Planungsperioden wird erwartet, dass die Optimierungsmaßnahmen greifen mit einer entsprechend geplanten Erholung der EBIT-Marge auf 10,5 % in diesem Segment in 2014/2015. Vergleiche mit anderen Unternehmen hinsichtlich der EBIT-Marge sind unbeachtlich. Die Gesellschaft als Bewertungsobjekt weist, wie dargelegt, eine Vielzahl von individuellen Merkmalen und Entwicklungen auf, die eine vergleichsweise Heranziehung von EBIT-Margen anderer Unternehmen nicht zulässt.
- k) Synergieeffekte.
Sogenannte echte Synergieeffekte, die erst durch die Strukturmaßnahme erzielt werden und erzielbar sind, sind bei der Unternehmensbewertung nicht zu beachten. Unechte, zu beachtende Synergieeffekte wurden nach Abschluss des Beherrschungsvertrages gehoben. Etwaige weitergereichte Kundenaufträge, günstigere Einkaufskonditionen und die bestehenden Finanzierungskonditionen aus dem konzerninternen Verrechnungskonto wur-

den in der Vergangenheit realisiert und wurden in der Planung berücksichtigt.

- l) Auch die Ausschüttungsquote von 50 % ist nicht zu beanstanden. Sie entspricht den Vorgaben des hier anzuwendenden IDW S 1 i.d.F. 2008, der wiederum eine gerichtlich anerkannte Schätzungsgrundlage für die Unternehmensbewertung darstellt. Im Übrigen hat die Antragsgegnerin nachvollziehbar dargestellt, dass vorliegend keine Thesaurierung zum Erhalt einer nachhaltigen Verschuldungsquote vorlag, vielmehr handelte es sich hierbei um zusätzliche Mittel zur Kreditaufnahme zur Erhaltung des nachhaltigen Verschuldungsgrades im Hinblick auf in der ewigen Rente angesetzte konstante Eigenkapitalkosten. Dazuhin wurde für die thesaurierten Gewinne im Zeitraum der ewigen Rente unterstellt, dass sie die von den Eigenkapitalgebern geforderten Kapitalkosten erwirtschaften. Der Barwert dieser Erträge wurde als Wertbeitrag aus Thesaurierung berücksichtigt.

(3)

Die Einwendungen der Antragsteller gegen die Höhe des Ansatzes des Kapitalisierungszinssatzes und seiner Faktoren, wie Basiszins, Risikoprämie, Betafaktor und Wachstumsabschlag sind nicht berechtigt.

Basiszins:

Der angesetzte Basiszinssatz vor Steuer mit 2,5 % (gerundet) ist nicht zu beanstanden. Der Basiszinssatz als Ausgangsgröße für die zu bestimmende Rendite einer Alternativanlage entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine quasi-risikofreie Anlage und wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet. Die Verwendung eines typisierten, einheitlichen, laufzeitkonstanten Basiszinssatzes entspricht dabei anerkannter und gebräuchlicher Methode der Unternehmensbewertung. Vorliegend wurde der Basiszins nach der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ermittelt. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler war es sachgerecht, nicht ausschließlich die stichtagsbezogenen Zerobond-Zinssätze zu verwenden, sondern auf Durchschnittswerte abzielen. Die Ermittlung anhand periodisch-spezifischer Durchschnittssätze basierend auf den in den vorangegangenen drei Monaten (hier Zeitraum vom 01.12.2011 bis 29. Februar 2012, mithin drei Monate vor Ad-hoc Mitteilung am 06.03.2012) geschätzten Renditen ist anerkannt und sachgerecht und wird auch von der FAUB empfohlen. Die Ableitung des Basiszinssatzes aufgrund der Zinsstrukturkurve entspricht daher derzeit gängiger Methodik und ist taugliche Schätzgrundlage für das Gericht.

Risikozuschlag:

Zur Herstellung der Risikoäquivalenz sind Korrekturen des Basiszinssatzes erforderlich, um dem Umstand gerecht zu werden, dass Unternehmensbeteiligungen im Vergleich zu öffentlichen Anleihen ein höheres Risiko aufweisen, dagegen aber höheren Inflationsschutz bieten. Der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer haben bei der Ermittlung des Risikozuschlages das in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte und gebräuchliche TAX-CAPM-Modell zugrunde gelegt, wonach sich der Risikozuschlag aus den Komponenten Marktrisikoprämie und Betafaktor zusammensetzt. Auch diese Vorgehensweise ist taugliche Schätzgrundlage für die gerichtliche Überprüfung der Unternehmensbewertung.

In nicht zu beanstandender Weise haben der sachverständige Prüfer und der Bewertungsgutachter die Marktrisikoprämie nach Steuern auf 4,5 % angesetzt. Diese bewegt sich innerhalb einer Bandbreite von 4 % bis 6 %, die der Fachausschuss für Unternehmensbewertung für die Marktrisikoprämie für angemessen erachtet.

Betafaktor:

Nach dem TAX-CAPM-Modell kommt dem sog. Betafaktor die Funktion zu, im Rahmen der Bemessung des Risikozuschlages das individuelle Risiko des zu bewertenden Unternehmens abzubilden. Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Markt-Portfolio verhält. Vorliegend haben der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer zurecht bei der Ermittlung des Betafaktors sich nicht nach dem Kurs der Aktie der Gesellschaft gerichtet. Eine Untersuchung des Bewertungsgutachters über einen 5-Jahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen und für einen 2-Jahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen ergab einen Betafaktor von jeweils rund 0,0. Der sachverständige Prüfer hat den Kursverlauf und den Handel der Aktien der TDS AG ebenfalls untersucht. Er fand danach die Schlussfolgerung des Bewertungsgutachters bestätigt, dass eine Analyse des Kursverlaufes der Aktie, der Handelsvolumina, der "Bid-Ask-Spreads" der TDS-Aktie sowie eine Analyse der statistischen Güte der erhobenen Daten keine hinreichende Aussagekraft des originären Betafaktors ergaben. Deshalb, so der sachverständige Prüfer, sei diese Schlussfolgerung des Bewertungsgutachters korrekt, dass aufgrund des illiquiden Handels der TDS-Aktien ein eigener Betafaktor für die Unternehmensbewertung nicht nachvollziehbar ist. Auch eine Überprüfung des eigenen Betas im Rahmen eines sogenannten t-Tests durch den sachverständigen Prüfer ergab keine statistische Signifikanz. Deshalb hat der Bewertungsgutachter in üblicher Vorgehensweise bei einer Unternehmensbewertung in einem solchen Fall eine sogenannte Peer-Group herangezogen mit 17 Unternehmen, die bezüglich Branche, Produkten und Leistungen sowie Marktstrukturen mit der

TDS-AG vergleichbar waren. Die Bandbreite des unverschuldeten Betafaktors dieser Unternehmen lag zwischen 0,7 und 1,5. Hieraus wurde vom Bewertungsgutachter in nicht zu beanstandender Weise ein Betafaktor für die TDS AG von 1,0 abgeleitet. Die Schätzung des Betafaktors wurde nach Überzeugung der Kammer daher in korrekter Weise unter Zugrundelegung einer Peer-Group festgelegt.

Wachstumsabschlag:

Auch der Wachstumsabschlag von 1,5 % ist nicht zu beanstanden. Der Wachstumsabschlag ist nicht zwingend mindestens in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate anzusetzen, denn er bezweckt keinen Inflationsausgleich an sich. Bei seiner Ermittlung wurden die spezifischen Verhältnisse der Branche und der TDS AG zugrunde gelegt. Weiterhin erfolgte ein Abgleich mit durchschnittlichen Vergangenheitspreisstiegerungen (1,6 %) und erwarteten Preisstiegerungen für 2012 und 2013 von rund 1,8 %. Weiter wurde beachtet, dass empirische Untersuchungen zum Gewinnwachstum deutscher Unternehmen gezeigt haben, dass das durchschnittliche Gewinnwachstum westdeutscher Industrieunternehmen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preisstiegerungsrate beträgt. Aufgrund einer weiteren Untersuchung, die die Gesamtwachstumsrate, die Ausschüttungsquote, die verschuldeten Eigenkapitalkosten für Einkommenssteuer und die unternehmensspezifische Inflationsrate berücksichtigt (Tschöpel/Wiese/Willershausen), entspricht ein Wachstumsabschlag von vorliegend 1,5 % einem nachhaltigen Gewinnwachstum von rund 5,1 %. Auch das Gericht erachtet den vorliegenden Wachstumsabschlag, der sich mit 1,5 % im oberen Bereich einer Bandbreite von 0,0 % bis 2 % bewegt, als taugliche Grundlage für die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes.

(4)

Auch Einwendungen gegen den Ansatz einer typisierten Einkommenssteuer greifen nicht Platz. Es entspricht gängiger Bewertungspraxis, dass eine typisierte Betrachtung hinsichtlich der Höhe des effektiven persönlichen Steuersatzes der Minderheitsaktionäre vorgenommen wird.

(5)

Einwendungen gegen Sonderwerte greifen nicht Platz. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen bildeten vorliegend Grundstücke und Gebäude in Neckarsulm, ein Gebäude in Hanau und ein Grundstück in Neuenstadt. Die Verkehrswerte von zusammen 1.448.000,00 Euro ergaben sich aus einem Gutachten der vom 3. März
2011 (Stichtag 01.02.2011) sowie aus dem von der TDS AG am 20.10.2011 gezahlten Kaufpreis für das Grundstück in Neuenstadt. Im Hinblick auf den kurzen Zeitraum bis zum Bewertungsstich-

tag am 18.04.2012 war nach Überzeugung der Kammer keine neue Verkehrswertermittlung erforderlich.

(6)

Ein Sonderwert für die Marke der Gesellschaft war nicht anzusetzen. Der Wert der Marke TDS wurde ordnungsgemäß im Rahmen der Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens berücksichtigt.

(7) Börsenkurs:

Bei der Unternehmensbewertung wurde auch der Grundsatz, dass ein Börsenkurs den unteren Wert bei einer Ertragswertmethode darstellt, beachtet. Der Bewertungsgutachter hat zunächst zurecht auf den Dreimonatszeitraum vor der ersten ad hoc-Mitteilung am 29.12.2011 abgestellt (Zeitraum 29.09.2011 bis 28.12.2011). Dies ergab einen volumengewichteten Durchschnittskurs von 4,18 Euro. Dieser Wert lag damit über dem Abfindungswert von 3,82 Euro auf der Grundlage des ermittelten Unternehmenswert der TDS AG i.H.v. 111.927.000,00 Euro.

Die Antragsgegnerin hat aber bei dem angebotenen Abfindungswert sodann auf freiwilliger Basis den ermittelten Barwert der Ausgleichszahlung aus dem Unternehmensvertrag (Beherrschungsvertrag) zwischen der TDS AG und der Antragsgegnerin durch Diskontierung auf den Stichtag 18.04.2013 auf 4,32 Euro erhöht. Diese jährliche Ausgleichszahlung eines Beherrschungsvertrages ist nach obergerichtlicher Rechtsprechung (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04.07.2012, Az. I/26 W 11/11 AktE; Singhof in Spindler/Stilz, Komm. zum AktG, 3. Aufl., § 327 b Rn. 4) weder als Untergrenze für die Abfindung bei einem Squeeze-out heranzuziehen noch allein maßgebliche Bezugsgröße. Ob dies anders zu bewerten ist, wenn Grundlage der Ausgleichszahlung ein Beherrschungs- und Gewinnabführungs-Vertrag von unbegrenzter Dauer ist, kann wegen der Höhe des Angebots von € 4,32, das über dem fundamentalanalytisch ermittelten Wert von € 3,82 und auch über dem Börsenkurs von € 4,18 liegt, dahinstehen. Da diese Werte hier mit dem o.g. Angebot stets überschritten sind, kann auch offen bleiben, ob - wofür jedoch keine Anhaltspunkte vorliegen - die Diskontierung der Ausgleichszahlung fehlerhaft erfolgte, denn ein noch höher Abfindungswert steht den Antragstellern aus den o.g. Gründen nicht zu.

(8)

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts bleiben grundsätzlich Erwerbspreise, die die Gesellschaft bei anderer Gelegenheit bezahlt hat, unberücksichtigt (Hüffer, Kommentar zum Aktiengesetz, 10. Aufl., § 305 Rn. 21).

Ein Ausspruch zur Verzinsung der Barabfindung ist nicht erforderlich, da sich die Verzinsung aus dem Gesetz ergibt (§ 327 b Abs. 2 AktG) und keine Frage der Festsetzung der angemessenen Abfindung, sondern der Abwicklung der Abfindungszahlung ist.

Die Kostenregelung ergibt sich aus § 15 Abs. 2 und 4 SpruchG. Es ist nicht veranlasst, abweichend von den gesetzlichen Regelungen den Antragstellern aus Billigkeitsgründen die Gerichtskosten aufzuerlegen oder Kostenerstattungen anzuordnen. Dies gilt auch, soweit Anträge als unzulässig zu verwerfen waren, denn gesonderte Kosten sind dadurch nicht verursacht worden.

Keines Ausspruches bedarf es zur Vergütung und zu den Auslagen des gemeinsamen Vertreters, denn sie werden nach § 6 Abs. 1 Satz 2 SpruchG von der Antragsgegnerin geschuldet und sind auf Antrag vom Vorsitzenden der KfH festzusetzen.

Der Geschäftswert ist nach § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG auf den Mindestwert von 200.000,00 Euro festzusetzen.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen den 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, 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.