



Landgericht Hamburg

Az.: 415 HKO 27/15



Beschluss

In der Sache

gegen

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 15 für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 11.01.2017:

1. Die Anträge der Antragsteller und Antragstellerinnen auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327 f AktG werden zurückgewiesen.
2. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung und der Auslagen des gemeinsamen Vertreters sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Ihre außergerichtlichen Kosten tragen die Antragsteller und Antragstellerinnen selbst, eine Erstattung der Kosten findet nicht statt.

3. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf € 200.000,00 festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller sind ehemalige Minderheitsaktionäre der nextevolution Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg. Ihre Aktien wurden durch Beschluss der Hauptversammlung vom 19. Dezember 2014 gemäß § 327 a AktG auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 6,23 Euro je Aktie übertragen. Mit den von ihnen verfolgten Anträgen begehren die Antragsteller eine Erhöhung der Barabfindung durch das Gericht.

Gegenstand des Unternehmens der nextevolution AG ist die Beratung von Unternehmen in betriebswirtschaftlichen, organisatorischen und informationstechnologischen Fragen sowie die Entwicklung und Anwendung von Softwareprodukten und die Vermarktung dieser Produkte. Im Jahr 2012 sind Sanierungsmaßnahmen durchgeführt worden, seitdem konzentriert sich die Tätigkeit der nextevolution AG auf die Geschäftsbereiche Enterprise Content Management (ECM) und Process Content Management (PCM).

Das Grundkapital der nextevolution AG von 1.533.572,00 € ist eingeteilt in 1.533.572 Aktien ohne Nennbetrag. Hiervon hielt die Antragsgegnerin 1.494.416 Aktien; dies entspricht einer Beteiligungsquote von 97,45 %.

Die Antragsgegnerin richtete mit Schreiben vom 15. August 2014 das Verlangen an den Vorstand der nextevolution AG gemäß 327 a ff. AktG, dass die Hauptversammlung die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung auf sie als Hauptaktionärin überträgt. Sie beauftragte _____ die den Auftrag durch _____ (im Folgenden: Bewertungsgutachter) ausführte, mit einer gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der nextevolution AG zum 19. Dezember 2014 und zur Höhe der angemessenen Abfindung der Minderheitsaktionäre.

Mit Antrag vom 18. August 2014 beantragte die Antragsgegnerin zudem bei Gericht, einen sachverständigen Prüfer zu bestellen. Mit Beschluss vom 3. September 2014 wurde durch das Landgericht Hamburg _____ gemäß § 327 c Abs. 2 AktG als sachverständige Prüferin bestellt, um die Angemessenheit der Barabfindung zu überprüfen. Erstellt wurde das Gutachten durch _____ (im Folgenden: Angemessenheitsprüfer).

Für die Hauptversammlung vom 19. Dezember 2014 erstellte die Antragsgegnerin unter dem 3. November 2014 einen Bericht über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der nextevolution Aktiengesellschaft auf die Antragsgegnerin sowie zur Angemessenheit der Barabfindung, die sie auf der Grundlage der von der Bewertungsgutachterin abgegebenen gutachterlichen Stellungnahme vom 17. Oktober 2014 auf € 6,23 Euro pro Aktie festlegte.

Die Angemessenheitsprüfer erstatteten ihr Gutachten unter dem 31. Oktober 2014. Sie gelangten zu dem Ergebnis, dass die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung angemessen sei.

Die Hauptversammlung der nextevolution AG vom 19.12.2014 fasste den von der Antragsgegnerin vorbereiteten Übertragungsbeschluss. Er wurde am 18. Februar 2015 in das Handelsregister eingetragen und im elektronischen Handelsregister bekannt gemacht.

Die Antragsteller dieses Verfahrens und der gemeinsame Vertreter der nicht am Verfahren beteiligten Minderheitsaktionäre halten die Barabfindung für unangemessen niedrig und verfolgen das Ziel, dass die von der Antragsgegnerin bestimmte Barabfindung durch das Gericht heraufgesetzt werden möge. Sie kritisieren insbesondere die Planungsrechnung, die vor dem Hintergrund der Tätigkeit der nextevolution AG auf einem Wachstumsmarkt die zu erwartenden Umsätze deutlich zu negativ bewerte, während andererseits unplausible Kostensteigerungen angenommen würden. Desweiteren wird die Marktrisikoprämie von 5,5 % angegriffen. Die Heranziehung der Empfehlungen des FAUB sei nicht haltbar. Die Untersuchungen sei empirisch nicht belegt und veraltet. Neuere Gutachten gelangten zu deutlich geringeren Werten. Ein weiterer Schwerpunkt der Rügen liegt in der Berücksichtigung bzw. der Ermittlung des so genannten Beta-Faktors. Die gebildete Peer Group setze sich aus Unternehmen zusammen, die mit der nextevolution AG nicht vergleichbar seien. Der angenommene Wachstumsabschlag sei zu gering; er liege weit unterhalb der Inflationsrate. Als weitere Kritikpunkte werden der Kapitalisierungszinssatz und insoweit insbesondere der angenommene Basiszins, die Ermittlung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung, die Ausschüttungsquote u.a. genannt.

Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber, die Anträge der Antragsteller, soweit sie nicht schon als unzulässig zu verwerfen seien, als unbegründet zurückzuweisen.

Hinsichtlich der Antragsteller zu 1), 4), 7), 9), 15 a) und 15 b), 17, 19, 20, 24, 25, 26 a) und b) macht die Antragsgegnerin geltend, dass diese ihre Aktionärstellung zum Zeitpunkt der

Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nicht oder nicht hinreichend belegt hätten.

Sie ist im Übrigen der Auffassung, dass die von ihr festgelegte und von den Angemessenheitsprüfern bestätigte Barabfindung angemessen sei. Sie verteidigt die Annahmen der Prüfer und setzt sich im Einzelnen mit den Gegenargumenten der Antragsteller auseinander, die sämtlich nicht durchgreifend seien.

Zu den weiteren Einzelheiten des Sachverhalts und des Vorbringens der Antragsteller und Antragsgegnerin wird auf die eingereichten Schriftsätze und deren Anlagen Bezug genommen.

Die Kammer hat am 31. Mai 2016 in mündlicher Verhandlung die Angemessenheitsprüfer und angehört. Zum Ergebnis der Anhörung wird auf das Protokoll der Sitzung vom 31. Mai 2016 Bezug genommen.

II.

1. Der Antrag des Antragstellers (Antragsteller zu 28) ist unzulässig. Dieser Antragsteller hat seine Stellung als Aktionär dem Gericht nicht durch Urkunden nachgewiesen, § 3 Satz 3 SpruchG. Der Antragsteller hat in seinem Antrag zwar angegeben, dass eine Bescheinigung beigelegt worden sei. Dies war jedoch nicht der Fall. Nachdem schon die Antragsgegnerin in ihrer Antragserwiderung auf den fehlenden Nachweis der Aktionärserschaft hingewiesen hatte, musste ein gerichtlicher Hinweis insoweit nicht ergehen.

2. Die Anträge der übrigen Antragsteller sind zulässig. Sie sind innerhalb der Antragsfrist eingegangen; sämtliche Antragsteller haben ihre Stellung als Aktionäre urkundlich nachgewiesen. Dies gilt auch für die Aktionäre, die zwar nur eine Ausbuchungsbescheinigung beigebracht haben, aus der sich aber dennoch ergibt, dass die Aktionäre schon zum Stichtag Aktionäre waren. Dies betrifft die Aktionäre, die eine Ausbuchungsbescheinigung vorgelegt haben, in der ausdrücklich erwähnt wird, dass das Schreiben als Bestandsbestätigung verwendet werden könne. Dies kann nur so ausgelegt werden, dass damit der Bestand zum maßgeblichen Zeitpunkt bestätigt werden soll, zumal ausdrücklich auf das Squeeze-out Verfahren Bezug genommen wird. Die Antragsteller (Antragstellerin zu 7), (Antragsteller zu 34) und (Antragsteller zu 17) haben die Nachweise nachgereicht.

Die Anträge sind jedoch unbegründet.

Es ist keine Erhöhung der Barabfindung vorzunehmen. Die gerichtliche Nachprüfung gemäß § 327 f AktG ergibt, dass die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung einen angemessenen Ausgleich für den Verlust darstellt, den die Minderheitsaktionäre durch die Übertragung ihrer Aktienbeteiligung erlitten haben.

Da die Übertragung von Aktien auf den Hauptaktionär beim so genannten Squeeze - out den Schutzbereich des Eigentums der Minderheitsaktionäre berührt, ist eine Abfindung nur dann angemessen, wenn dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner unternehmerischen Beteiligung gewährt wird. (BVerfGE 14, 263, 284 (Feldmühle-Urteil); 100, 289ff). Dabei muss die Entschädigung den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Beteiligung widerspiegeln. Ist dies sichergestellt, sind die Vorschriften der §§ 327 a ff AktG verfassungsgemäß.

Die untere Grenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung stellt dabei der Verkehrswert der Aktie dar (BVerfGE 100, 289ff), der sich im Regelfall im Börsenwert widerspiegelt. Das ist jedoch nicht immer der Fall. Insbesondere kann eine Marktengpass und/oder ein praktisch nicht stattfindender Handel dazu führen, dass der Börsenwert keinen hinreichenden Indikator für den Verkehrswert mehr darstellt.

In diesen Fällen muss der wirkliche oder wahre Wert des Unternehmens, an dem der ausscheidende Aktionär anteilmäßig beteiligt war, nach einer anerkannten betriebswirtschaftlichen Methode ermittelt werden, und zwar im Wege der Schätzung nach §§ 287 ZPO, da es nicht möglich ist, einen mathematisch genauen Unternehmenswert zu errechnen.

a) Die Angemessenheitsprüfer haben eine Bewertung nach der Ertragswertmethode vorgenommen worden und dieses Ergebnis mit dem Börsenkurs in dem nach der Stollwerck-Entscheidung des BGH (Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09) maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abgeglichen. Nach den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer liegt der Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren bei 6,23 Euro je Stückaktie, während der umsatzgewichtete Dreimonatskurs nach den Feststellungen der Prüfer mit 2,67 Euro pro Aktie deutlich darunter liegt. Allein maßgeblich für die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung ist danach der von

den Prüfern nach dem Ertragswertverfahren ermittelte höhere Schätzwert. Soweit einzelne Antragsteller rügen, dass die Angemessenheitsprüfer den Börsenwert falsch ermittelt hätten, da auf den Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung und nicht vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abzustellen sei, können sie mit diesem Einwand nicht durchdringen. Die Kammer folgt dem Beschluss des Bundesgerichtshofes vom 19. Juli 2010, nachdem sich zwar die Wertermittlung auf das Datum der Hauptversammlung bezieht, dieser Tag jedoch nicht als Stichtag zur Ermittlung des Börsenwerts herangezogen werden kann, weil mit der Ankündigung einer Strukturmaßnahme an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes und damit des der Aktie innewohnenden Verkehrswertes die Markterwartung an die Abfindungshöhe tritt (vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 12, - Stollwerk-Entscheidung), so dass der Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahmen besser geeignet ist, den Börsenwert abzubilden. Dass die Angemessenheitsprüfer den Dreimonatskurs in dem maßgeblichen Referenzzeitraum nicht richtig ermittelt hätten, wird von keinem der Antragsteller geltend gemacht.

b) Das von den Angemessenheitsprüfern angewendete Ertragswertverfahren nach dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1) stellt eine geeignete Grundlage für die nach § 287 Abs. 2 ZPO vorzunehmende Schätzung dar.

Dass mit diesem Bewertungsverfahren die Problematik verbunden ist, dass hierbei eine Vielzahl von Parametern zu berücksichtigen ist, bei denen wiederum Faktoren heranzuziehen sind, die ebenfalls einer Wertung unterliegen und streitig sein können, lässt die Ertragswertmethode nicht als ungeeignete Methode zur Feststellung des Unternehmenswertes erscheinen. Die Schwierigkeit, den wahren oder auch einzig richtigen Wert eines Unternehmens festzustellen, sofern es ihn überhaupt gibt, ist auch durch andere betriebswirtschaftliche Verfahren nicht gelöst, und es ist auch verfassungsrechtlich nicht geboten, eine solche Methode heranzuziehen. Jede in die Zukunft gerichtete Prognose künftiger Erträge ist ihrer Natur nach mit Unsicherheiten behaftet, ohne dass sie als geeignete Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes ausschiede. Die Schätzung des Unternehmenswertes auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens ist verfassungsrechtlich zulässig (vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10 –, Rn. 30, juris) und in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt.

Die Ertragswertmethode bestimmt den Wert eines Unternehmens nach dem prognostizierten nachhaltigen Ertragsüberschuss für den Eigentümer, der auf den Zeitpunkt des Verkaufs bzw.

beim Squeeze-out dem Zeitpunkt der zwangsweisen Übertragung der Aktien auf der Mehrheitsaktionär abzuzinsen ist.

c) Für die Ermittlung der von dem Eigentümer zukünftig zu erwartenden Ertragsüberschüsse ist zunächst eine Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens anzustellen.

Bei der Bemessung der zukünftig zu erwartenden Erträge der nextevolution AG war zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft aus einer wirtschaftlich schwierigen Lage heraus ab dem Jahr 2012 Sanierungsmaßnahmen durchgeführt hat und sich seitdem auf zwei Geschäftsbereiche - Enterprise content Management (ECM) und Process Content Management (PCM) - konzentriert, während andere andere Geschäftsbereiche aufgegeben wurden, wobei der Hauptabsatzmarkt die Länder der sogenannten DACH-Region sind. Die zukünftigen Erträge der Gesellschaft sind somit aus dem operativen Geschäft dieser beiden Geschäftsbereiche abzuleiten. Dabei wurde bei der Prognose der künftigen Erträge die Phasenmethode herangezogen, die für einen Detailplanungszeitraum ermittelt, mit welchen Erträgen auf der Basis der Unternehmensplanung zu rechnen ist. Auf dieser Grundlage wird sodann die Prognose für die anschließende zweite Phase der sogenannten „Ewigen Rente“ angestellt.

Unter Berücksichtigung der Sanierungsmaßnahmen haben die Bewertungsgutachter und ihnen folgend die Angemessenheitsprüfer für den Detailplanungszeitraum der Geschäftsjahre 2014 bis 2017 auf die Planungen der nextevolution AG zurückgegriffen und die Planannahmen auf Plausibilität überprüft. Dabei wurden die Vergangenheitsergebnisse und die Planungstreue analysiert und die Planannahmen unter Berücksichtigung des Marktumfelds auf Plausibilität überprüft. Anschließend ist die „Ewige Rente“ abgeleitet worden. Dieser Ansatz ist sachgerecht. Anhaltspunkte dafür, dass es sich bei dieser Planung um eine anlassbezogene, also mit Rücksicht auf das vorliegende Verfahren erstellte, bewusst pessimistische Planung handeln würde, sind nicht ersichtlich. Die Ausführungen der Bewertungsgutachter, die von den Angemessenheitsprüfern geprüft und bestätigt wurden, finden sich im Bewertungsgutachten im Einzelnen auf S. 25 ff des Gutachtens der Bewertungsgutachter wieder. Soweit einzelne Antragsteller für den Detailplanungszeitraum eine zu pessimistische Einschätzung der Umsatzsteigerungen einerseits und der Kostensteigerungen insbesondere bei den Personalkosten andererseits beanstanden, so vermag dies die Ausführungen der Prüfer nicht in Frage zu stellen. Die Prüfer haben dargelegt, dass zunächst im ersten Jahr der Detailplanung mit einem Umsatzrückgang zu rechnen sei und sich dies aus dem Wegfall von Sondereffekten des Vorjahres erkläre. Für die folgenden Jahre werden wiederum zum Teil deutliche

Umsatzsteigerungen erwartet, wobei durchaus berücksichtigt wurde, dass es sich um einen Wachstumsmarkt handelt, bei dem sich aber andererseits Risiken daraus ergeben, dass eine Abhängigkeit von Fachkräften und ein enger Fachkräftemarkt besteht. Soweit einzelne Antragsteller ausführen, dass eine Umsatzsteigerung auch durch eine Ausweitung des Absatzmarktes über den DACH-Bereich zu erreichen sei, ist dagegen zu halten, dass bei der Bewertung die tatsächliche Planung zu Grunde zu legen ist und nicht durch eine fiktive Planung theoretisch möglicher Geschäftsausweitungen ersetzt werden kann. Die Bewertung hält auch einer Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit statt. Es ist zwar richtig, dass sich die Prüfung der Planungstreue auf das Jahr 2013 beschränkt. Die Kammer meint jedoch, dass dies in dem vorliegenden Fall nicht zu beanstanden ist und eine Gegenüberstellung der Plan-Ist-Zahlen für einen längeren Zeitraum der Vergangenheit zu keinem Erkenntnisgewinn führt. Wie die Angemessenheitsprüfer in der mündlichen Verhandlung ausgeführt haben, kann vor dem Hintergrund der umfassenden Restrukturierungsmaßnahmen im Jahr 2012 aus dem Ergebnis eines Plan-Ist-Vergleichs der davor liegenden Jahre kein Rückschluss auf die Planungstreue oder -untreue für die Zeit nach der Restrukturierung gezogen werden können. Zum anderen haben die Gutachter ergänzend das Geschäftsjahr 2014 herangezogen und festgestellt, dass in diesem Jahre ebenso wie im Jahr 2013 eher von einer zu positiven Planung auszugehen ist. Anhaltspunkte für eine - zu Lasten der Antragsteller gehenden - zu negativen Planung gibt es nicht.

Nicht zu beanstanden sind auch die Annahmen zu Steigerungen der Personalkosten. Die Angemessenheitsprüfer haben ihre Annahmen durch ihre ergänzenden Ausführungen in der mündlichen Verhandlung am 31. Mai 2016 schlüssig begründet.

Ebenfalls nicht zu beanstanden ist, dass bei der Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses in der Phase Zeitraum der „ewigen Rente“ die Planung aus dem letzten Geschäftsjahr des Detailplanungszeitraums 2017 nicht übernommen wurde. Mit der Phase der „ewigen Rente“ soll ein durchschnittlicher, nachhaltig zu erwirtschaftender Ertrag abgebildet werden. Grundlage hierfür hat die Phase der Detailplanung zu sein, bei deren Fortschreibung jedoch zu berücksichtigen ist, dass ein Durchschnittswert zu bilden ist. Dabei kann dahingestellt bleiben, ob stets von dem letzten Detailplanungsjahr auszugehen ist, oder der gesamte Zeitraum der Detailplanung zu berücksichtigen ist, da die Bewertungsprüfer von dem letzten Jahr der Detailplanung - dem Jahr 2017 - ausgegangen sind und die Angemessenheitsprüfer hiervon ausgehend die Prognose eines nachhaltigen Wachstums von 1 % angenommen haben. Den Antragstellern, die die Plausibilität dieser Annahme bezweifeln, ist einzuräumen, dass gegenüber

der Prognose für das letzte Planungsjahr 2017 ein deutlich geringerer Wert angesetzt wird. Nach den Erläuterungen der Prüfer hat die Kammer dennoch keine durchgreifenden Zweifel an den Annahmen der Prüfer, wobei auch hinsichtlich dieses Parameters gilt, dass es keinen einzig richtigen oder wahren Wert gibt. Die Kammer hält die Ausführungen des Sachverständigen für überzeugend. Zunächst einmal ist zu berücksichtigen, dass die nextevolution AG über steuerliche Verlustvorträge verfügt, die im Lauf der Zeit abgebaut werden, so dass die steuerliche Belastung steigt und die Erträge nach Steuern sinken. Die Bewertungsprüfer haben daher in sachgerechter Weise eine Phase der technischen Fortschreibung bis 2022 gebildet, in der dieser Effekt abgebildet wird. Diese Phase wird zwar nicht gesondert berücksichtigt, sondern ist Teil der Phase „ewige Rente“. Aus dem Effekt erklärt sich jedoch zum Teil der prognostizierte Rückgang von Erträgen. Zum anderen haben die Angemessenheitsprüfer in der mündlichen Verhandlung plausibel erläutert, dass bei der Ermittlung der nachhaltig zu erzielenden Ergebnisse eine Vielzahl von Faktoren zu berücksichtigen sind, die ein durchschnittliches Wachstum von nur 1 % plausibel erscheinen lassen. Hierzu zählt der Umstand, dass nach der Restrukturierung von einer vergleichsweise schlechten Ausgangslage ausgehend hohe Steigerungsraten prognostiziert worden sind und mit dem letzten Planjahr der Detailplanung als Grundlage für die Prognose des nachhaltigen Ergebnisses ein aus Sicht der Angemessenheitsprüfer optimistischer Ansatz gewählt worden ist. Mit einer Fortsetzung einer solchen Entwicklung bis in die Ewigkeit kann nicht gerechnet werden. Schon die Annahme, dass ein Unternehmen ewig am Markt tätig sein kann, ist eine optimistische Annahme. Erst recht gilt dies für die Annahme, dass auf Dauer Steigerungsraten in einer Höhe zu erzielen sind, die mit den Steigerungsraten der Detailplanung vergleichbar sind. Zu berücksichtigen sind weiter konjunkturelle Veränderungen, die dazu führen können, dass Unternehmen Leistungen wie die der nextevolution AG weniger stark nachfragen oder Investitionen in diesem Bereich verschieben, ebenso wie es erneut zu unternehmensbezogenen Einbrüchen kommen kann; mögliche Umsatzrückgänge sind bei der Prognose des nachhaltigen Erfolgs zu berücksichtigen. Wie die Angemessenheitsprüfer in der mündlichen Verhandlung am 31.5.2016 erläutert haben, sind von ihnen zur Prüfung der Plausibilität auch Marktdaten ausgewertet haben, die ein eher bescheidenes Wachstum ausweisen. Dass es sich bei der IT-Branche um einen Wachstumsmarkt handelt, kann die Einschätzung nicht in Zweifel ziehen. Dies haben die Prüfer berücksichtigt, dabei aber auch bewertet, dass sich ein Wachstum in diesem Bereich auch auf die Preisentwicklung auswirken kann und zu bedenken ist, dass Fachkräfte benötigt werden, um die im IT-Bereich ein starker Wettbewerb herrscht.

Abschließend gelangen die Angemessenheitsprüfer und mit ihnen die Kammer zu dem Ergebnis,

dass die Ertragskraft als Ausgangspunkt für den Unternehmenswert sachgerecht ermittelt worden ist.

d) Die von den Prüfern sachgerecht ermittelten Erträge, die den Antragstellern zukünftig zufließen würden, ist auf den Stichtag zu diskontieren, um so ihren Barwert zu ermitteln. Dafür ist ein Kapitalisierungszinssatz herzuleiten, der sich aus einem Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammensetzt. Dabei gilt auch für die einzelnen Parameter, die zur Bildung des Kapitalisierungszinssatzes herangezogen werden, dass es sich nicht um einzig wahre, rechnerisch exakt zu ermittelnde Werte handelt, sondern diese im einzelnen und in ihrer Gesamtheit ebenfalls einer Schätzung unterliegen.

aa) Der Basiszins bildet die Verzinsung einer risikofreien, zum Bewertungsobjekt laufzeitäquivalenten Alternativanlage ab. Da im Regelfall eine Unternehmensbewertung eine unendliche Lebensdauer des Bewertungsobjekts unterstellt, muss der Basiszins ebenfalls zum Stichtag die Rendite einer risikolosen Alternativanlage mit unendlicher Laufzeit abbilden. In der Praxis gibt es jedoch weder unendlich laufende noch vollkommen risikolose Anleihen. Insofern kann der Basiszins nicht direkt am Markt beobachtet werden, sondern muss aus beobachtbaren Daten geschätzt werden (so OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12a W 2/15 –, Rn. 63, juris).

Die Bewertungsprüfer haben als Basiszinssatz einen Wert von 2,0 % vor Steuern und 1,47 % nach Steuern zu Grunde gelegt. Die Herleitung und Berechnung des Basiszinssatzes ist von den Angemessenheitsprüfern bestätigt worden und nicht zu beanstanden. Der Basiszins ist von den Bewertungsgutachtern unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum vom 17. Juli 2014 bis zum 16. Oktober 2014 mit gerundet 2,00 % (vor Steuern) ermittelt worden. Dabei ist es ein sachgerechter und nicht zu beanstandender Ansatz, bei der Festlegung des Basiszinssatzes als Schätzungsgrundlage nicht auf den exakten Wert am Stichtag (Hauptversammlung) abzustellen, sondern Durchschnittsrenditen aus den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten zu bilden, und - den Empfehlungen des Fachausschusses für Betriebswirtschaft (FAUB) folgend - den einheitlichen Basiszinssatz auf 0,25 %-Punkten zu runden. Die Einwände einiger Antragsteller hiergegen gehen fehl.

bb) Auch die Festlegung eines Risikozuschlages ist von dem Bewertungsgutachter nach der Begutachtung durch die Angemessenheitsprüfer sachgerecht erfolgt. Die Prüfer haben hierfür das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und das darauf aufbauende Tax-CAPM herangezogen.

Hierbei handelt es sich um ein anerkanntes Modell, gegen dessen Heranziehung keine Bedenken bestehen. Nach diesem Modell setzt sich der Risikozuschlag aus den Parametern „Marktrisikoprämie“ und „Beta-Faktor“ zusammen.

Mit der Marktrisikoprämie soll die Differenz zwischen der erwarteten Rendite einer Aktienanlage und der Rendite bei einer risikofreien Anlage erfasst werden (Überrendite). Die Prüfer halten eine Marktrisikoprämie von 5,5 % für angemessen. Hierbei handelt es sich um den Mittelwert der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertungen (FAUB) des IDW empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach Steuern. Während der FAUB in der Vergangenheit Marktrisikoprämien zwischen 4 % und 5 % nach Steuern befürwortet hatte, hat er in einer Stellungnahme vom 12.09.2012 unter Berücksichtigung der Auswirkungen der Finanzmarktkrise eine höhere Marktrisikoprämie in der Bandbreite von 5 % und 6 % (nach Steuern) empfohlen. An dieser Empfehlung hält der FAUB nach einer Mitteilung über die 118. Sitzung des FAUB im Jahr 2016 fest. Die genannten Spannen werden weiterhin für sachgerecht gehalten. Die Bewertungsgutachter haben sich mit der Kritik an dieser Empfehlung auseinandergesetzt, ihr aber nicht folgen wollen. Die Angemessenheitsprüfer haben sich intensiv damit auseinandergesetzt (vgl. den als Anlagen zu dem Protokoll vom 31. Mai 2016 überreichten Aufsatz des Prüfers [redacted] und die Studie der [redacted]) und sind letztlich zu dem Ergebnis gelangt, dass trotz der Unzulänglichkeiten des Modells und der Empfehlungen durch die FAUB diese eine geeignete Schätzungsgrundlage darstelle; bei zu beobachtender gleichbleibender Renditeerwartung und gesunkenem Basiszins müsse zwangsläufig die Marktrisikoprämie steigen, so dass es im Ergebnis richtig sei, dass die Marktrisikoprämie hoch gestuft worden sei, auch wenn es hierfür keine große empirische Basis gebe. Die Kammer folgt dieser Einschätzung der Gutachter und teilt nicht die Fundamentalkritik einzelner Antragsteller. Die Kammer teilt die Einschätzung des OLG Karlsruhe in dem Beschluss vom 18. Mai 2016, dass „von einer nach einheitlichen Grundsätzen abzuleitenden Marktrisikoprämie nicht die Rede sein kann. Dies ist unvermeidliche Folge des Umstands, dass einerseits der Gesetzgeber auf nähere Vorgaben zur Bestimmung des Unternehmenswerts im Rahmen von Spruchverfahren verzichtet hat und andererseits in der Wirtschaftswissenschaft ein allgemeiner Konsens über die Ermittlung einer Marktrisikoprämie bisher nicht zustande gekommen ist (OLG Karlsruhe, Beschl. v. 06.02.2012 - 12 W 69/08). Auch ein weiterer Sachverständiger wäre daher nicht in der Lage, diejenigen Fragen abschließend und zweifelsfrei zu klären, die seit Jahren Gegenstand einer bislang nicht abgeschlossenen intensiven Auseinandersetzung innerhalb der Wirtschaftswissenschaft sind. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie nur durch eine stets mit Zweifeln behaftete Schätzung ermittelt werden (Senat, Beschl. v. 01.04.2015

- 12a W 7/15, juris Rn. 92; AG 2015, 789, juris Rn. 57; OLG Stuttgart, NZG 2011, 1346, juris Rn. 383)“ (so (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12a W 2/15 –, Rn. 69, juris).

Eine solche Schätzung haben die Prüfer vorgenommen; dass es andere Studien und wissenschaftliche Veröffentlichungen gibt, wie die von Prof. Dr. Großfeld, auf die sich ein Teil der Antragsteller berufen, kann nicht in Frage stellen, dass die Methode der Prüfer zu einem sachgerechten Schätzungsvorschlag führt.

Dies gilt auch für den sogenannten Betafaktor, der das unternehmensspezifische Risiko abbilden soll und in die Ertragswertermittlung in der Weise eingeht, dass die Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor multipliziert wird. Dabei gehen die Prüfer zunächst davon aus, dass die Bewertungsgutachter zu Recht davon ausgegangen ist, dass ein unternehmensindividueller Betafaktor nicht ermittelt werden kann bzw. der Wert von 0,5 (S. 14 unten des Protokolls vom 31.5.2016) nicht aussagefähig ist, da der Handel mit Aktien der nextevolution AG nicht ausreichend liquide ist. Der Betafaktor kann daher nur aus der Analyse börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer- Group) abgeleitet werden. Das haben die Bewertungsgutachter getan und in Übereinstimmung mit den Anforderungen des IDW S 1 eine Peer-Group gebildet; die Angemessenheitsprüfer haben diese Vorgehensweise als sachgerecht bewertet und auch den ermittelten, unverschuldeten Beta-Faktor von 0,9 bestätigt. Gegenüber den Antragstellern, die dies beanstanden, ist einzuräumen, dass es sich bei den für die Peer - Group herangezogenen Unternehmen zum Teil um deutlich größere, global operierende Unternehmen handelt. Die Angemessenheitsprüfer haben jedoch in der mündlichen Verhandlung am 31. Mai 2016 nachvollziehbar erläutert, dass sich dies nicht zum Nachteil der Antragsteller auswirkt, da bei größeren Unternehmen ein geringerer Risikoaufschlag verlangt wird, so dass sich die Berücksichtigung dieser Unternehmen werterhöhend auswirkt.

Schließlich fließt in den Risikozuschlag für die Zeit der „ewigen Rente“ der sogenannte Wachstumsabschlag ein, der mit 1 % bemessen wurde und damit unter der auch langfristig zu erwartenden Inflationsrate liegt. Dies wird von einem Teil der Antragsteller beanstandet. Im Ergebnis greifen die Bedenken der Antragsteller hiergegen jedoch nicht durch. Die Bewertungsgutachter, deren Herleitung von den Angemessenheitsprüfern überprüft und als zutreffend erachtet wurde, haben ihr Ergebnis mit einer Vielzahl von Faktoren begründet. Zum einen ist berücksichtigt worden, dass die nextevolution AG in einem wettbewerbsintensiven Umfeld tätig ist und eine Marktanalyse ergab, dass nachfragebasierte Trends und Innovationen kurzfristig zu Änderungen der Marktstrukturen führen kann. Hinzukommt, dass auf dem Markt -

wie schon in anderem Zusammenhang thematisiert worden ist - ein Fachkräftemangel herrscht und dies als Risiko hinsichtlich der Wachstumsaussichten eingeschätzt wird. Es ist deshalb nachvollziehbar und plausibel, dass vor diesem Hintergrund zu erwarten ist, dass inflationsbedingte Kostensteigerungen nicht vollen Umfangs durch höheren Umsatz kompensiert werden können, so dass ein Wachstumsabschlag anzusetzen ist, der unter der Inflationsrate liegt.

Im Hinblick darauf, dass viele Antragsteller kritisieren, dass ein Wachstumsabschlag von 1 % angesichts der deutlich höheren Inflationsraten letztlich bedeuten würde, dass das Unternehmen Jahr für Jahr schrumpfe und schließlich vom Markt verschwinden werde, ist darauf hinzuweisen, dass sich das Wachstum aus Investitionen und der hierfür nach den Bewertung der Prüfer vorgesehenen Thesaurierung ergeben wird.

Nach allem sind die ermittelten Kapitalisierungszinssätze von 6,42 bzw. 5,42 für die Phase der ewigen Rente sachgerecht ermittelt worden und stellen eine geeignete Schätzungsgrundlage dar.

e) Weitere werterhöhende Umstände, wie etwa Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind von den Bewertungsgutachtern nicht festgestellt worden. Die Überprüfung durch die Angemessenheitsprüfer haben zu keinen Beanstandungen geführt.

e) Ausgehend von dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Ertragswert und dem Kapitalisierungszinssatz errechnet sich somit ein Ertragswert des Unternehmens von 9.557.000 Euro; bei 1.533.572 Stückaktien ergibt sich daraus ein Ertragswert von 6,23 Euro pro Aktie, die den Minderheitsaktionären zugesprochen wurden.

Die Barabfindung ist somit angemessen und die Anträge sind zurückzuweisen.

3. Die Kostenentscheidung folgt aus §§ 15, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat die Gerichtskosten die Antragsgegnerin zu tragen. Es gibt keine besonderen Gesichtspunkte der Billigkeit im Sinne von § 15 Abs. 1 SpruchG, die es rechtfertigen würden, ausnahmsweise den Antragstellern die Gerichtskosten aufzuerlegen. Die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters hat ebenfalls der Antragsgegnerin zu tragen (§ 6 Abs. 2 SpruchG). Ihre außergerichtlichen Kosten haben die Parteien selbst zu tragen. Die Anordnung einer Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin sieht das SpruchG nicht vor. Für die Anordnung einer Übernahme von Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin nach § 15 Abs. 2 SpruchG besteht keine

Veranlassung, nachdem die Anträge erfolglos waren

Die Festsetzung des für die Gerichtskosten maßgeblichen Geschäftswerts beruht auf § 74 Satz 1 GNotKG. Da es zu keiner Erhöhung der Barabfindung kommt, ist der Mindestgeschäftswert von € 200.000,00 einschlägig. Dieser Wert ist nach § 6 Absatz 2 Satz 3 SpruchG auch für den Gegenstandswert maßgeblich, nach dem sich die Vergütung des gemeinsamen Vertreters richtet.

4. Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben. Sie ist binnen eines Monats nach Zustellung dieses Beschlusses beim Landgericht Hamburg, Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg, durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen. Die Beschwerde ist nur zulässig, soweit der Wert des Beschwerdegegenstands € 600,00 übersteigt.