

beschließt das Hanseatische Oberlandesgericht - 13. Zivilsenat - durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht                    die Richterin am Oberlandesgericht                    und die Richterin am Oberlandesgericht                    am 28.12.2016:

Die Beschwerden der Antragsteller zu 17, 48, 50, 53 - 58, 93, 108 - 109, 110 -111, 114 und 120 gegen den Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 21.03.2014 werden zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten und die Kosten des Gemeinsamen Vertreters fallen nach einem Gegenstandswert von € 200.000 der Antragsgegnerin zur Last. Im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt.

### **Gründe:**

I

Wegen des Sach und Streitstandes 1. Instanz wird auf die Darstellung in der angefochtenen Entscheidung Bezug genommen.

Die Beschwerdeführer verfolgen ihr Ziel einer Heraufsetzung der Barabfindung weiter; soweit sie ihre Rechtsmittel begründet haben, tragen sie im Wesentlichen wie folgt vor:

Der **Antragsteller zu 17** wendet sich zunächst gegen die Ermittlung der Marktkapitalisierung der Antragsgegnerin durch die sachverständigen Prüfer - ein nachvollziehbarer Grund für den

Kurseinbruch der Aktie am 15.12.2008 sei tatsächlich nicht ersichtlich; da diese Kursbewegung nach einem zuvor über Monate stabilen Kursverlauf bei ca. € 13.- ausschließlich der Antragsgegnerin zu Gute gekommen sei, habe die Kammer es pflichtwidrig unterlassen, aufzuklären, wie es zu dieser Entwicklung gekommen sei.

Das Landgericht habe sich auch mit den einzelnen Bewertungsrügen nicht hinreichend beschäftigt, so sei etwa das geplante Wachstum im Bereich des e-commerce viel zu gering angesetzt worden.

Wenn die Kammer mit dem Risikozuschlag gem. § 203 BewG argumentiere, so übersehe sie dabei, dass dieser Wert vor Steuern gelte und nach Steuern zu einer Marktrisikoprämie (im Folgenden: MRP) von 3,3% führe.

In keiner Weise nachvollziehbar sei die Umrechnung verschuldeter in unverschuldete beta-Faktoren hinsichtlich der Unternehmen der peer group.

Der Wachstumsabschlag müsse sich nach den Berechnungen von I auf mehr als die angenommenen 2,1% belaufen.

Weiter hätten mögliche Zuführungen aus dem steuerlichen Einlagenkonto - dessen genauen Stand die Kammer habe ermitteln müssen - berücksichtigt werden müssen.

Schließlich sei nicht beachtet worden, dass die Veräußerungsgewinne bei der Mehrzahl der Aktionäre steuerfrei sein müssten und daher nicht mit einem Steuersatz von 12,5% hätten belegt werden dürfen.

Schließlich sei das hier angewandte TAX-CAPM ohnehin ein untaugliches Bewertungsmodell, da es faktisch zu einer Doppelbesteuerung führe.

Der **Antragsteller zu 48** macht sich im Wesentlichen das Beschwerdevorbringen der Antragsteller zu 108 und 109 zu Eigen. Er ist im Übrigen der Auffassung, dass nach den Ausführungen des sachverständigen Prüfers in der mündlichen Verhandlung vor dem Senat davon auszugehen sei, dass die Prüfer tatsächlich eine vollständig neue - und damit „anlassbezogene“ - Planung aufgestellt hätten: Damit aber sei die ursprüngliche Planung des Unternehmens für 2009 vorzulegen.

Die **Antragstellerin zu 50** beanstandet zunächst, dass während der Planphase von einer Vollthesaurierung der anfallenden Gewinne ausgegangen werde, diese also weder mittelbar, noch unmittelbar den Antragsgegnern zugerechnet worden seien. Dies entspreche nicht den Maßgaben des IdW S 1, Stand 2008, Tz. 26.

Nicht sachgerecht sei auch die Belastung der in Planphase II angesetzten Ausschüttungen mit Abgeltungssteuer in voller Höhe, obwohl die Antragsgegnerin über ein steuerliches Einlagenkonto gem. § 27 Abs. 2 KStG verfügt habe; allein der Umstand, dass nach den Planungen der Antragsgegnerin keine Ausschüttungen aus diesem Konto vorgesehen gewesen seien, rechtfertige es nicht, die Anteilseigner in voller Höhe mit Steuerabzügen zu belasten.

Zu Unrecht unberücksichtigt sei geblieben, dass die Mehrheit der Aktionäre keiner Kursgewinnbesteuerung unterlegen habe, soweit sie nämlich ihre Anteile vor dem 31.12.2008 erworben hätten. Die Entwicklung des free floats an Aktien der Antragsgegnerin zeige, dass bei ihr tatsächlich von langen Haltedauern der Aktionäre auszugehen sei.

Schließlich sei die MRP weit überhöht, die entsprechende Empfehlung des IdW unrealistisch, angemessen seien allenfalls 3,25%.

Schließlich sei zu Unrecht nicht der beta-Faktor der peer group von 0,83 angewandt, sondern für 2009 auf 1,09 erhöht und für die Folgejahre auf 0,99 gelevered worden, was nicht nachzuvollziehen sei.

Die **Antragstellerin zu 93** beanstandet gleichfalls die Höhe der MRP, für die nicht mehr als 3,25% angesetzt werden dürften, sowie den Umstand, dass nicht das peer group beta verwandt worden sei.

Die **Antragsteller zu 108 und 109** behaupten, dass die Antragsgegnerin, bzw. der hinter dieser stehende Hedge Fonds APAX, den Börsenkurs der Gesellschaft gezielt zu ihren Zwecken manipuliert hätten - ohne die fragliche Verhaltensweise würde dieser auch nach dem 15.12.2008 bei etwa € 13,- verharren haben. Das Verhalten der Antragsgegnerin lasse auf ein entsprechendes, planvolles Vorgehen schließen.

So habe die Antragsgegnerin bei Abgabe des Übernahmeangebotes im April 2008 erklärt, dass bei der Zielgesellschaft mittelfristig kein squeeze-out erfolgen solle (Anl. BF 2, Ziffer 8.5); auch im

investment agreement vom 15.04.2008 und nochmals in der ad-hoc-Mitteilung vom 26.05.2008 fänden sich entsprechende Aussagen. Eine etwa zeitgleich abgegebene fairness opinion der NordLB habe den Angebotspreis von € 13/Aktie als wertangemessen eingeordnet. In einer weiteren ad-hoc-Mitteilung vom 03.07.2008 sei mitgeteilt worden, dass die Antragsgegnerin die Grenze von 85% Anteilsbesitz an der Zielgesellschaft erreicht habe, zugleich sei die Absicht, die d+s europe AG mittelfristig als selbständiges Unternehmen zu erhalten, nochmals bestätigt worden.

Zu diesen Erklärungen passe es jedoch nicht, dass die Antragsgegnerin nach Auslaufen des Übernahmeangebotes weitere 10,41% der Aktien zum Preis von € 13/Stück erworben habe, bis die zur Durchführung eines squeeze-out erforderliche Quote von 95% erreicht gewesen sei, wobei sie - entgegen der Pflicht aus § 23 Abs. 2 WpÜG - diese Aktienerwerbe nicht öffentlich gemacht habe. Gleichzeitig - nämlich am 16.12.2008 - seien den Vorstandsmitgliedern und Verkaufsoptionen für 150.000 bzw. 50.000 Aktien zum Preis von € 13 je Aktie eingeräumt worden, wobei diese Vorstandsmitglieder der Antragsgegnerin korrespondierend entsprechende Kaufoptionen eingeräumt hätten, wobei auch insoweit die Bekanntmachungspflichten nach WpÜG bzw. WpHG verletzt worden seien. Die geschuldeten Veröffentlichungen seien erst am 02.07.2009 nachgeholt worden, offenbar um einen Stimmrechtsverlust der Antragsgegnerin auf der über den squeeze-out befindenden Hauptversammlung der Zielgesellschaft am 27.07.2009 zu vermeiden.

Zwischenzeitlich sei der Aktienkurs der Zielgesellschaft, der von Juli bis Dezember 2008 bei etwa € 13/Stück verharrt habe, sprunghaft auf ca. € 8/Aktie zurückgegangen.

Die Antragsgegnerin habe den Kurs damit für einen dreimonatigen Zeitraum heruntergedrückt, um sodann am 14.04.2009 die zuvor geleugnete Absicht der Durchführung eines squeeze-out bekannt zu machen.

Damit aber hätten so zahlreiche Anhaltspunkte für eine Manipulation des Börsenkurses durch die Antragsgegnerin vorgelegen, dass es nicht nur gerechtfertigt, sondern sogar geboten gewesen wäre, den für die Bemessung des Aktienkurses maßgeblichen Referenzzeitraum nicht auf die drei Monate vor Bekanntwerden der squeeze-out-Absicht zu legen, sondern vielmehr auf einen Zeitraum abzustellen, in dem der Kurs bei € 13/Aktie gelegen habe. Die „Stollwerck“-Entscheidung des BGH gebe hierfür die entsprechende Handhabe, da nach dieser Entscheidung (BGH II ZB 18/09, Rn. 27, letzter Satz) Manipulationen des Kurses bei der Auswahl des Referenzzeitraumes im Einzelfall sehr wohl zu berücksichtigen seien. Nur auf diesem Wege

sei im Übrigen bei Sachverhalten der vorliegenden Gestaltung eine angemessene und der europäischen Übernahmerichtlinie (RL 2004/25/EG, dort Art. 17) entsprechende Sanktionierung des aufgezeigten gezielten Verstoßes gegen Publizitätspflichten möglich. Jedes andere Vorgehen würde die nach der Richtlinie bestehenden Informationspflichten aushöhlen; die Antragsteller zu 108 und 109 sind insoweit der Auffassung, dass diese Rechtsfrage durch Vorlage an den EuGH gem. Art. 234 EGV zu klären sei.

Jedenfalls aber habe die Kammer dem Vortrag zu Kursmanipulationen weiter nachgehen müssen.

Im Übrigen zwingt vorliegend schon § 53a AktG hier ausnahmsweise dazu, Vorerwerbspreise dahingehend zu berücksichtigen, dass der Kurs von € 13/Aktie für die Bemessung der Barabfindung maßgeblich sein müsse, da den Organmitgliedern [redacted] und [redacted] über die o.g. Optionen die Möglichkeit einer Veräußerung zu € 13/Stück eingeräumt worden sei, während alle anderen außenstehenden Aktionäre mit € 9,87/Aktie abgefunden werden sollten. Es sei offenkundig, dass die Organmitglieder bei der Festlegung der für die Bemessung der Abfindung relevanten Planungen zu anderen Resultaten gelangt sein würden, hätten auch sie ihre Aktien zu lediglich € 9,87/Stück verlieren sollen. Hierin liege eine mit § 53a AktG nicht in Einklang zu bringende Ungleichbehandlung

Nicht hinreichend berücksichtigt habe die Kammer, dass die von den sachverständigen Prüfern verwandte Planung eine besonders kritisch zu würdigende anlassbezogene Planung gewesen sei, weshalb die Kammer der Antragsgegnerin gem. § 7 Abs. 7 S. 1 SpruchG die Vorlage der kompletten Planungsunterlagen habe aufgeben müssen. Dem im Beschwerderechtszug von der Antragsgegnerin vorgelegten Unterlagen sei zu entnehmen, dass hier tatsächlich sehr wohl eine „Anlassplanung“ vorgenommen worden sei, da die d+s europe AG entgegen dem bisherigen Vortrag der Antragsgegnerin sehr wohl über mehrere Jahre geplant habe. Damit sei tatsächlich eine komplette Neubegutachtung des Unternehmenswertes erforderlich, da diese Mehrjahresplanung den bisher befassten Wirtschaftsprüfern offenbar nicht zur Verfügung gestanden habe.

Auch unter Berücksichtigung der Aussagen der Zeugen [redacted] und [redacted] ergebe sich, dass ganz offenbar eine „anlassbezogene“ Plananpassung um 35% nach unten, und zwar unzulässigerweise durch die Bewertungsgutachter von [redacted] erfolgt sei. Dies sei im Übrigen auch durch den sachverständigen Prüfer bestätigt worden, der angegeben habe, auf den von der Gesellschaft gelieferten Daten (nur) „aufgesetzt“ zu haben, womit die eigentliche Datengrundlage

offenbar von            erstellt worden sei.

Nicht nachvollziehbar sei insbesondere die Vollthesaurierung während der Detailplanungsphase ohne jede direkte Abbildung dieses Gesamtbetrages von ca. € 70.000.000 im Ertragswert des Unternehmens; dies sei besonders unplausibel vor dem Hintergrund der erheblichen Liquiditätsreserve der d+s europe AG von ca. € 32.000.000.

Falsch bemessen sei schließlich die MRP: die Anknüpfung an § 203 BewG lasse außer Betracht, dass das vereinfachte Bewertungsverfahren gem. § 200 BewG die Abgeltungssteuer nicht berücksichtige.

Nicht nachvollziehbar sei die Bemessung des beta-Faktors: die Einordnung der d+s europe AG in die „new economy“ sei insoweit ein substanzloses Schlagwort, die peer group nicht plausibel zusammengesetzt, die Ableitung der Werte sehr stark davon abhängig, welche Vergleichsindices herangezogen würden.

Jedenfalls müsse der Senat im Hinblick auf die Frage, welche Auswirkungen Manipulationen des Aktienkurses auf die Bemessung des Referenzzeitraumes hätten bzw. wie im Spruchverfahren sachgerecht auf Verstöße gegen Informationspflichten zu reagieren sei, die Rechtsbeschwerde gem. § 70 FamFG zulassen. Gleiches gelte für die möglichen Auswirkungen eines Verstoßes gegen § 53a AktG.

Die **Antragsteller zu 110 und 111** haben lediglich auf die Ausführungen der übrigen Beschwerdeführer Bezug genommen.

Die **Antragsteller zu 114 und 120** nehmen ebenfalls im Wesentlichen auf die Beschwerdebegründung der Antragsteller zu 108 und 109 Bezug und führen weiter aus, dass vorliegend Vorerwerbspreise gerade im Hinblick auf die den Vorstandsmitgliedern eingeräumten Verkaufsoptionen relevant seien - denn aus der Einräumung dieser Optionen gehe hervor, dass offenbar auch der Vorstand der Zielgesellschaft den Preis von € 13/Aktie für angemessen erachtet habe. Es zeigten sich so zahlreiche Anhaltspunkte für eine raffinierte Kursmanipulation, dass hier nicht auf den Verlauf des Aktienkurses im üblichen Referenzzeitraum abgestellt werden könne.

Der **Gemeinsame Vertreter** ist gleichfalls der Auffassung, dass der Referenzzeitraum im Hinblick auf den begründeten Verdacht von Kursmanipulationen durch die Antragsgegnerin hier unzutreffend festgelegt worden sei. Er meint, dass die sehr hohen Umsätze in der Zeit zwischen dem 10. und 19.12.2008 - unter Berücksichtigung des Umstandes, dass die Antragsgegnerin zu diesem Zeitpunkt bereits offensichtlich einen squeeze-out angestrebt habe - den Schluss auf eine Kursmanipulation durch die Antragsgegnerin so nahelegten, dass sachgerechter Weise auf einen „unbeeinflussten Zeitraum“ vom 01.07.2008 - 30.06.2009 abzustellen sei, was zu einem Durchschnittskurs von € 12,63/Aktie führe.

Im Übrigen sei auf die MRP das beta der peer group von 0,83 anzuwenden gewesen und nicht das „levered beta“ von 1,0, dessen Herleitung nicht plausibel dargelegt worden sei.

Die **Antragsgegnerin** verteidigt die angefochtene Entscheidung. Es hätten keinerlei Kursmanipulationen von ihrer Seite stattgefunden, auch weitere Ermittlungen durch das Landgericht seien nicht angezeigt gewesen.

Die von ihr gezahlten Vorerwerbspreise seien irrelevant: Ein im Rahmen eines Übernahmeangebotes gezahlter Preis sei ohne Aussagekraft für die Bemessung einer im Rahmen eines squeeze-out zu zahlenden Barabfindung.

Auch § 53a AktG führe nicht dazu, dass auf gezahlte Vorerwerbspreise abzustellen sei; insbesondere verpflichte die Norm nur die Gesellschaft zur Gleichbehandlung der Aktionäre, nicht aber einen Mitaktionär zur Gleichbehandlung anderer Aktionäre. Zudem seien die mit den Vorstandsmitgliedern und vereinbarten Optionen tatsächlich nicht bzw. jedenfalls im Ergebnis nicht ausgeübt worden. - nachdem ein zwischenzeitlicher Verkauf an die Antragsgegnerin rückabgewickelt worden sei - habe seine Aktien an einen unbekanntem Erwerber veräußert, die Aktien von habe die Antragsgegnerin im Rahmen des squeeze-out zu € 9,87/Stück erworben.

Soweit die Meldung der Optionsgeschäfte erst im Juli 2009 erfolgt sei, habe dies auf einer - möglicherweise fehlerhaften - Rechtsauskunft beruht.

Die Angaben in den Angebotsunterlagen, wonach mittelfristig kein squeeze-out beabsichtigt gewesen sei, seien zutreffend gewesen, tatsächlich habe die Antragsgegnerin einen squeeze-out

erstmalig im April 2009 geprüft. Die außerbörslichen Erwerbe nach Auslaufen des Übernahmeangebotes seien von ihr ordnungsgemäß gemeldet worden (Anl. AG 10 bis AG 18).

Das Absinken des Aktienkurses im Dezember 2008 habe schlicht darauf beruht, dass die Antragsgegnerin nach Erreichen der 95%-Schwelle ihre Käufe eingestellt habe, woraufhin sich der Kurs dann dem Ertragswert von € 8/Aktie angenähert habe. Dies sei eine durchaus typische Entwicklung.

Im Übrigen komme eine Verschiebung der Referenzzeitraumes ohnehin nicht in Betracht, da die Minderheitsaktionäre ja gerade durch die Ermittlung des Ertragswertes hinreichend geschützt seien.

Die Ermittlung des Ertragswertes sei gleichfalls nicht zu beanstanden.

Eine sog. „Anlassplanung“ habe gerade nicht vorgelegen, die von den Bewertungsgutachtern und den sachverständigen Prüfern verwandten Planungsunterlagen seien im Rahmen des regelmäßigen, rollierenden Planungsprozesses der Zielgesellschaft erstellt worden. Die Wachstumsannahmen seien nicht zu beanstanden. Sachgerecht sei auch die Vollthesaurierung in der Detailplanungsphase, da auf diesem Wege eine Binnenfinanzierung des working capital und eine Rückführung der Finanzverbindlichkeiten erreicht werden konnte. Auch die vorhandenen liquiden Mittel seien zur Reduzierung der Verbindlichkeiten verwandt worden. Dies habe über den niedrigeren Verschuldungsgrad zu einem niedrigeren beta und zudem zu einer Erhöhung der Ausschüttungen in der Phase der ewigen Rente geführt und sei damit den aussenstehenden Aktionären sehr wohl zu Gute gekommen.

Der Ansatz einer Steuerbelastung von typisiert 50% des Nominalsteuersatzes zzgl. Solidaritätszuschlag sei sachgerecht und entspreche den Empfehlungen des FAUB des IdW. Das steuerliche Einlagenkonto gem. § 27 KoStG sei insofern irrelevant, da auch in der Phase der ewigen Rente den ausschüttbaren Gewinn übersteigende Ausschüttungen tatsächlich nicht geplant gewesen seien.

Der Kapitalisierungszinssatz sei zutreffend bemessen worden, die MRP von 4,5% liege in der Mitte der vom FAUB des IdW vorgeschlagenen Spanne von 4 - 5%.

Auch der beta-Faktor sei korrekt ermittelt worden - die Peer group sei im Hinblick auf Geschäftsfeld und Größe der Unternehmen sachgerecht zusammengestellt gewesen, auch die Einbeziehung ausländischer Unternehmen sei insoweit nicht zu beanstanden.

Der Wachstumsabschlag sei zutreffend, tatsächlich sogar eher hoch angesetzt worden.

Das steuerliche Einlagenkonto gem. § 27 KöStG stelle keinen selbständig zu berücksichtigenden Sonderwert dar.

Weder eine Vorlage an den EuGH, noch die Zulassung der Rechtsbeschwerde seien geboten, alle durch die Antragsteller aufgeworfenen Fragen seien bereits höchstrichterlich geklärt.

Auf Anforderung durch den Senat hat die Antragsgegnerin mit Schriftsatz vom 12.07.2016 das zwischen ihr und der d+s europe AG geschlossene „Investment Agreement“ vom 15.04.2008, sowie die „fairness opinion“ vom 26.05.2008 zur Akte gereicht; beide Unterlagen wurden den anderen Beteiligten zur Verfügung gestellt.

Der Senat hat Beweis erhoben durch uneidliche Vernehmung der Zeugen [ ] und [ ] sowie ausführliche Anhörung des sachverständigen Prüfers Wirtschaftsprüfer [ ] wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das Sitzungsprotokoll vom 21.09.2016 Bezug genommen. Wirtschaftsprüfer [ ] hat im Nachgang zur mündlichen Verhandlung auf Bitten des Senats eine Aufstellung zum Handel in Aktien der d+s europe AG zwischen dem 10.12.2008 und dem 30.01.2009 zur Akte gereicht (Bl. 1704 d.A.), die den Beteiligten mit dem Protokoll übermittelt wurde.

II.

Die zulässigen Beschwerden der Antragsteller haben in der Sache keinen Erfolg, das Landgericht hat die Anträge auf Erhöhung der Barabfindung im Ergebnis zu Recht zurückgewiesen, die hiergegen erhobenen Rügen dringen nicht durch.

#### 1.) maßgeblicher Aktienkurs

Die Kammer hat bei der Bestimmung des im Rahmen der Ermittlung des Abfindungsbetrages maßgeblichen Aktienkurses zu Recht auf den Referenzzeitraum der drei Monate vor Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme, hier also vom 14.01.2009 - 13.04.2009 - abgestellt

Es besteht im Ergebnis kein hinreichender Anlass, einen anderen, als diesen nach der

Rechtsprechung des BGH (II ZB 18/09, Rn. 20) grundsätzlich relevanten Zeitraum für die Ermittlung des Kurswertes zu Grunde zu legen.

a) Allerdings kann nicht der Auffassung der Kammer gefolgt werden, dass selbst eine bewusste Beeinflussung des Kursverlaufes durch den den squeeze-out betreibenden Hauptaktionär nicht zu einer Verschiebung des Referenzzeitraumes führen könne (S. 17 des angefochtenen Beschlusses).

Zwar hat der BGH in der „Stollwerck“-Entscheidung ausgesprochen, dass die Wahl eines - gemessen am Kursverlauf - für ihn besonders günstigen Bekanntmachungszeitpunktes durch den Hauptaktionär eine Verschiebung des Referenzzeitraumes nicht gebiete, da eben typischerweise die Einleitung von Strukturmaßnahmen in der freien Entscheidung der Beteiligten stehe und zudem die Minderheitsaktionäre über die Anknüpfung an den Unternehmenswert als Mindestbemessungsgröße der Entschädigung sowie durch § 15 WpHG gegen Manipulationen beim Bekanntgabezeitpunkt hinreichend geschützt seien (aaO., Rn. 27).

Zugleich aber hat der BGH auch argumentiert, dass es „im Übrigen ...den Antragstellern im Spruchverfahren unbenommen (bleibe), konkrete Anhaltspunkte für eine Einflussnahme auf den Aktienkurs im Referenzzeitraum darzulegen (BGH aaO., Rn. 27, I. Satz). Dies kann nur dahingehend verstanden werden, dass bei Vorliegen von konkreten Anhaltspunkten für Manipulationen eine von der Regel abweichende Bestimmung des Referenzzeitraumes sehr wohl in Betracht kommt.

Den Minderheitsaktionären ist es jedoch nicht gelungen, solche hinreichend konkreten Anhaltspunkte für Kursmanipulationen darzulegen, die auch durch die vom Senat durchgeführte Beweisaufnahme nicht aufgedeckt worden sind.

Allerdings ist unzweifelhaft, dass der konkrete Kursverlauf (wie etwa dargelegt im Bericht der sachverständigen Prüfer vom 01.07.2009 - S. 56) mit dem relativ starken Absinken der Kurse im Dezember 2008 für die Antragsgegnerin bezogen auf die Bemessung der Abfindung gem. § 327b AktG ausgesprochen günstig war.

Weiter besteht in der Tat der dringende Verdacht, dass die Antragsgegnerin im Gegensatz zu ihren Angaben im Investment Agreement vom 15.04.2008, dort § 5, Ziff. 5.1., von vornherein beabsichtigte, bei der Zielgesellschaft einen squeeze-out durchzuführen - anders ist der Umstand, dass sie nach Auslaufen ihres Übernahmeangebotes zum Kurs von € 13/Aktie unmittelbar weiter zukaufte und dies genau bis zur Grenze eines Anteilsbesitzes von 95%, kaum

zu erklären. An dieser Bewertung ändert auch der Umstand nichts, dass die Antragsgegnerin diese Zukäufe ausweislich der Anl. AG 10 - AG 18 offenbar ordnungsgemäß nach § 23 Abs. 2 WpÜG bekannt gemacht hat.

Zweifellos auffällig ist auch, dass es gerade in dem Moment, in dem die Antragsgegnerin mit ihrer Dauerorder zu € 13/Stück vom Markt ging, zu außergewöhnlich großen Umsätzen zu deutlich niedrigeren Kursen kam: Während im November das Umsatzvolumen durchaus überschaubar war (Bericht der sachverständigen Prüfer vom 01.07.2009 - S. 56), kam es ausgerechnet vom 12. - 19.12.2008 zu deutlich größeren Umsätzen, wobei vor allem die großen Umsätze vom 16. - 18.12.2008 (vgl. vom sachverständigen Prüfer vorgelegte Aufstellung „DSJ GR Equity, Quelle Bloomberg - Bl. 1704 d.A.) den Kursverfall herbeiführten, während es in der Folgezeit (mit Ausnahme des 29.12.2008) zu vergleichbar erheblichen Umsätzen nicht mehr kam. Auch diese Entwicklung ließe sich durchaus mit der gezielten Intervention eines an einem Kursverfall interessierten Marktteilnehmers erklären. Insoweit ist die Auffassung des sachverständigen Prüfers (s. S. 44 des Sitzungsprotokolls vom 21.09.2016), dass es typischerweise zu einem Absinken des Börsenkurses kommt, wenn eine zuvor zu einem relativ hohen Kurs stehende Dauerkauforder aus dem Markt genommen wird zwar sicherlich überzeugend - sie erklärt jedoch für sich genommen nicht, weshalb es unmittelbar nach Auslaufen dieser Order zu großen Umsätzen zu um ca. 35% niedrigeren Kursen kam. Diese Entwicklung ist - außer durch ein gezieltes Drücken des Kurses - wohl nur dadurch zu erklären, dass erhebliche Positionen von dritter Seite ohne Limit in den Markt gegeben wurden und dies auch noch an mehreren Tagen (insbesondere 17. - 19.12.2008), an denen dem fraglichem Verkäufer der am 16.12.2008 eingetretene Kursverfall bereits bekannt war; dies ist allerdings selbstverständlich ein denkbare Szenario, dass sich durch die verschiedenen Motive des/der Verkäufer erklären lassen mag.

Allein die vorgenannten Auffälligkeiten rechtfertigen nach Auffassung des Senats ein Abgehen vom regelmäßig zu betrachtenden Referenzzeitraum noch nicht, hierfür wären weitergehend konkrete Anhaltspunkte für Manipulationen erforderlich.

Dass gezielt nach Mitte Dezember 2008 Verkäufe durch die Antragsgegnerin selbst vorgenommen worden seien, ist nicht ersichtlich - sie bestreitet dies ausdrücklich (Schriftsatz vom 28.03.2013, S. 7) - und zumindest für die Zeit seit dem 31.12.2008 ist ein unveränderter Depotbestand auch belegt (Depotauszug Anl. 5 zum vorgenannten Schriftsatz).

Soweit insbesondere die Antragsteller zu 108 und 109 der Auffassung sind, dass der Aktienbestand der früheren Vorstandsmitglieder I und I über den zwischen der

Antragsgegnerin und diesen Herren im Dezember 2008 Optionsvereinbarungen geschlossen worden sind, zu Kursmanipulationen genutzt worden seien, ist der Senat dem durch Vernehmung dieser beiden Zeugen nachgegangen.

Beide Aussagen waren insoweit jedoch schon unergiebig. Der Zeuge [redacted] hat angegeben, mit Ausnahme der mit der Antragsgegnerin geschlossenen Aktionärsvereinbarung aus dem Dezember 2008 (mit der wechselseitig Optionsrechte eingeräumt wurden) mit niemandem irgendwelche sonstigen Abreden über seinen Aktienbesitz getroffen zu haben und schließlich 48.500 seiner 50.000 Aktien im Februar 2010 unter Mitwirkung des [redacted] zu € 10,45 verkauft und für die restlichen 1.500 Stück im squeeze-out mit der festgelegten Entschädigungssumme abgefunden worden zu sein (Sitzungspotokoll vom 21.09.2016, S. 13/14). Auch die von dem Zeugen berichteten Aktienleihen können im Zusammenhang mit der Kursentwicklung im Dezember 2008 nach seiner Aussage keine Rolle gespielt haben, der Zeuge hat seine ursprüngliche Aussage, wonach diese Geschäfte im Januar 2009 stattgefunden hätten (aaO., s. 14 unten), dahingehend korrigiert, dass sie tatsächlich im Jahre 2007 oder Anfang 2008 durchgeführt worden seien (aaO., S. 17/18).

Der Zeuge [redacted] hat berichtet, den Großteil seines Aktienbestandes sowie der Aktien seiner Ehefrau unter Geltung des Übernahmeangebotes im Juli 2008 eingeliefert zu haben und die restlichen 150.000 Stück, die dann Gegenstand der Aktionärsvereinbarung mit der Antragsgegnerin geworden seien, Anfang 2010 über [redacted] zu € 10,53/Stück veräußert zu haben (aaO., S. 24 - 26). Auch er hat die Durchführung irgendwelcher weiteren Geschäfte, das Bestehen irgendwelcher weiterer Abreden zu diesen Aktien verneint (aaO., S. 27 Mitte und letzter Absatz).

Soweit die Antragsgegner bzw. -vertreter in der mündlichen Verhandlung diese Abläufe hinterfragt und insbesondere angezweifelt haben, ob die Begründungen der Zeugen für diese Abläufe plausibel seien, da sie doch über Ziehung der ihnen eingeräumten Optionen bessere wirtschaftliche Ergebnisse hätten erzielen können, führt dies zu keiner anderen Bewertung. Abgesehen davon, dass beide Zeugen für die fraglichen Abläufe durchaus plausible Erklärungen dahingehend geben konnten, dass es wegen der ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung der d+s europe AG zu Auseinandersetzungen mit der Antragsgegnerin gekommen sei, die die Erfüllung der Optionen verweigert habe, würden auch begründete Zweifel an Glaubhaftigkeit der Aussagen oder Glaubwürdigkeit der Zeugen nicht dazu führen, dass deren Aussagen im Sinne des Vorbringens der Antragsteller zu Kursmanipulationen positiv ergebnisbringend wären.

Zu keinem anderen Ergebnis führt im Übrigen der Umstand, dass die Zeugen möglicherweise die Meldung der Optionsgeschäfte gem. § 23 Abs. 2 i.V.m. 31 Abs. 6 WpÜG seinerzeit nicht rechtzeitig vorgenommen haben: Allerdings könnte dies wiederum ein Umstand sein, der sich stimmig in ein Konzept zur Manipulation des Kursverlaufes einfügen könnte - jedoch nur, wenn der Aktienbestand der beiden Zeugen tatsächlich in diesem Sinne genutzt worden wäre, was jedoch gerade nicht erwiesen ist.

Weitere Ermittlungsansätze zur Frage einer Kursmanipulation sind nicht ersichtlich.

Im Rahmen einer Gesamtabwägung gelangt der Senat zu dem Resultat, dass damit keine hinreichenden Anhaltspunkte für eine Beeinflussung des Kursverlaufes mit Auswirkung auf den üblichen Referenzzeitraum vorliegen: Die letztlich allein verbleibenden Umstände, dass die Kursentwicklung der Antragsgegnerin, die allem Anschein nach bei Eintritt des Kursverfalls bereits zum squeeze-out entschlossen war, bestens zu pass kam und die hohen Umsätze in der dritten Dezemberwoche 2008 nicht recht erklärlich sind, genügen insoweit nicht. Hierbei kann nicht außer Betracht bleiben, dass der Börsenkurs der d+s europe AG im Verlauf des ersten Halbjahres 2008 zwischen € 8 und € 10/Stück schwankte und noch recht kurze Zeit vor Wirksamwerden des Übernahmeangebotes sogar knapp unter € 8/Stück notierte, um erst in der Zeit unmittelbar vor dem 01.07.2008 auf ca. € 10/Stück zu steigen (vgl. Übertragungsbericht vom 30.06.2009, S. 106). Damit aber ist es auch nicht unplausibel, dass in dem Kurseinbruch vom Dezember 2008 eine Korrektur auf den eigentlich marktgerechten Preis gelegen haben könnte; an dieser Möglichkeit ändert auch der Umstand nichts, dass die Nord LB in ihrer Fairness Opinion vom 26. Mai 2008 den von der Antragstellerin gebotenen Preis von € 13/Aktie als „fair“ eingestuft hatte, da hier eine wirklich substantielle Begründung für diesen teils deutlich über der bisherigen Marktkapitalisierung liegenden Wert gerade nicht gegeben wird.

b) Entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 108 und 109 gebietet es auch das Gleichbehandlungsgebot aus § 53a AktG nicht, den relevanten Börsenkurs anders als von der Kammer vorgenommen zu bestimmen, insbesondere ist nicht an den Preis von € 13/Aktie anzuknüpfen, den die Antragsgegnerin im Rahmen der mit den Zeugen und geschlossenen Aktionärsvereinbarungen abmachte.

Eine direkte Anwendung der Norm kommt dabei von vornherein nicht in Betracht, da Normadressat die Gesellschaft selbst und ihre Organe sind - die Ungleichbehandlung liegt hier nach Auffassung der Antragsteller jedoch in den zwischen den Organmitgliedern und einerseits und der Antragsgegnerin andererseits geschlossenen Optionsvereinbarungen,

die sicherstellten (oder doch sicherstellen sollten), dass die beiden Zeugen ihren restlichen Aktienbestand auch nach Auslaufen des Übernahmeangebotes noch zu € 13/Stück würden veräußern können. Darin liegt allerdings eine Ungleichbehandlung im Verhältnis zu allen anderen nach Ablauf des Übernahmeangebotes noch außenstehenden Aktionären - die Bevorzugung der Organmitglieder erfolgte jedoch nicht durch die Gesellschaft, sondern durch einen anderen Aktionär.

Auch eine analoge Anwendung der Norm oder doch der ihr zugrundeliegenden Rechtsgedanken auf einen Sachverhalt, in dem im Vorfeld eines squeeze-out der (später) die Strukturmaßnahme betreibende Hauptaktionär bestimmte andere Aktionäre gegenüber sonstigen aussenstehenden Aktionären bevorzugt behandelt, kommt nicht in Betracht. Dabei kann hier dahinstehen, ob grundsätzlich die Voraussetzungen einer Analogie gegeben sind oder jedenfalls der Rechtsgedanke des § 53a AktG anwendbar ist (so wohl LG Hannover Beschluss vom 22.08.2012, 23 AktE 149/10, S. 14 - 16). Denn auch im Anwendungsbereich von § 53a AktG sind sachlich gerechtfertigte Ungleichbehandlungen sehr wohl gestattet (Hölters-Solveen, AktG. 2011, § 53a, Rn. 10). Insoweit aber hat die Beweisaufnahme ergeben, dass der Vortrag der Antragsteller zu 108 und 109, wonach die Antragsgegnerin sich durch die fraglichen Optionsvereinbarungen der Mitwirkung des Vorstandes im Übernahmeprozess habe versichern wollen, tatsächlich zutrifft: Der Zeuge      hat insoweit angegeben (Sitzungsprotokoll vom 21.09.2016, S. 24), gegenüber der Antragsgegnerin frühzeitig geltend gemacht zu haben, dass hinsichtlich des Aktienpaketes, das er aus steuerlichen Gründen nicht im Rahmen der Übernahme habe einliefern können, eine Regelung gefunden werden müsse. Damit aber bestand aus Sicht der Antragsgegnerin durchaus begründeter Anlass, mit diesen beiden Aktionären eine von der allgemeinen Regelung abweichende Vereinbarung zur künftigen Übernahme der Aktien zu treffen. Ob hierin bezogen auf die beiden Organmitglieder ein gegenüber den anderen Aktionären pflichtwidriges Verhalten lag, kann dahinstehen, jedenfalls war es (soweit die Meldepflichten nach WpÜG beachtet wurden) Sache der Antragsgegnerin zu entscheiden, aus welchen Motiven sie bei Erwerbsvorgängen außerhalb des Übernahmeangebotes welchem Aktionär welchen Preis bot.

c) Substantiierte Einwendungen gegen die Ermittlung des gewichteten Durchschnittskurses im Referenzzeitraum durch die beteiligten Wirtschaftsprüfer sind auch im Beschwerdeverfahren nicht erhoben wurden.

Es verbleibt damit dabei, dass der maßgebliche Kurswert mit € 8,09/Aktie anzusetzen ist und er folglich - da hinter dem Ertragswert zurückbleibend - für die Bemessung der Abfindung gem. §

327c AktG nicht maßgeblich ist.

## 2.) Planannahmen

Auch die insoweit erhobenen Einwendungen der Beschwerdeführer greifen nicht durch, der Senat nimmt hierzu zunächst auf die zutreffenden Ausführungen der Kammer auf S. 19/20 der angefochtenen Entscheidungen Bezug.

Konkret angegriffen wird insoweit (abgesehen von der Vollthesaurierung in der Detailplanungsphase - dazu s.u.) seitens des Antragstellers zu 17 die aus seiner Sicht zu geringe Wachstumserwartung im Bereich e-commerce von nur 20,6% p.a..

Dem ist nicht weiter nachzugehen - allein der Hinweis auf den günstigeren Verlauf eines Mitbewerbers (Schriftsatz des Antragstellers zu 17 vom 27.06.2011, Bl. 942 d.A.) bietet keinen hinreichend substantiierten Anlass für weitere Ermittlungen, vielmehr ist insoweit entscheidend, dass Bewertungsgutachter und sachverständige Prüfer die Planung des Unternehmens insgesamt als eher ambitioniert eingeschätzt und auch im Bereich e-commerce auf Basis von Analystenschätzungen als angemessen angesehen haben (Bericht Bewertungsgutachter Rn. 174), wobei auch nicht außer Acht gelassen werden darf, dass die eben als ambitioniert eingestufte Planung mit den Ist-Werten des Jahres 2009 tatsächlich verfehlt wurde (sachverständiger Prüfer , Sitzungsprotokoll vom 21.09.2016, S. 47, 2. Absatz).

Auch die grundsätzliche Kritik verschiedener Antragsteller, dass hier tatsächlich eine nicht plausible sog. „Anlassplanung“ vorgelegen habe, weshalb eine komplette Neubegutachtung nach zuvoriger Vorlage sämtlicher Planungsunterlagen für das Jahr 2009 erfolgen müsse, greift im Ergebnis nicht durch.

Allerdings ist den Antragstellern darin beizutreten, dass eine sog. „Anlassplanung“, d.h. eine gerade mit Rücksicht auf die Durchführung des squeeze-out erstellte Planung, äußerst vorsichtig zu bewerten ist, da es nicht fernliegt, dass hier die Tendenz bestehen könnte, den Unternehmenswert zur Vermeidung einer hohen Abfindung über besonders pessimistische Planannahmen gering zu halten.

Jedenfalls im Grundsatz lag hier jedoch keine „Anlassplanung“ vor: Es besteht keine Veranlassung an den von den sachverständigen Prüfern bestätigten Angaben der Bewertungsgutachter zu zweifeln, dass im April 2009 der ursprünglich nur jeweils das Folgejahr erfassende Planungsprozess im Rahmen der Etablierung neuer Controlling-Prozesse auf drei Jahre erweitert wurde (Bericht Bewertungsgutachter Rn. 153).

Allerdings hat der sachverständige Prüfer ausgeführt (aaO., S.52), dass das Unternehmen eine wirklich detaillierte Planung immer nur für ein Jahr vornahm, weshalb für das Jahr 2009 letztlich die Werte tragend geworden seien, die aus den teilweise (für die ersten Monate) schon vorliegenden Ist-Werten und den vom Unternehmen erstellten Forecast 2009 stammten. Für die Folgejahre habe dann keine regelrechte, detaillierte und zentrale Bottom-Up-Planung mehr vorgelegen, gearbeitet worden sei hier seitens der Wirtschaftsprüfer mit zentral vom Finanz- und Rechnungswesen des Unternehmens erstellten Prognosen (aaO., S. 53).

Auch dieses Vorgehen des Unternehmens bzw. der beteiligten Wirtschaftsprüfer ist letztlich zu akzeptieren und zwingt nicht zur - retrospektiv wohl auch tatsächlich unmöglichen - nachträglichen Erstellung einer Detailplanung für die Jahre 2010 und 2011 durch neu hinzuzuziehende Sachverständige, wie dies von mehreren Antragstellern gefordert wird.

Der sachverständige Prüfer hat insoweit überzeugend ausgeführt (aaO., S. 53, 2. Absatz), dass nach den tatsächlichen Gegebenheiten im Unternehmen dieses mit Rücksicht auf sein Geschäftsmodell schon Schwierigkeiten hatte, auch nur für ein Jahr eine wirklich genaue Planung vorzulegen, was durch die mit den Werten für die Jahre 2006 und 2007 unterlegte Feststellung der Bewertungsgutachter zur sehr mäßigen Planungstreue des Unternehmens (Bericht Bewertungsgutachter Rnrn. 154 - 163) untermauert wird. Auch der Zeuge [Name] (aaO., S. 20) und der Zeuge Plate (aaO., S. 34) haben bestätigt, dass die detaillierte Planung des Unternehmens lediglich bis zum Ende des auf das laufende folgenden Geschäftsjahres reichte. Der Zeuge [Name] hat weiter ausgesagt, dass für die weitere Zukunft lediglich eine prozentuale Fortschreibung der Kerngrößen der G+V, etwa EBIT, EBITDA und Umsatz, erfolgte, da ein Mehr an Planung gar nicht möglich gewesen sei (aaO., S. 35); daher habe es im Frühjahr 2009 für die Jahre 2010 -2012 tatsächlich nur entsprechende Prognosen gegeben (aaO., S. 36).

Auch wenn Standard im Rahmen einer Unternehmensbewertung eine drei- bis fünfjährige Detailplanungsphase ist, so ist hierbei doch letztlich immer von den Gegebenheiten des konkreten Unternehmens auszugehen, auch die Minderheitsaktionäre haben sich an dem Unternehmen, so wie es steht und liegt, und mit eben den Abläufen und damit auch

Planungsprozessen beteiligt, wie sie sich in der Realität darstellen, auch wenn sie etwa einem betriebswirtschaftlichen Idealbild nicht entsprechen sollten.

Da ansonsten eine Ermittlung des Unternehmenswertes (gleich ob im Bewertungsverfahren des Tax-CAPM oder im DCF-Verfahren) unmöglich wäre und - abgesehen von der Marktkapitalisierung - nur noch auf mit noch weit größeren Unsicherheiten behaftete Bewertungsverfahren (etwa nach Multiplikatoren) zurückgegriffen werden könnte, muss bei Sachverhalten der vorliegenden Gestaltung auch auf eine im Sinne der üblichen Maßstäbe (etwa nach IdW S 1) eigentlich unvollständige Planung zurückgegriffen werden können. Entscheidend muss insoweit sein, ob nach Einschätzung der mit der Bewertung befassten Sachverständigen eine (noch) hinreichend valide Bewertungsgrundlage gegeben ist - dies aber haben vorliegend nicht nur die Bewertungsgutachter, sondern auch die sachverständigen Prüfer bejaht. Dass es im Rahmen der Einarbeitung der Ist-Werte für 2009 sowie der zum Zeitpunkt der Prüfung vorliegenden forecasts zu gezielten, die außenstehenden Aktionäre benachteiligenden Eingriffen in die vorliegende Planung für 2009 gekommen wäre, haben sowohl der Zeuge I (aaO., S. 37), als auch der sachverständige Prüfer (aaO., S. 54) verneint. Dass es überhaupt zu Aktualisierungen der forecasts kam (sachverständiger Prüfer I, aaO., S. 53, vorl. Absatz), war den konkreten Abläufen im Unternehmen geschuldet und damit auch nach dem Vorgesagten von den außenstehenden Aktionären hinzunehmen.

### 3.) Vollthesaurierung in der Detailplanungsphase

Insoweit ist den Antragstellern darin zu folgen, dass die Angaben der Bewertungsgutachter zur Verwendung der durch die Vollthesaurierung (planerisch) zur Verfügung stehenden Mittel im Bericht der Bewertungsgutachter (insbesondere Rn. 209) ausgesprochen dürftig sind. Insoweit hat jedoch die Anhörung des sachverständigen Prüfers ergeben, dass die fraglichen Beträge in der Tat zur Binnenfinanzierung des Unternehmens verwandt werden sollten und insoweit über eine Steigerung des Unternehmenswertes bzw. späterer Erträge in der Phase der ewigen Rente nach der Planung (auch) den aussenstehenden Aktionären zu gute gekommen sind.

Der sachverständige Prüfer hat insoweit überzeugend ausgeführt, dass über die thesaurierten Beträge, die zu diesem Zwecke bilanziell den Gewinnrücklagen zugeführt werden sollten, zum einen eine Finanzierung des im Rahmen der Ausweitung des Geschäfts ansteigenden working capitals, maßgeblich der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, erfolgen sollte (aaO., S. 58 und 60). Diese Angaben des sachverständigen Prüfers werden im Übrigen durch die Aussage

des Zeugen gestützt (aaO., S. 39 unten), wonach gerade in den Jahren 2008/2009 - was im Hinblick auf den Ausbruch der Finanzkrise plausibel erscheint - große Kunden versucht hätten, die Zahlungsziele zu strecken, was in der Tat eine erhebliche Ausweitung des working capital zur Folge haben konnte.

Zum anderen hat der sachverständige Prüfer auch die im Bewertungsgutachten (Rn. 209, S. 78 oben) gleichfalls angesprochene geplante Verwendung der Thesaurierungsbeträge zur Rückführung der Fremdfinanzierung bestätigt (aaO., S. 59) und auch plausibel machen können, weshalb gleichwohl das verschuldete beta für 2011 um einen Basispunkt höher angesetzt worden war als für 2010 (aaO., S. 59, Mitte; nämlich aufgrund eines zwischenzeitlichen Wiederanstiegs der Verschuldung).

#### 4.) Marktrisikoprämie

Auch der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 4,5% ist nicht zu beanstanden.

Insoweit hat die Kammer sich für den auch von den Bewertungsgutachtern und sachverständigen Prüfern in Ausübung ihres gutachterlichen Ermessens angenommenen Mittelwert der seinerzeit geltenden Empfehlung des FAUB des IdW entschieden.

In Ermangelung irgendeiner besseren Erkenntnismöglichkeit folgt der Senat diesem Ansatz: Wie die sachverständigen Prüfer zutreffend andeuten (Bericht S. 40), war zum Stichtag - und ist bis heute - der wissenschaftliche Diskussionsprozess (wenn nicht Glaubensstreit) um die Bemessung der Marktrisikoprämie nicht entschieden. Dem Senat ist aus jahrelanger Befassung mit Spruchverfahren bekannt, dass sich über empirische Studien Spannbreiten der Marktrisikoprämie von einer Unterrendite von Aktien von bis zu 1,80% bis zu Überrenditen von mehr als 6% „nachweisen“ lassen. Dies lässt erkennen, dass die zwingende Herleitung einer allein „richtigen“ allgemeinen Marktrisikoprämie aufgrund empirischer Untersuchungen schlicht unmöglich ist und damit auch keinesfalls im Rahmen eines Spruchverfahrens durch Einholung von Sachverständigengutachten erfolgen kann, die den bereits vorliegenden nur eine weitere Studie hinzufügen würden.

Damit aber, d.h. ohne eine eindeutige wissenschaftliche Entscheidung dieser Frage, gewinnt für den Ansatz der Marktrisikoprämie nach Auffassung des Senats die Bewertungspraxis entscheidende Bedeutung, da - sofern nicht schlicht auf die Marktkapitalisierung abgestellt werden kann - nur über sie jedenfalls in etwa verobjektivierte Aussagen zum Wert eines

Unternehmens erlangt werden können. Die Praxis der Wirtschaftsprüfer aber folgt, wie dem Senat aus zahlreichen Spruchverfahren bekannt ist, so gut wie immer den Vorschlägen des FAUB des IdW, die auf diesem Wege tatsächlich prägend für die Ermittlung von Unternehmenswerten werden. Damit besteht auch hier kein Anlass, von der Wahl des Mittelwertes der vom IdW für den Bewertungsstichtag vorgeschlagenen Marktriskoprämie durch die Sachverständigen abzuweichen.

Dies umso mehr, als insbesondere die Bewertungsgutachter (Bericht S. 42), den Versuch unternommen haben, durch Vergleich verschiedener empirischer Studien die Empfehlung des FAUB zu untermauern.

Ob die ergänzende Argumentation der Kammer aus § 203 BewG wirklich schlüssig ist oder ob hier außer Acht gelassen wurde, dass insoweit die Abgeltungssteuer nicht berücksichtigt wird, kann damit offenbleiben.

#### 5.) beta-Faktor

Hinsichtlich des beta-Faktors nimmt der Senat Bezug auf die vollkommen zutreffende Begründung der Kammer - in der Tat erscheint der Ansatz eine durchschnittlichen betas von ca 1,0 für ein Unternehmen der „new economy“ eher zurückhaltend. Insoweit liegt hierin auch nicht ein bloßes „Schlagwort“, vielmehr entspricht es den Erfahrungen auch des Senats aus zahlreichen Spruchverfahren, dass Unternehmen, die sich an eher „neuen Märkten“ bewegen, die oft auch - wie hier der wesentliche Bereich „e-commerce“ - von rasantem Wachstum geprägt sind, durchschnittlich höheren Risiken ausgesetzt sind, als Unternehmen, die an weniger volatilen Märkten auftreten.

Die Antragsteller zu 108 und 109 missverstehen zudem die zutreffende Argumentation des Landgerichts (S. 21/22 des angefochtenen Beschlusses), die auch der Senat teilt: Allerdings ist die beta-Ermittlung über eine peer group noch größeren Ungewissheiten ausgesetzt, als die Verwendung des eigenen betas eines Unternehmens. Dies ändert aber nichts daran, dass das (tax-) CAPM immer noch das Standardverfahren der Unternehmenswertermittlung im Rahmen von Spruchverfahren ist und der beta-Faktor insoweit unverzichtbar ermittelt werden muss, womit bei Unverwertbarkeit des eigenen beta notwendig auf eine peer group zurückgegriffen werden muss. Dass das eigene beta der d+s europe AG mit Rücksicht auf das Übernahmeangebot, dass die Aktie von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelt hatte, nicht verwertbar war,

haben die Bewertungsgutachter plausibel dargelegt (Rn. 228).

Substantiierte Einwendungen zur Zusammensetzung der peer group, die zu ernsthaften Zweifeln an der von den Bewertungsgutachtern vorgenommenen und von den sachverständigen Prüfern akzeptierten Auswahl der einbezogenen Unternehmen führen könnten, sind weder in erster noch in zweiter Instanz vorgebracht worden. Insbesondere die Einbeziehung nicht in Deutschland ansässiger Unternehmen in die peer group ist im Rahmen der Bewertung eines Unternehmens mit dem hier vorliegenden Geschäftsfeld insbesondere internetgestützter Leistungen (Bewertungsgutachten Rn. 49), das zudem wie die d+s europe AG durchaus international aufgestellt ist (vgl. Bewertungsgutachten Rn. 38), sachgerecht.

Nach der Darstellung im Bewertungsgutachten (Rn. 232 - 233) sind die in die peer group einbezogenen Unternehmen jedenfalls nach Geschäftsfeld und Größenordnung durchaus der d+s europe AG vergleichbar.

Zweifel an der von den sachverständigen Prüfern nachvollzogenen (Bericht S. 46) Umrechnung in das unlevered beta (Bewertungsgutachten Rn. 234) bestehen nicht.

#### 6.) Wachstumsabschlag

Der durch den Antragsteller zu 17 erhobene Einwand, die Berechnung auf 2,1% sei nicht dargelegt worden, trifft nicht zu - die Bewertungsgutachter haben ausgeführt (Rn. 238 - 239) dass hier ein Wert leicht oberhalb der erwarteten Inflationsrate angesetzt wurde, die sachverständigen Prüfer haben sich hiermit detailliert auseinandergesetzt (Bericht S. 48 - 50).

Da - wie die Kammer zutreffend hervorhebt - der Ansatz eines Wachstumsabschlages oberhalb der erwarteten Inflationsrate im Rahmen einer Unternehmensbewertung bzw. eines Spruchverfahrens durchaus nicht die Regel ist und vielmehr dieser Faktor - wie aus zahlreichen Spruchverfahren gerichtsbekannt ist - meist deutlich hinter der prognostizierten Inflationsrate zurückbleibt, besteht auch hier kein weiterer Aufklärungsbedarf.

#### 7.) steuerliche Behandlung der Ausschüttungen / steuerliches Einlagenkonto

Der sachverständige Prüfer hat insoweit überzeugend ausgeführt, dass die Voraussetzungen für steuerfreie Ausschüttungen aus dem Rücklagenkonto gem. § 27 Abs. 2 KöStG nicht vorlagen.

insbesondere da nach den vorliegenden Planungen keine über das Ergebnis hinausgehende (also aus der Substanz zu erbringende) Ausschüttungen geplant waren.

Vor diesem Hintergrund ist auch die Aussage der sachverständigen Prüfer (Bericht S. 52) nachvollziehbar, dass steuerliche Sonderwerte - auch mit Rücksicht auf das steuerliche Einlagenkonto - nicht vorlägen.

Soweit einzelne Antragsteller sich gegen die pauschalierte Besteuerung der in der Phase der ewigen Rente thesaurierten Gewinnanteile wenden, hält der Senat an seiner ständigen Rechtsprechung fest, wonach dieses den Vorgaben des IdW S 1, 2008, Rz. 43 ff. entsprechende Verfahren, wie es vorliegend von den Bewertungsgutachtern angewandt (Rn. 216) und von den sachverständigen Prüfern nachvollzogen wurde (Bericht S. 26 oben), allein sachgerecht ist, ohne dass es auf konkrete Haltedauern in irgendeiner Weise ankäme - nur über diese typisierende Herangehensweise bleibt die Frage der Ausschüttungsbesteuerung im Rahmen einer Unternehmensbewertung und damit auch eines Spruchverfahrens überhaupt handhabbar.

Damit sind die Beschwerden der Antragsteller zurückzuweisen.

Die Nebenentscheidungen beruhen auf §§ 6 Abs. 2 S. 2, 3 und 15 SpruchG.

Die Voraussetzungen für die Zulassung der Rechtsbeschwerde gem. § 70 Abs. 2 FamFG liegen nicht vor: Dass es bei Kursmanipulationen grundsätzlich zu einer Verschiebung des maßgeblichen Referenzzeitraumes für die Bestimmung des umsatzgewichteten Durchschnittskurses der vom squeeze-out betroffenen Aktie kommen kann, ist - wie oben ausgeführt - bereits höchstrichterlich geklärt. Damit aber geht es vorliegend nur um die rein einzelfallbezogene Frage, ob entsprechende Manipulationen durch die Antragsgegnerin darlegt bzw. bewiesen wurden.

Gleiches gilt i.Ü. auch hinsichtlich der Argumentation insbesondere der Antragsteller zu 108 und 109 aus § 53a AKtG - ob über diese Norm eine Verschiebung des Referenzzeitraumes begründet werden kann, kann hier offenbleiben, da eine Ungleichbehandlung - wenn sie denn anzunehmen sein sollte - jedenfalls gerechtfertigt wäre (s.o.).

Schließlich ist auch keine Vorlage gem. Art. 234 EGV vorzunehmen: Ob Art. 17 der Richtlinie 2004/25/EG dahingehend auszulegen ist, dass er bei Verstößen gegen Pflichten nach dieser Richtlinie dazu führen kann, dass der Referenzzeitraum zur Kurswertbestimmung abweichend vom Regelfall festzulegen ist, kann hier dahinstehen, da entsprechende Verstöße der Antragsgegnerin, die mit Anl. AG 10 - 18 Meldungen nach § 23 Abs. 2 WpÜG vorgelegt hat, schon

nicht hinreichend dargelegt bzw. jedenfalls nicht bewiesen wurden.

