

Landgericht Berlin

Az.: 102 O 25/12 .SpruchG



Beschluss

**In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren
betreffend den Ausschluss der ehemaligen Minderheitsaktionäre
der Versatel AG**

Beteiligte:

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 05.02.2021 beschlossen:

1. Der angemessene Abfindungsbetrag gemäß § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Versatel AG wird auf jeweils 7,93 EUR für eine Stückaktie der Gesellschaft festgesetzt.
2. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.
3. Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens zu erstatten.
4. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf 528.857,10 EUR festgesetzt.
5. Die Beschwerde wird nicht zugelassen, wenn die Beschwer EUR 600,- nicht übersteigt.

Gründe:

1.
Mit dem vorliegenden Spruchverfahren begehren die Antragsteller mit unterschiedlicher Argumentation die Verbesserung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der Versatel AG auf Betreiben der Mehrheitsaktionärin

Die Versatel AG hatte ihren Sitz in Berlin und war im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg zur Nummer HRB 106782 B eingetragen. Sie war das Mutterunternehmen der Versatel-Gruppe, die am Bewertungsstichtag im Wesentlichen aus 17 von ihr unmittelbar und mittelbar abhängigen Unternehmen bestand und ihren betrieblichen Schwerpunkt in Düsseldorf hat. Die Kontrolle über diese Beteiligungen wurde durch die Zwischenholding Versatel Holding GmbH, Berlin, ausgeübt. Die Versatel AG selbst beschränkte sich als Holding auf die Ausübung von Verwaltungsfunktionen und betrieb daneben das zentrale Marketing und die strategische Entwicklung der Beteiligungen. Zwischen der Versatel AG und der Versatel Holding GmbH sowie zwischen dieser Gesellschaft und den jeweiligen Beteiligungsunternehmen bestanden Gewinnabführungsverträge.

Gemäß § 2 Abs. 1 der Satzung besteht der Unternehmensgegenstand der Versatel AG in dem direkten oder indirekten Erwerb, dem Halten, der Verwaltung und der Veräußerung von Beteiligungen an anderen Gesellschaften, insbesondere der deutschen Versatel Gruppe, sowie damit zusammenhängenden Geschäften.

Das Leistungsportfolio der Versatel-Gruppe besteht aus dem Angebot von Sprach-, Internet- und Datendiensten für Privat- und Geschäftskunden. Das Angebotsspektrum umfasst neben Festnetzanschlüssen (DSL und ISDN) unter anderem auch den Mehrwert-Bereich sowie Dienstleistungen im Mobilfunksektor. In seinem Netzgebiet ist Versatel einer der größten Anbieter für DSL- und Telefonieprodukte für Privatkunden. Die Gesellschaft kann hier auf ein eigenes, modernes Glasfasernetz mit einer Gesamtlänge von mehr als 45.000 Kilometern zurückgreifen, über welches circa 10 Millionen Haushalte in 32 der 50 größten deutschen Städte erreicht werden.

In den Jahren 2008 und 2009 entwickelte sich das Konzernergebnis mit Fehlbeträgen von 51 re-

spektive 42 Mio. € deutlich negativ. 2009 beschloss der Konzern aus diesem Grund eine strategische Neuausrichtung, die sich auf den Ausbau des Geschäfts rund um das eigene Netz fokussieren sollte, in dem der Konzern das wesentliche Alleinstellungsmerkmal gegenüber dem Wettbewerb sieht. In diesem Zusammenhang veräußerte Versatel zum 31. Juli 2010 sein Kabelgeschäft für einen Kaufpreis von 66 Mio. € an einen französischen Finanzinvestor.

In der zweiten Hälfte des Jahres 2010 startete Versatel ein „transform“ genanntes Programm, welches den Fokus auf Geschäftskunden weiter stärken und die Nutzung des eigenen Glasfasernetzes für die Segmente „Geschäftskunden“ und „Wholesale“ optimieren sollte. Im Massengeschäft waren nicht näher spezifizierte Effizienzsteigerungen vorgesehen.

Im Jahr 2011 ordnete der Konzern seine bis zu diesem Zeitpunkt in die drei Geschäftsbereiche Privatkunden, Geschäftskunden und Wholesale unterteilten Aktivitäten neu und fasste den Bereich der kleineren Geschäftskunden, die mit privatkundenähnlichen, nicht individualisierten Produkten versorgt wurden, mit demjenigen der Privatkunden zum neuen Bereich Massenmarkt zusammen. Im Zusammenhang mit dieser Restrukturierung wurde auch die Betreuung der Kunden des Massengeschäfts mit dem Ziel der Kostensenkung ausgelagert.

Hintergrund der hiermit verbundenen strategischen Ausrichtung auf den Markt der Versorgung mittlerer und größerer Unternehmen war die Einschätzung der Unternehmensleitung, dass der Markt im Geschäft mit Privatkunden wegen einer zunehmenden Marktsättigung keine erheblichen Wachstumspotenziale mehr aufweist und wegen des starken Wettbewerbs darüber hinaus von einer Schrumpfung des monatlichen Durchschnittsumsatzes pro Kunde und damit auch des Gesamtumsatzes auszugehen sei. Vor diesem Hintergrund sollen zwar die Umsatzpotenziale aus den Bestandskunden weiterhin ausgeschöpft, von einer weiteren aktiven Vermarktung der Produkte im Massenmarkt-Segment aber abgesehen werden. Daher bietet das Unternehmen für Endkunden zwar weiterhin standardisierte DSL-Lösungen an. Diese sind aber von der erzielbaren Bandbreite her begrenzt und gelten im Vergleich zu Konkurrenten als nicht besonders preisgünstig.

Die genannte Restrukturierung führte zu einem starken Umsatzrückgang im Bereich Massenmarkt sowie zu außerplanmäßigen und vollständigen Abschreibungen des diesem Segment zugeordneten Geschäfts- oder Firmenwerts im Jahr 2010. Gleichzeitig ergab sich ein Anstieg der liquiden Mittel durch den Zufluss des Kaufpreises aus der Veräußerung der Kabelgesellschaften. Das Gesamtergebnis des Jahres 2010 fiel mit einem Fehlbetrag von fast 122 Mio. € aber noch

einmal deutlich negativer aus als in den Vorjahren.

Im Geschäftssegment Geschäftskunden bietet die Gesellschaft mittleren und großen Unternehmen neben Sprach- und Breitbanddiensten auch individuelle Vernetzungslösungen sowie die unter dem Schlagwort „Unified Communication“ geführte Zusammenführung aller Kommunikationsdienste an. Wegen der zunehmenden Nutzung neuer Dienste wie Cloud Computing erwartet die Gesellschaft eine deutlich steigende Nachfrage nach höherer Bandbreite.

Freie Netzkapazitäten vermarktet Versatel über den Geschäftsbereich Wholesale. Kunden sind hier Festnetz-, Mobilfunk- und Kabelnetzbetreiber sowie Internetanschlussanbieter, die entweder über kein eigenes Netz verfügen oder zusätzliche Kapazitäten benötigen. Als einen Wachstumsmarkt hat Versatel hier die Vermarktung von Vernetzungspunkten zwischen Mobilfunknetzen mit der eigenen Glasfaserinfrastruktur ausgemacht, um die begrenzte Kapazität von Mobilfunkbetreibern vor allem in Ballungsräumen angesichts der deutlich steigenden Nutzung von Datendiensten zu erweitern. Dämpfend wirkt sich hier die Regulierung der Mobilfunkterminierungsentgelte durch die Bundesnetzagentur aus.

Das Grundkapital betrug 44.000.000,00 € und ist eingeteilt in 44.000.000 auf den Namen lautende, nennwertlose Stückaktien. Die erstmals im April 2007 an der Börse notierten Aktien waren zum Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen, wo sie im elektronischen Handelssystem XETRA und XETRA Frankfurt 2 notieren. Sie wurden darüber hinaus im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart gehandelt.

Antragsgegnerin und Hauptaktionärin der Versatel AG ist _____ mit
Sitz in Düsseldorf, die zwischenzeitlich in _____ umfirmiert hat.
Hierbei handelt es sich um eine Holdinggesellschaft, die sich im Besitz eines von Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. beratenen Fonds befindet. Sie ist damit mittelbar eine 100%-ige Tochtergesellschaft der an der New Yorker Börse notierten _____ Die

_____ gab am 28. Juni 2011 ein freiwilliges Übernahmeangebot für alle Aktien der Versatel AG zu einem Preis von 6,87 € je Aktie ab. Nach Beendigung des Übernahmeangebots am 17. August 2011 hatte die Antragsgegnerin diesen Anteil dann auf 98,70 % des Grundkapitals vergrößern können.

Dem Übernahmeangebot vorausgegangen war am 19. Mai 2011 der Abschluss einer Vereinbarung, nach der die United Internet AG sich verpflichtete, die von ihr an der Versatel AG gehalte-

nen 11.492.000 Aktien zu einem Stückpreis von 5,50 € an [redacted] zu veräußern. Nach der Vereinbarung bestand zu Gunsten der United Internet AG bis zum Ablauf von 17 Monaten nach Vollzug der Transaktion die Option, 25,1% der Anteile an der als der für die Übernahme gegründeten Obergesellschaft [redacted] zu gleichen Konditionen zu erwerben. Daneben bestand eine Call-Option auf den Erwerb von 100% der Gesellschaftsanteile an der [redacted]. Zugleich vereinbarten United Internet und [redacted] eine Zusammenarbeit hinsichtlich der Weiterentwicklung der Versatel AG sowie eine enge Kooperation im Privatkundengeschäft.

Auch die weiteren Großaktionäre [redacted] und [redacted] hatten ihre Pakete von 41,67% beziehungsweise 25,23% der Aktien an der Versatel AG zu einem Preis von 5,50 € an [redacted] verkauft.

Die außerordentliche Hauptversammlung der Versatel AG stimmte am 9. Februar 2012 der Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin zu. Zu diesem Zeitpunkt belief sich der Aktienanteil der Antragsgegnerin nach weiteren Zukäufen und Andienungen gemäß § 39c WpÜG auf 43.514.810 Aktien, was einem Anteil am Grundkapital von 98,90 % entsprach. Als Kompensation für diese Maßnahme setzte die Antragsgegnerin eine Barabfindung in Höhe von 6,84 € je Namensaktie fest, die aus dem durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der Versatel AG im Dreimonatszeitraum vor der Mittelung des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre abgeleitet wurde. Die von der Antragsgegnerin mit der Bewertung der Versatel AG beauftragte [redacted] war im Rahmen ihres Gutachtens zu dem Ergebnis gelangt, dass der Ertragswert der Gesellschaft bei einem Betrag von 5,63 € je Stückaktie liegt und damit den Börsenkurs unterschreitet.

[redacted] war im Rahmen der von ihr durchgeführten Bewertung von einem schnellen Abschmelzen der Privatkundenbasis ausgegangen, so dass dieses Segment in der Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2016 nur noch einen annuitätischen Wertbeitrag von lediglich 5,1 Mio. € und einem Gesamtwertbeitrag von 68,1 Mio. € beiträgt. Gesamtumsatzerlöse und Rohergebnis der Versatel sollten in der von [redacted] verwendeten Planung insgesamt sinken. Die EBITDA-Marge sollte von 20,3% gemäß der Hochrechnung für das Jahr 2011 zunächst auf 31,6% in 2013 ansteigen, um sich dann in der ewigen Rente auf ein Niveau von 28,0% einzupendeln. Im Rahmen der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes leitete die Bewertungsgutachterin den Basiszinssatz zwar zunächst aus der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank her und kam so zu einem gerundeten Zins vor Steuern von 2,75%. Diesen legte sie der Bewertung jedoch nicht zu Grun-

de, da sie ausführte, dass dieses Zinsniveau im Zusammenspiel mit der Marktrisikoprämie nicht den langfristigen Renditeerwartungen der Anleger entspreche. Da eine Anpassung der Marktrisikoprämie methodisch angreifbar sei, entschied sich für einen pauschalen Zuschlag auf den Basiszinssatz von 1,25%. Als Marktrisikoprämie brachte die Gutachterin entsprechend der zum Bewertungsstichtag geltenden IDW-Empfehlung eine Nachsteuerprämie von 4,5% in Ansatz. Den Betafaktor leitete aus den Marktdaten einer Gruppe von Vergleichsunternehmen ab und schätzte diesen dann unter Berücksichtigung der noch nicht abgeschlossenen Restrukturierung der Versatel AG auf einen Wert von 1,1. Den Wachstumsabschlag setzte mit 0,5% an, da es dem Unternehmen in der Vergangenheit nicht vollständig gelungen sei, Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite an die Kunden weiterzugeben. Bei einem geschätzten Ertragswert der Versatel AG zum 1. Januar 2012 von 244,52 Mio. € gelangte so zu einem Wert je Aktie zum Stichtag von 5,63 €. Dieser lag unterhalb des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses der Versatel Aktie im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme von 6,84 €.

Die Angemessenheit der Höhe der festgesetzten Abfindung war zuvor durch die vom Gericht bestellte Barabfindungsprüferin bestätigt worden. Das Prüfgutachten beschränkte sich in weiten Teilen auf eine Beschreibung und kurze Bewertung des Vorgehens von Die alleinige Abweichung ergab sich hinsichtlich der Bestimmung des Basiszinssatzes, bei dem der von vorgenommenen Anhebung nicht gefolgt ist. Im Übrigen hat die Prüferin die der Bewertung zu Grunde gelegte Planung nicht beanstandet und die von verwendeten Parameter als vertretbare Schätzer bezeichnet. Ein Ergebnis für den Ertragswert teilt die Prüferin in ihrem Gutachten nicht mit, sondern beschränkt sich auf die Feststellung, dass dieser den Börsenkurs nicht übersteigt. Eine Abfindung in dessen Höhe sei damit angemessen.

Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin sind in ihren Marktanalysen zu sehr ähnlichen Ergebnissen gelangt. Beide gingen davon aus, dass sich der Anteil der klassischen Telefonieprodukte im Festnetz deutlich rückläufig entwickeln wird, während die reine Datenübertragung einschließlich Mobilfunkdaten massiv an Bedeutung gewinnen würde.

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 26. März 2012 in das Handelsregister eingetragen und am 28. März 2012 bekannt gemacht. Im Dezember 2012 wurde die Gesellschaft in eine GmbH umgewandelt.

Zuvor hatte die United Internet AG am 14. November 2012 das Recht zum Erwerb von 25,1% der Anteile an der _____ ausgeübt. Die vertraglich vereinbarte Call Option verfiel daraufhin. Im September 2014 erfolgte der Abschluss eines Kaufvertrages zwischen der United Internet AG und _____ über deren verbliebene mittelbare Beteiligung an der Versatel GmbH in Höhe von 74,9%. Der vereinbarte Kaufpreis für diesen Anteil betrug 586 Mio. €.

Die Antragsteller greifen die von der Antragsgegnerin festgelegte Kompensation mit unterschiedlichen Begründungen als zu niedrig an.

Die Antragsteller halten die von der Gesellschaft vorgelegte Planung vom November 2011 für zu negativ. Mehrere Antragsteller machen geltend, diese sei offensichtlich unter dem Einfluss von _____ anlassbezogen aufgestellt worden und daher im Verfahren nicht als bindend anzusehen.

Die zu pessimistische Sichtweise zeige sich schon in der geplanten Abnahme von Umsätzen, Rohergebnis und Rohmargen zwischen den Jahren 2010 und 2015, auch im Bereich der Geschäftskunden. Das Ergebnis des Jahres 2009 solle erst in 2015 wieder marginal überschritten werden. Dies sei nicht mit den Verlautbarungen der Gesellschaft in ihren Geschäftsberichten in Einklang zu bringen, nach denen das 2009 eingeleitete Restrukturierungsprogramm ab Ende 2012 zu einer deutlich verbesserten Ausgangssituation mit deutlichen Ergebnissteigerungen in den Bereichen Business-to-Business und Wholesale habe führen sollen.

In der Planung spiegele sich die durch das eigene Glasfasernetz gegebene Zukunftsfähigkeit der Versatel AG nicht hinreichend wider. Der entsprechende Wettbewerbsvorteil sei durch die Gesellschaft in der Vergangenheit immer wieder betont worden, wobei er wegen des ansteigenden Bandbreitenbedarfs gerade erst in der Zukunft voll habe zum Tragen kommen sollen.

Schon unter diesem Gesichtspunkt sei die Annahme von zukünftigen Umsatzrückgängen nicht plausibel. Darüber hinaus sei die am 20. Dezember 2011 bekanntgegebene Kooperation zwischen der Gesellschaft und E-Plus über die Nutzung des Versatel-Netzes nicht ausreichend berücksichtigt worden.

Die Antragsteller _____ und andere sind der Auffassung, dass im Rahmen der Bewertung auch der ursprüngliche Börsenwert der Versatel-Aktie von 29,00 € zu berücksichtigen sei. In der Planung werde eine mögliche Expansion ins Ausland, insbesondere nach Osteuropa, ausgeblendet.

Die Annahmen für den Bereich der Privatkunden seien nicht plausibel. Versatel könne nach Auffassung der Antragsteller die Marktbereinigung im Massengeschäft mit „im Rücken“ aussitzen. Weitere Antragsteller meinen, dass die Gesellschaft realistischer Weise nicht auf „Mitnahmeeffekte“ verzichten würde und die vorgesehene Abschmelzungsrate, auch angesichts des weiteren Angebots von Endkundenanschlüssen, überzogen sei. Die geplanten Einbrüche im Massenmarkt seien wohl eher darauf zurückzuführen, dass die Kunden der Versatel AG in diesem Segment von anderen Gesellschaften der oder von United Internet übernommen werden sollten.

Die in der Planung unterstellte weitere Absenkung der Mobilfunkterminierungsentgelte im Dezember 2012 sei rückgängig zu machen, da diese im Bewertungsstichtag nicht absehbar gewesen sei. Zudem seien die hieraus folgenden positiven Effekte nicht berücksichtigt worden.

Schließlich sei die in der Planung vorgesehene vollständige Thesaurierung der Ergebnisse der Jahre 2012 bis 2015 nicht zu rechtfertigen, da der entsprechende Betrag in Höhe von 181 Mio. € faktisch verschwinde.

Eine Vielzahl von Antragstellern rügt, dass der (weitere) Rückgang des Ergebnisses mit dem Übergang in die ewige Rente 2016 nicht plausibel sei. Auch sei das Vorhandensein von steuerlichen Verlustvorträgen in dieser Bewertungsphase nicht beziehungsweise nicht in vollem Umfang berücksichtigt worden. Diese seien in der Detailplanungsphase nicht vollständig verbraucht worden.

Im Hinblick auf die Kapitalisierung der Ergebnisse bemängelt eine Vielzahl von Antragstellern den von vorgenommenen Aufschlag auf den Basiszins von 1,25 % als willkürlich. Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung habe ein Zinssatz von 2,50 % zur Anwendung gelangen müssen. Einige Antragsteller meinen, weitere Abschläge seien erforderlich, weil deutsche Staatsanleihen keine quasi-sichere Verzinsung garantierten, wie die Existenz von CDS zeige.

Nach Ansicht einiger Antragsteller sei die Anwendung des TAX-CAPM grundsätzlich abzulehnen. Eines Risikozuschlages bedürfe es nicht, da sich das Risiko der Versatel AG bereits in der Planung niederschlage. Jedenfalls sei der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 4,5 % von der Höhe her verfehlt und weder von der Bewertungsgutachterin noch von der Prüferin näher begründet worden. Hier seien, unter anderem unter Berücksichtigung des im Auftrag des Landgerichts Hannover erstellten Gutachtens von niedrigere Werte anzunehmen.

Beim Betafaktor müsse das eigene Beta der Versatel-Aktie herangezogen werden, welches nach der unterschiedlichen Auffassung einiger Antragsteller zwischen 0,2 und 0,63 und damit im Bereich der Deutschen Telekom AG liege.

Die Auswahl der Unternehmen der Peer Group durch sei ebenso wenig nachvollziehbar wie die schließlich vorgenommene Erhöhung des Betafaktors, gerade gegenüber den Durchschnittswerten der QSC AG. Die ausländischen Unternehmen seien mit der Versatel wegen der unterschiedlichen Märkte, auf denen die jeweiligen Gesellschaften tätig seien, nicht zu vergleichen. Die Restrukturierung der Gesellschaft sei nicht geeignet, das Risiko massiv zu erhöhen. Der zu beobachtende hohe Verschuldungsgrad der Versatel AG folge nicht aus dem Geschäftsmodell der Gesellschaft, sondern allein aus der „gehebelten Übernahme“ durch

Der Wachstumsabschlag müsse sich jedenfalls an der erwarteten durchschnittlichen Inflationsrate von 2,0 % orientieren oder diese übersteigen. Nach der Neuausrichtung des Unternehmens sei ein stärkeres Wachstum zu erwarten. Der von und der Barabfindungsprüferin gewählte Ansatz von 0,5% führe zu einer Schrumpfung des Unternehmens.

Die Steuerannahmen hinsichtlich der Wertzuwächse seien überhöht. Insoweit sei auch zu berücksichtigen, dass eine Steuerpflicht nur für solche Anteile bestehe, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben worden seien. Darüber hinaus sei der Ansatz einer zusätzlichen Wachstums-thesaurierung verfehlt, da diese den Unternehmenswert um bis zu 5 % mindere.

Das Gericht müsse das Vorhandensein von nicht betriebsnotwendigem Vermögen überprüfen.

Der Antragsteller meint, dass Ersatzansprüche gegen den Vorstand der Gesellschaft in der Größenordnung von 20 Mio. € zu berücksichtigen seien, da das Kabelgeschäft der Versatel AG unter dessen Marktwert veräußert worden sei.

Die Antragstellerin macht darüber hinaus geltend, es habe sich bei der zwischen der United Internet AG und der vereinbarten Call Option um einen unzulässigen Vertrag zu Lasten Dritten gehandelt. Angesichts des im Jahr 2014 gezahlten Kaufpreises sei davon auszugehen, dass beide Unternehmen den Wert der Versatel-Aktie von vornherein mit 17,78 € beziffert und daher beabsichtigt hätten, die Streubesitzaktionäre unterhalb des tatsächlichen Verkehrswerts zu enteignen. Die Antragstellerin meint, dass die Call Option wohl nicht vereinbart

worden wäre, wenn sich der Bereich „Massenmarkt“ tatsächlich gegen „0“ habe entwickeln sollen.

Der Börsenkurs sei daher kein taugliches Kriterium für die Bestimmung des Abfindungsbetrages, da dieser offensichtlich manipuliert worden sei. Er habe zum Teil über einem Wert von 11,00 € gelegen, die Mindestentschädigung betrage 7,40 €.

Die Antragsteller beantragen,

die Barabfindung gerichtlich höher als 6,84 EUR je Stückaktie festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt die von i vorgenommene Unternehmensbewertung einschließlich der Planung der Gesellschaft. Diese sei im Rahmen des regulären Planungsprozesses entstanden, so dass die Vorwürfe einer Anlassbezogenheit haltlos seien.

Auch im Übrigen sei die Planung nicht zu beanstanden. Die Vergangenheitswerte seien nur eingeschränkt für einen Vergleich mit der Planung geeignet, da die Entwicklung in den Geschäftsjahren 2009 und 2010 maßgeblich durch die strategische Neuausrichtung des Konzerns geprägt gewesen sei. Die Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2011 hätten weder bei der Erstellung der Planung noch bei der Erstellung der Gutachten berücksichtigt werden können, da sie noch nicht vorgelegen hätten. Die Planung berücksichtige bereits neu zu entwickelnde Geschäftsfelder und Kooperationen mit neuen Geschäftspartnern. Die im Dezember 2011 bekannt gegebene Kooperation mit E-Plus habe daher keine Veranlassung geboten, die Planung zu überarbeiten. Weiterhin berücksichtige die Planung auch den Vorteil, den das eigene Glasfasernetz für die Gesellschaft darstelle. Insoweit sei insbesondere zu berücksichtigen, dass Glasfaseranbindungen im Bewertungszeitpunkt auf dem Markt noch keine maßgebliche Rolle gespielt hätten. Darüber hinaus handle es sich um eine passive Infrastruktur, die zwar keine Bandbreitenbegrenzung aufweise, für konkrete Anwendungen aber erst technisch aufgerüstet werden müsse. Dies gelte etwa für die Anbindung von Mobilfunkmasten an das Netz.

Soweit mehrere Antragsteller behaupten, die Planung widerspreche eigenen Darstellungen der

Gesellschaft zu einer positiven künftigen Geschäftsentwicklung, sei dies nicht zutreffend. Die entsprechende Kommunikation habe sich auf die Geschäftsbereiche Geschäftskunden und Wholesale bezogen, in denen deutliche Zuwächse der Umsätze sowie Verbesserungen der Rohergebnismarge vorgesehen seien.

Der Rückgang des Konzernergebnisses in der ewigen Rente sei im Wesentlichen auf die Aufgabe des Geschäftsbereichs Massenmarkt zurückzuführen. Darüber hinaus seien die steuerlichen Verlustvorträge im Detailplanungszeitraum zum größten Teil verbraucht worden, sodass die Ertragsteuern in dieser Planungsphase anstiegen. Darüber hinaus sei die Nutzung steuerlicher Verlustvorträge gemäß § 8c KStG begrenzt. Aufgrund der Übernahme des Konzerns durch die Antragsgegnerin seien diese teilweise untergegangen.

Die Antragsgegnerin vertritt weiterhin die Auffassung, dass die Thesaurierung von Unternehmensgewinnen während der Detailplanungsphase nicht zu beanstanden sei, da die entsprechenden Mittel zur Rückführung von Verbindlichkeiten verwendet werden sollten, was sich wiederum erhöhend auf den Unternehmenswert auswirke. In Hinblick auf die Thesaurierung in der ewigen Rente sei weder die fiktive Zurechnung an die Anteilseigner noch die entsprechende Besteuerung zu beanstanden.

Die Antragsgegnerin verteidigt die von Bewertungsgutachten und Barabfindungsprüferin im Rahmen der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes in Ansatz gebrachten Parameter.

Sie ist insbesondere der Auffassung, dass die von vorgenommene Erhöhung des Basiszinssatzes wegen der Verzerrung von Zinssätzen infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2009 ff. gerechtfertigt sei. Alternativ könne bzw. müsse die Marktrisikoprämie entsprechend nach oben angepasst werden.

Der Verwendung des eigenen Betafaktors der Gesellschaft habe entgegengestanden, dass dieser wegen des geringen Streubesitzes und des rückläufigen Handelsvolumens nicht aussagekräftig gewesen sei. Auch statistisch seien die ermittelten Werte nicht hinreichend signifikant gewesen. Hinzugekommen sei eine ungewöhnlich hohe Geld-Brief-Spanne von rund 5 %, die ein deutliches Zeichen für die fehlende Liquidität des Marktes sei. Daten aus der Zeit vor dem Jahr 2010 hätten nicht herangezogen werden können, da diese nicht repräsentativ für das zukünftige Geschäftsmodell der Gesellschaft seien.

Der Ansatz eines Betafaktors in Höhe von 1,1 durch die Bewertungsgutachterin und die Prüferin aufgrund der Analyse von Peer-Group Daten sei nicht zu beanstanden. Diesbezüglich sei, insbesondere im Vergleich zur QSC AG zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft über ein erhöhtes Risiko verfüge, da ihr Marktanteil im Vergleich zum Marktführer Deutsche Telekom AG verhältnismäßig gering sei und sie zudem ihre Restrukturierung noch nicht abgeschlossen habe.

Der in Ansatz gebrachte Wachstumsabschlag von 0,5 % sei nicht zu gering bemessen. Im Festnetzbereich, in dem die Versatel AG zum Bewertungsstichtag noch ganz überwiegend tätig gewesen sei, sei ein hoher Marktsättigungsgrad erreicht, sodass kaum noch Wachstumspotenziale bestünden. Im allgemeinen Markt für Telekommunikationsdienstleistungen herrsche ein starker Verdrängungswettkampf verbunden mit entsprechend hohem Preisdruck. Auch im Bereich Wholesale sehe sich die Gesellschaft einer Reihe von Mitbewerbern gegenüber, die zum Teil über erhebliche Größenvorteile und gleichfalls eine eigene Infrastruktur verfügten.

Wie Bewerterin und Prüferin zutreffend festgestellt hätten, seien weder ausschüttungsfähige liquide Mittel, die nicht zum Geschäftsbetrieb benötigt würden, noch sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden.

Der von der Antragsgegnerin für die Höhe der Kompensation für maßgeblich gehaltene durchschnittliche Börsenkurs sei gemäß der einschlägigen Vorgaben der Rechtsprechung des BGH ermittelt worden. Anhaltspunkte für behauptete Kursmanipulationen hätten die Antragsteller nicht darlegen können. Sowohl die Antragsgegnerin als auch die Versatel AG hätten stets alle kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten erfüllt. Es sei auch keine Hochrechnung des Börsenkurses erforderlich, da zwischen der Bekanntgabe des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre und dem Tag der Hauptversammlung ein Zeitraum von sechs Monaten und sieben Tagen gelegen habe, der nicht als „längerer Zeitraum“ im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung angesehen werden könne.

Mögliche Vereinbarungen zwischen der bzw. der auf der einen Seite sowie der United Internet AG bzw. der 1&1 Telecom AG auf der anderen Seite spielten für die Bewertung der Versatel AG keine Rolle und seien daher im hiesigen Verfahren weder offenzulegen noch zu berücksichtigen.

Die Kammer hat Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens des Sachverständigen . Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnah-

me wird auf das Gutachten vom 21. Dezember 2016 sowie das Ergänzungsgutachten vom 26. Februar 2018 Bezug genommen.

II.

A. Zulässigkeit der Spruchverfahrensanträge

Die Spruchverfahrensanträge der Antragsteller waren insgesamt zulässig.

1. Die Anträge der am Verfahren beteiligten Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis zum 28. Juni 2012 bei Gericht eingegangen sind. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, waren die Antragschriften jeweils vorab per Telefax eingereicht worden.

2. Soweit die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung der Antragstellerin in Zweifel gezogen hat, hat diese mit Schriftsatz ihres Verfahrensbevollmächtigten vom 25. März 2013 eine Bankbescheinigung vom 25. März 2013 des Inhalts eingereicht, dass sie bei Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Versatel Anteilshaberin gewesen ist.

Soweit dies nicht innerhalb der Antragsfrist geschehen ist, war dies unschädlich, da sie – neben den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben – mitgeteilt hat, im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionärin der Versatel gewesen zu sein. Eine Pflicht zu einem Nachweis innerhalb der Antragsfrist folgt aus dem Verweis in § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG auf § 3 SpruchG nicht. Die Darlegung der Antragsberechtigung „nach § 3 SpruchG“ bezieht sich darauf, dass der Antragsteller in der Antragsbegründung vortragen muss, zu dem in § 3 Satz 1 und Satz 2 SpruchG für die jeweilige Strukturmaßnahme genannten Zeitpunkt Anteilshaber zu sein beziehungsweise gewesen zu sein. Auf eine Darlegung in der Form eines Nachweises wird damit nicht verwiesen. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während ein Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist. § 3 Satz 3 SpruchG begründet keine eigenständige Nachweispflicht, sondern beschränkt den Nachweis der Stellung als Aktionär auf Urkunden und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).

3. Auch der Antragsteller hat eine im Original bei den Akten befindliche Bescheinigung seiner Depotbank eingereicht, nach der er am 26. März 2012 im Besitz von Aktien der Versatel AG gewesen ist. Soweit die Antragsgegnerin die Richtigkeit und Echtheit dieser Bescheinigung ohne nähere Begründung bestreitet, ergaben sich für die Kammer keinerlei Anhaltspunkte für die geäußerten Bedenken. Die nach Angaben der Antragsgegnerin fehlende Eintragung im Aktienregister war für die Aktivlegitimation im Spruchverfahren neben dem Nachweis nach § 3 Abs. 3 SpruchG nicht erforderlich, da sie grundsätzlich keinen Einfluss auf die materielle Rechtslage und damit die Inhaberschaft an der Mitgliedschaft besitzt (vgl. auch Hölters/Laubert, AktG, 3. Aufl., Rz. 11 zu § 67 AktG).

B. Begründetheit der Anträge

Die Spruchverfahrensanträge erwiesen sich in der Sache als begründet. Der den Antragstellern beziehungsweise den ehemaligen Minderheitsaktionären der Versatel AG von der Antragsgegnerin gemäß § 327b AktG gezahlte Betrag von 6,84 EUR je Stückaktie war nicht (mehr) als angemessen anzusehen. Es war nicht ersichtlich, dass eine Kompensation in der von der Antragsgegnerin festgesetzten Höhe eine unter Berücksichtigung verfassungsmäßiger Grundsätze hinreichende Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet. Die von der Antragsgegnerin geschuldete Abfindung war daher im Ergebnis der von der Kammer durchgeführten Beweisaufnahme auf einen Betrag von insgesamt 7,93 EUR zu erhöhen

1. Grundlagen der Abfindung nach § 327b AktG

a) Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (vgl. BGHZ 147, 108 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs-) Recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (vgl. BVerfG NZG 2011, 86 -Telekom/T-Online; BVerfGE 100, 289 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, BeckRS 2011, 24586; OLG Stuttgart, Beschluss vom 20. August 2018, 20 W 2/13, BeckRS 2018, 26698 m.w.N.). Die mit den un-

terschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO.

Daher ist der Forderung, im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so etwa Lochner, AG 2011, 692, 693 f.), nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert, vor allem auch nach der hier von den Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode, gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen - auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschluss vom 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, BeckRS 2012, 55224) von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung auch dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Es ist nämlich zu berücksichtigen, dass es einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens - unabhängig von der zugrunde gelegten Bewertungsmethode - nicht geben kann (BGH, Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, Rn. 36; OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018, 31 Wx 415/16). Jede in die Zukunft gerichtete Prognose beinhaltet naturgemäß gewisse Unsicherheiten, die auch im Hinblick auf das Gebot des effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Es muss dementsprechend eine gewisse Bandbreite von Werten als (noch) angemessen angesehen werden und eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist. Das Gericht ist in diesem Zusammenhang ins-

besondere auch nicht gehalten, nach dem Meistbegünstigungsprinzip die Bewertungsmethode oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung ergeben, etwa um auf diese Weise auszugleichen, dass die Antragsgegnerin im Zweifel eher einen niedrigeren als eine höhere Abfindungszahlung anbietet. Die Antragsteller haben Anspruch auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Abfindung, nicht aber auf eine möglichst hohe Abfindung (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 3. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 32 zitiert nach juris).

Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

b) Den Anträgen – etwa der Antragsteller und – auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin war durch die Kammer nicht nachzugehen.

aa) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

bb) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der nicht näher auf das konkrete Verfahren bezogenen Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren. Dass es sich – hinsichtlich der konkret genannten Antragsteller – offensichtlich um ein, jedenfalls teilweise, formularmäßig gestelltes Begehren handelt, ergibt sich aus der Forderung, Details über die Herleitung des Wertes des Grundbesitzes der Gesellschaft im Rahmen der Bewertung des nicht be-

etriebsnotwendigen Vermögens offenzulegen. Von der Versatel AG gehaltene, für den Geschäftsbetrieb nicht erforderliche Immobilien sind vorliegend nämlich weder von der Bewertungsgutachterin noch von der Barabfindungsprüferin identifiziert und gesondert bewertet worden.

2. Höhe der Abfindung nach § 327b AktG

Gemäß § 327b AktG legt der Hauptaktionär, der eine Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen will, die Höhe der Barabfindung fest, welche die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses berücksichtigen muss. § 327f AktG gibt vor, dass die Höhe der Abfindung angemessen sein zu sein hat, wobei dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft werden muss, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

3. Methodik der Wertermittlung

a) Die Bewertungsgutachterin hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Versatel AG die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden.

Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei allerdings um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt somit die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärt betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachten abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Lediglich der Umstand, dass Prognosen zur zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens stets kritisch hinterfragt werden können, führt nicht dazu, dass ein Spruchgericht gehalten wäre, regelmäßig eine möglichst große Anzahl an sachverständigen Einschätzungen zu sämtlichen Aspekten der Bewertung heranzuziehen, um sich ein Bild über die mögliche Wertbandbreite zu verschaffen. Soweit die vorliegenden Gutachten und Ergänzungen nach einer anerkannten Methode erstellt worden sind und keine erkennbaren Fehler enthalten oder ersichtlich unvollständig sind, führt eine weitere Begutachtung regelmäßig zu keinem erheblichen Erkenntnisgewinn, sondern allenfalls zu einer weiteren, gleichfalls vertretbaren Sichtweise.

Aus diesem Grunde war im vorliegenden Verfahren keine vollständige Neubewertung der Versatel AG durchzuführen. Vielmehr war es ausreichend, diejenigen Aspekte der von und vorgenommenen Bewertung einer näheren Betrachtung durch einen vom Gericht bestellten Sachverständigen zu unterziehen, die von Seiten der Antragsteller zum Inhalt konkreter Bewertungsrügen gemacht worden sind. Auch insoweit war die Beweisaufnahme aber auf solche Fragen zu beschränken, die einen Einfluss auf die Höhe des Bewertungsergebnisses nehmen konnten und deren Beantwortung nicht aufgrund der eigenen Sachkunde der Kammer möglich war.

e) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unter-

nehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft aufzubauen hat und zukünftig möglicher Eingriffe wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür zum Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren.

Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich. Gegebenenfalls ist eine mehrwertige Schätzung durchzuführen, um die konkret bestehenden Unsicherheiten zu dokumentieren.

f) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativen bestehen.

g) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde beziehungsweise gezahlt hätte (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da sonst die Vertret-

barkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

Die Kammer hält es jedoch regelmäßig für geboten, die Entwicklung der Ertragslage in den dem Bewertungsstichtag unmittelbar nachfolgenden Zeiträumen zu untersuchen, da insoweit die Annahme gerechtfertigt sein dürfte, dass diese bereits in der Wurzel angelegt war.

4. Unternehmensplanung der Versatel

a) Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren die Besonderheit, dass es sich für die Gerichte regelmäßig verbietet, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive wie auch für negative Abweichungen.

b) Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin haben zunächst die im Vergangenheitszeitraum 2009 und 2010 tatsächlich erzielten Ergebnisse der Versatel AG dargestellt. Eine weiter in die Vergangenheit zurückreichende Betrachtung wurde wegen der beschlossenen und in Gang gesetzten Umstrukturierungsprozesse nicht für sinnvoll gehalten. Diese Vorgehensweise hielt die Kammer für zutreffend, da die Gewinn- und Verlustrechnungen der Jahre vor 2008 den früheren Fokus der Gesellschaft auf den Bereich der standardisierten Produkte für Privatkunden aufgezeigt hätten, der für die hier maßgebliche Betrachtung der zukünftigen Entwicklung der Versatel weniger relevant ist.

Beide Bewerter haben die so ermittelten Werte um die nicht nachhaltigen Aufwendungen und Erträge bereinigt. Die Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse der einzelnen Gesellschaften

war sachgerecht, um bei den tatsächlichen Erträgen der Versatel beziehungsweise deren nachgeordneten Konzerngesellschaften in den vor dem Stichtag liegenden Jahren Sondereinflüsse zu identifizieren, bei denen nicht davon ausgegangen werden kann, dass diese sich auch in der Zukunft auf die Ergebnisse der Gesellschaft auswirken werden. Erst auf der Grundlage einer solchen konsolidierten Basis ist eine genauere Beurteilung möglich, ob die für die Zukunft geplanten Ergebnisse plausibel sind.

c) Nach den Feststellungen der Barabfindungsprüferin auf Seite 28 des Gutachtens war das Konzernergebnis in den Jahren 2009 und 2010 negativ. Dabei konnte dahinstehen, dass das Ergebnis des zum Bewertungsstichtag letzten vorliegenden Jahresabschlusses für das Jahr 2010 noch einmal deutlich verschlechtert hatte. Wie im Bewertungsgutachten (S. 7) ausführt, war diese Entwicklung nicht auf systematische Gründe im Geschäftsmodell der Versatel zurückzuführen, sondern zum einen auf erhöhte Personalaufwendungen, die auf Einmaleffekte des Restrukturierungsprogramms zurückzuführen waren, und zum anderen auf die außerplanmäßige und vollständige Abschreibung des dem Segment Massenmarkt zuzuordnenden Geschäfts- und Firmenwerts. Darüber hinaus stellte auch der Verkauf des Kabelbereichs im Geschäftsjahr 2010 einen Geschäftsvorfall dar, der sich in den Folgezeiträumen nicht wiederholen würde und daher bei der Betrachtung der Überleitung der Vergangenheitsergebnisse auf den Planungszeitraum auszublenden war.

d) Eine Betrachtung der Planungstreue der Versatel AG in den genannten beiden Jahren in Form eines Abgleichs zwischen Planwerten und den erzielten Ergebnissen haben weder die Barabfindungsprüferin noch die Bewertungsgutachterin vorgenommen.

Diesen Umstand hielt die Kammer vorliegend allerdings für weniger wichtig, da wegen der fortschreitenden Restrukturierungsprozesse hinsichtlich der geschäftlichen Ausrichtung der Gesellschaft ohnehin keine mehr oder weniger lineare Fortsetzung der Vergangenheitsentwicklung geplant beziehungsweise anzunehmen war.

e) Vor diesem Hintergrund war es für die Bewertung der Versatel und damit die Höhe der von den Minderheitsaktionären zu beanspruchenden Abfindung deutlich relevanter, die in der Planung angenommene Entwicklung der einzelnen Geschäftsbereiche der Gesellschaft näher zu untersuchen. Insoweit war zu beleuchten, ob die dort angenommenen Verläufe mit den Absichten und Verlautbarungen des Vorstands der Gesellschaft zum zukünftigen Konzernzuschnitt und den Erwartungen an die verbesserte Ertragskraft des Unternehmens übereinstimmen. Die ent-

sprechenden Analysen waren Gegenstand des vom gerichtlichen Sachverständigen verfassten Gutachtens nebst Ergänzungsgutachten.

5. Geschäftsbereich Massenmarkt

Der 2011 innerhalb des Versatel-Konzerns neu geschaffene Geschäftsbereich „Massenmarkt“ spiegelt die größte Veränderung innerhalb des Planungszeitraums wider. Wie oben bereits ausgeführt, soll aufgrund der 2009 beschlossenen Neuausrichtung der Geschäftstätigkeit der Versatel dieser Bereich zurückgefahren und schließlich aufgegeben werden.

a) Vor dem Beginn der Restrukturierung war die Zahl der Breitbandkunden zwischen den Jahren 2006 und 2008 noch von 462.600 auf bis zu 731.100 gesteigert worden. Von 2008 bis 2010 reduzierte sich der Kundenbestand im Segment Privatkunden dann sukzessive und umfasste noch rund 619.500 Kunden. Entsprechend reduzierte sich der Umsatzanteil des Segments von 44,8% im Jahr 2009 auf 39,2% im Jahr 2010.

Versatel ging zum Bewertungsstichtag nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin davon aus, dass die Kundenentwicklung mit dem Ende der Vermarktung weiter rückläufig sein würde. Zum einen wurde ein sich weiter intensivierender Wettbewerb für Sprach- und Breitbandprodukte erwartet. Zum anderen bestand die Annahme, dass die Nachfrage nach Bündelprodukten mit TV- und Mobilfunkleistungen zunehmen würde, wobei ein solches Angebot mit den eigenen Ressourcen der Gesellschaft nicht realisierbar sein würde. In der Folge seien auch Preisreduzierungen und ein Rückgang der Umsatzerlöse pro Kunden zu erwarten.

b) Der Sachverständige hat die Entwicklung im Segment Massenmarkt in den Jahren 2010 und 2011 analysiert und ausgeführt, dass sich die Segmentumsätze von 2010 auf 2011 um 15,4 % auf 237,5 Mio. reduziert haben. Die rückläufigen Umsätze seien sowohl auf eine um rund 80.000 Kunden abnehmende Kundenbasis als auch auf eine Abnahme des durchschnittlichen Umsatzes pro Kunde zurückzuführen. Ein ergebniswirksamer gegenläufiger Effekt bestand in der deutlichen Senkung der Netzwerkkosten, welche im Jahr 2011 im Vergleich zum Vorjahr überproportional um 18,5 % auf -119,5 Mio. € gesenkt werden konnten. Dies hatte zur Folge, dass sich zwar das Rohergebnis um 24,2 Mio. € bzw. 16,1 % auf 126,0 Mio. € reduzierte, die Rohergebnismarge aber aufgrund geringerer aktivierter Eigenleistungen und sonstiger betrieblicher Erträge nur leicht von 53,5 % im Jahr 2010 auf 53,0 % im Jahr 2011 zurückging.

c) Da der Restrukturierungsprozess der Gesellschaft im für die Bewertung maßgeblichen Zeitpunkt im Februar 2012 erst begonnen hatte, konnte im Hinblick auf die zu erwartende weitere Entwicklung des Kundenbestands nicht auf mehrjährige eigene Daten der Versatel zurückgegriffen werden, so dass zwangsläufig eine Prognoseentscheidung zu treffen war. Diese hatte zum einen auf den bereits vorliegenden Daten aufzubauen und zum anderen nachvollziehbar zu sein.

d) In der Planungsrechnung vom November 2011 ging Versatel davon aus, dass die Netto-Kundenabschmelzungsrate im Bereich des Massenmarktes von 11,8 % im Jahr 2012 auf bis zu 14,3 % im Jahr 2015 ansteigt und damit im Zeitraum von 2012 bis 2015 durchschnittlich rund 13,1 % p.a. beträgt. In den folgenden Jahren wird eine im Zeitablauf kontinuierlich steigende Netto-Kundenabschmelzungsrate angenommen, die im Jahr 2020 einen Wert von 18,4 % erreicht. Für den sich anschließenden Zeitraum bis zum Jahr 2035 wird von einer sich weiter erhöhenden Netto-Kundenabschmelzungsrate ausgegangen, so dass der Kundenstamm in der Ausgangsbewertung der Bewertungsgutachterin bis zum Jahr 2035 komplett abschmilzt. Aus diesem Grunde wird der Wertbeitrag des Massenmarkts in der ewigen Rente im Bewertungsgutachten nur noch als Annuität abgebildet.

e) Fraglich – und daher von der durch die Kammer veranlassten Begutachtung durch den gerichtlichen Sachverständigen umfasst – war, ob die dieser Entwicklung zugrunde liegenden Annahmen plausibel sind und daher vom Planungsermessen des Vorstands umfasst sind.

Im Hinblick auf die in diesem Zusammenhang noch als ermessensfehlerfrei anzusehende Abschmelzrate der Kundenbasis der Gesellschaft im „Massenmarkt“ war zum einen zu berücksichtigen, dass Versatel nach der Einleitung des Strategiewechsels im Jahr 2009 zwar die „aktive Vermarktung“ von Endkundenanschlüssen eingestellt hat, diese aber weiterhin anbot. Aus diesem Grunde war nicht nur von einer – gegebenenfalls zunehmenden – Abwanderung von Bestandskunden auszugehen, sondern auch von einer Gewinnung von Neukunden, wenn auch in geringem Umfang. So sank die Netto-Kundenabschmelzungsrate des Jahres 2011 nach den Angaben des Sachverständigen durch die Gewinnung von Neukunden von 12,9% auf 12,2%.

Darüber hinaus muss sich die Gesellschaft an ihren eigenen Verlautbarungen festhalten lassen. So heißt es im Geschäftsbericht 2011 unter der Überschrift „Konzernstrategie“, dass neben der Fokussierung des Geschäfts auf die Segmente Geschäftskunden und Wholesale gleichzeitig die Pflege der wertvollen Massenmarkt-Kundenbasis erfolgen solle. Diese zeichne sich durch lange Verweildauern, sehr niedrige Kündigungsraten und eine hohe Wertschöpfungstiefe wegen

der Realisierung der Anschlüsse über die eigene Infrastruktur aus.

f) Soweit zum Beginn des Planungszeitraums im Massenmarkt eine Abnahme der Zahl der klassischen Festnetzanschlüsse sowie ein Abflachen des Wachstums bei DSL-Anschlüssen zu verzeichnen war (vgl. Sachverständigengutachten S. 36), spielte dies für die Planung dieses Segments keine wesentliche Rolle, da die Gesellschaft gerade keine Expansion am Markt beabsichtigt. Erheblicher war angesichts der Frage der Abwanderungsrate zum einen der Umstand, dass 2011 eine zunehmende Marktsättigung zu verzeichnen war, welche dazu führt, dass Unternehmen weiteres Wachstum nur durch die Abwerbung von Kunden der Mitbewerber generieren können. Zum anderen war die Wechselbereitschaft bei Kunden der Deutschen Telekom AG nach den vom Sachverständigen referierten Untersuchungen der Bundesnetzagentur tendenziell geringer ausgeprägt als bei den so genannten alternativen Anbietern, zu denen die Versatel zählt. Im Umkehrschluss dürften daher Kunden, die bereits einmal zu einem dieser Anbieter gewechselt haben, eher bereit sein, einen weiteren Wechsel zu einem Wettbewerber durchzuführen. Auf der anderen Seite war im Jahr 2011 auch die Verweildauer der Kunden alternativer Anbieter auf über 48 Monate angestiegen.

Nach alledem war zwar die grundsätzliche Erwartung eines Abschmelzens der Kundenbasis im Massenmarkt als gerechtfertigt anzusehen. Damit war jedoch nicht impliziert, dass dies gleichfalls für die von der Gesellschaft in der Planung in Ansatz gebrachte Abwanderungsrate galt.

g) Der gerichtliche Sachverständige hält jedenfalls die im Ausgangsgutachten von für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase ab 2016 jährlich um 0,5 %-Punkte auf bis zu 25,9 % im Jahr 2035 ansteigende Netto-Kundenabschmelzungsrate für zu hoch und zugleich auch für nicht mehr vertretbar. Zu dieser Einschätzung gelangt er auf Basis der historischen Entwicklung der Abwanderungsraten und Kundenverweildauern der Versatel, die in den Jahren 2009 bis 2011 die neue Strategie im Segment Massenmarkt bereits reflektieren, sowie der im Detailplanungszeitraum erwarteten Abwanderungsraten.

Soweit die Antragsgegnerin betont, dass die Versatel im Vergleich zu Konkurrenzunternehmen eher unattraktive Konditionen anbiete, da die für Endkunden verfügbare Bandbreite begrenzt und die Preise im Vergleich eher hoch seien, können diese Aspekte allein eine beschleunigte Abwanderungsrate nicht begründen. Zwar mögen Verbraucher in vielen Lebensbereichen preissensibel sein. Allerdings zeigt gerade der vom Sachverständigen aus den Zahlen der BNetzA hergeleitete Umstand, dass zum Bewertungsstichtag die Verweildauer auch bei den alternativen Anbie-

tern anstieg, dass der häufige Wechsel des Telekommunikationsanbieters nicht den Regelfall abbildet. Zum einen dürfte vielen Kunden die Versorgungssicherheit wichtiger sein als eine Preisersparnis - zumal es im Bereich der Telekommunikation anders als bei der Versorgung mit Energie bei Problemen mit dem Anbieterwechsel keinen Rückfall in eine Grundversorgung gibt. Zum anderen konnte nicht für jedes von Versatel versorgte Anschlussgebiet von vornherein unterstellt werden, dass andere Unternehmen jederzeit gleichwertige oder „bessere“ Angebote am Markt zur Verfügung stellen.

h) Vor diesem Hintergrund folgt die Kammer der Einschätzung des gerichtlichen Sachverständigen, dass die in der Planung enthaltene Abschmelzungsrate zwar für die Detailplanungsphase nicht zu beanstanden, für den Folgezeitraum aber von einer geringeren Höhe der jährlichen Kundenverluste auszugehen ist.

aa) Soweit der Sachverständige in seinen Alternativberechnungen im Szenario 2 die Prämisse zugrunde legt, dass die Netto-Kundenabschmelzungsrate mit dem Beginn des Detailplanungszeitraums bis zum Jahr 2035 konstant 12,2% beträgt, war dieses Szenario für die Bewertung allerdings nicht heranzuziehen.

Wie oben ausgeführt, ist es dem Gericht im Spruchverfahren grundsätzlich verwehrt, eine vom Unternehmen aufgestellte Planung durch eine andere, gleichfalls plausible Planung zu ersetzen. Aus diesem Grunde können Eingriffe in die Planung erst dort erfolgen, wo diese nicht mehr plausibel ist. Eine solche Überschreitung des Planungsermessens des Vorstands könnte aber nur für den weiteren Konvergenzzeitraum ab dem Jahr 2016 festgestellt werden, da der gerichtliche Sachverständige diesbezüglich zutreffend festgestellt hat, dass nicht zu erwarten ist, dass sich die Abwanderungsrate der Kunden im Segment Massenmarkt nach diesem Zeitpunkt sukzessive erhöhen wird.

Soweit die Planung der Versatel für den Detailplanungszeitraum der Jahre 2012 bis 2015 eine durchschnittliche Netto-Kundenabschmelzungsrate von 13,1% enthält, lag diese über der Rate des Jahres 2011 von 12,2%, bei der es sich um den höchsten bei der Gesellschaft tatsächlich beobachteten Wert gehandelt hat. Dieser lag deutlich höher als die bei der Deutschen Telekom im gleichen Zeitraum zu beobachtende Wechselrate von lediglich 8%, was damit zu erklären ist, dass Kunden dieses Unternehmen, wie bereits erwähnt, grundsätzlich weniger bereit sind, zu einem alternativen Anbieter zu wechseln. Auch ist davon auszugehen, dass die von der Versatel kommunizierte Absicht, den Bereich der Privat- und KMU-Kunden langfristig aufzugeben, wech-

selwillige Kunden dazu veranlasst hat, sich frühzeitig einen neuen Anbieter zu suchen. Bereits aufgrund der unterschiedlichen Marktposition der beiden Unternehmen können die Daten der Deutschen Telekom AG, wie die Antragsgegnerin zu Recht geltend macht, nicht unmittelbar auf die Versatel übertragen werden. Dies hat der gerichtliche Sachverständige aber auch nicht getan, sondern die vorhandenen Daten analysiert und als Grundlage für die Beurteilung der allgemeinen Entwicklung am Telekommunikationsmarkt herangezogen. Vor diesem Hintergrund hat er die von der Gesellschaft in der Detailplanungsphase Abschmelzungsrate von 13,1% zwar als „am oberen Rand einer plausiblen Bandbreite liegend“ bezeichnet (S. 52 des Gutachtens), aber auch als „noch vertretbar“. Damit bestand für das Gericht kein Grund, die Planung der Gesellschaft in diesem Punkt abzuändern.

bb) Anders verhielt sich dies dagegen mit der Abschmelzungsrate im Zeitraum ab 2016, die von 16,4% auf 18,4% bis zum Jahr 2020 zunehmen und dann bis 2035 bis zur vollständigen Abschmelzung des verbliebenen Kundenbestands weiter steigen soll. Die Antragsgegnerin hat keine nachvollziehbaren Gründe anführen können, warum ein solch stetiges Ansteigen der Abwanderungsrate einer realistischen Erwartung an die Entwicklung des Kundenbestandes entsprechen soll.

Lediglich der Umstand, dass Kunden in der Zukunft eher Bündelangebote in Anspruch nehmen würden, welche Versatel nicht anbieten kann, gibt hierfür nichts her. Dies spricht lediglich gegen die Gewinnung neuer Kunden, die – unabhängig von der fehlenden aktiven Vermarktung der Produkte der Gesellschaft – keinen Grund besitzen, sich erstmals für diese zu entscheiden. Der Sachverständige stellt nach Auffassung der Kammer zu Recht fest, dass mit zunehmendem Zeitablauf das Beharrungsmoment überwiegen wird. Vielmehr war, wie der Sachverständige auf S. 9 seines Ergänzungsgutachtens zutreffend ausführt, davon auszugehen, dass die wechselwilligen Kunden ihr Vertragsverhältnis mit der Versatel im Zeitverlauf bereits beendet haben und insoweit die Bereitschaft zu einem Wechsel bei den verbleibenden Kunden sukzessive abnimmt. Auch sprechen die oben wiedergegebenen Äußerungen der Gesellschaft zum Erhalt der bestehenden Kundenbasis gegen die von der Antragsgegnerin im Ergebnis unterstellte Absicht der Gesellschaft, zu einem Rückgang des Bestands an Privatkunden aktiv beizutragen, indem diesen im Vergleich zum Markt nur unattraktive Vertragskonditionen angeboten werden.

Damit war in Ermangelung sonstiger konkreter Anhaltspunkte für die Höhe des anzunehmenden Kundenabflusses, wie der gerichtliche Sachverständige annimmt, auf die historischen Daten

der Versatel abzustellen, die im Schnitt der Jahre 2009 bis 2012 bei 12,2% lagen. Die Behauptung der Antragsgegnerin, dass die durchschnittliche Abwanderungsrate bei (anderen) alternativen Anbietern bei 15,7% und damit deutlich höher liege, ist von ihr nicht hinreichend unterlegt worden. Auch auf den Einwand des Sachverständigen in seinem Ergänzungsgutachten (S. 12) hin, dass er die Berechnungslogik der Antragsgegnerin nicht nachvollziehen könne, hat diese nicht offengelegt, auf der Basis welcher Daten sie zu diesem Wert gelangt ist. Damit bestand kein Anlass, von der Berechnungsweise des Sachverständigen abzuweichen und der Annahme zu folgen, dass die Kundenabwanderungsrate bei der Versatel langfristig derjenigen aus dem genannten Zeitraum entsprechen wird.

cc) Schließlich war zum Ende der ewigen Rente mit dem Sachverständigen davon auszugehen, dass ein gewisser Restkundenstamm verbleiben wird.

Dem Einwand der Antragsgegnerin, dass schon aufgrund des technologischen Wandels davon auszugehen sei, dass sämtliche Massenmarktkunden ihre Altverträge im Laufe der Zeit bis zum Jahr 2035 beenden würden, war mit dem Sachverständigen entgegenzutreten. Dieser merkt nach Ansicht der Kammer zutreffend an, dass technologische Entwicklungen grundsätzlich auch das Segment Geschäftskunden, insbesondere die Produkte Sprach- und Breitbanddienste, in ähnlichem Umfang betreffen und Versatel diesen Entwicklungen insoweit insgesamt Rechnung tragen wird. Auch das zunehmende Alter der verbleibenden Bestandskunden stellt im Gegensatz zur Auffassung der Antragsgegnerin keine natürliche Grenze für den Fortbestand dieses Segments dar, da der Bereich des Massenmarkts bei der Versatel nicht nur Privatkunden, sondern auch kleine Unternehmen umfasst.

dd) Zwar mag es sein, wie die Antragsgegnerin geltend macht, dass die Versatel AG ab einem bestimmten Zeitpunkt die Fortführung der entsprechenden Vertragsverhältnisse als nicht mehr zielführend empfinden wird. Auch für den Fall, dass es für den Versatel-Konzern nicht mehr sinnvoll und rentabel sein sollte, die verbleibenden Kunden im Segment Massenmarkt selbst zu betreuen, könnte der Wertbeitrag dieses Kundenstamms aber durch andere Maßnahmen, wie den Abschluss von entsprechenden Dienstleistungsverträgen zum Bezug der erforderlichen Vorleistungen oder eine Übertragung der Kundenbeziehungen, gehoben werden.

Jedenfalls war realistischer Weise nicht anzunehmen, dass die Gesellschaft nicht zumindest versuchen würde, den Gegenwert dieses besonders loyalen Kundenstamms durch die Veräußerung an einem Mitbewerber zu realisieren. Angesichts des nur geringen Wertbeitrags, den der

„Massenmarkt“ nach dem Jahr 2035 beiträgt, kam es auf die Frage, welches Szenario an dieser Stelle als nahliegender zu unterstellen ist, nicht an. Nach den Berechnungen des Sachverständigen sind die Auswirkungen mit einem Betrag von 0,05 € je Stückaktie als eher marginal anzusehen.

Damit war für die Bewertung für die Zwecke dieses Verfahrens die Zahlen aus dem Alternativszenario 1 des Sachverständigen zu verwenden.

i) Die von der Gesellschaft gleichfalls abnehmend geplanten Erlöse pro Kunde (ARPU) hielt der Sachverständige für plausibel und hat die in der Planung in Ansatz gebrachten Werte übernommen. Angesichts des Umstandes, dass die Verbraucherpreise im Telekommunikationssektor in der Vergangenheit gesunken sind, war die Annahme eines jährlichen Rückgangs pro Kunde von 2% nachvollziehbar. Ginge man nämlich davon aus, dass Versatel das Preisniveau des Jahres 2012 beziehungsweise 2015 dauerhaft beibehalten würde, führte dies zu einer beschleunigten Abwanderung von Kunden zu anderen Anbietern und damit im Ergebnis zu niedrigeren statt höheren Gesamterlösen aus dem Segment Massenmarkt.

j) Auch die in der Planung für den „Massenmarkt“ enthaltene Entwicklung der Rohergebnismarge in diesem Segment hielt der Sachverständige für angemessen, so dass keine Änderungen angezeigt waren.

Er führt hierzu aus, dass er zunächst die auf Unternehmensebene anfallenden und dem Segment Massenmarkt anteilig zugerechneten fixen Netzwerkkosten sowie die sonstigen betrieblichen Erträge und aktivierten Eigenleistungen bereinigt hat. Unter Berücksichtigung dieser Maßnahmen ergibt sich für das Segment Massenmarkt ein Rückgang der Rohergebnismarge von 53,0 % in 2011 auf 50,3 % in 2015 und weiter auf 45,4 % in 2020. Diese Entwicklung der Rohergebnismarge sei unter Berücksichtigung des Wettbewerbsumfelds und der preisbedingt sinkenden Umsatzerlöse insgesamt vertretbar (vgl. Sachverständigengutachten S. 52).

Die Kritik der Antragsgegnerin an der im Modell des Sachverständigen nach 2020 konstant bleibenden Marge von 45,4% erwies sich als nicht berechtigt. Der gerichtliche Sachverständige hat in seinem Ergänzungsgutachten ausführlich begründet, dass im Bewertungsmodell von dem Segment Massenmarkt auch fixe Netzwerkkosten zugeordnet werden, die ganz maßgeblich zum Rückgang der Rohergebnismarge beitragen. Diese Kosten seien dem Geschäftssegment aber nicht unmittelbar zuzurechnen, so dass er eine entsprechende Bereinigung vorgenom-

men und lediglich die unmittelbaren Netzwerkkosten in die Betrachtung der Entwicklung der Rohergebnismarge einbezogen hat. Insoweit geht der Sachverständige davon aus, dass sich die Netzwerkkosten insgesamt rückläufig entwickeln werden, so dass kein Widerspruch zwischen der nach seiner Auffassung dauerhaft erzielbaren Ergebnismarge und den sinkenden Erlösen pro Kunde besteht. Schließlich betont er auf S. 16 des Ergänzungsgutachtens ausdrücklich, dass er einen weiteren Rückgang der bereinigten Rohergebnismarge um jeweils 1% p.a. bis zum Jahr 2035 für nicht plausibel hält.

Gegenteilige Erkenntnisse, die zu einer abweichenden Beurteilung des Sachverhalts führen könnten, liegen der Kammer nicht vor. Konkrete Einwendungen der Antragstellerseite lagen nicht vor, da diese sich allein auf die prognostizierten Kundenverluste beziehen.

6. Segment Geschäftskunden

Nach der Ausgliederung der Massenmarktkunden weist die Versatel im Segment der Geschäftskunden Umsätze mit größeren Kunden - mittlere sowie große regionale und nationale Unternehmen - aus den Bereichen Sprach- und Breitbanddienste, VPN-Lösungen, UC-Lösungen, Mehrwertdienstleistungen, Zusammenschaltungsentgelten sowie Hardwareverkäufen aus.

a) Entsprechend der mit dem Restrukturierungsprogramm der Gesellschaft verfolgten Absicht, das Geschäfts auf die ertragsstarken Bereiche zu konzentrieren, wird für dieses Segment in der Detailplanungsphase zwischen 2011 und 2015 eine durchschnittliche Wachstumsrate der Umsätze von 6,4% p.a. angenommen. Diese Wachstumsdynamik soll nach der vorliegenden Planung langfristig allerdings deutlich abflachen, so dass im Konvergenzzeitraum bis zum Jahr 2020 nur noch ein durchschnittliches Wachstum von 1,7% p.a. realisiert werden soll. Vom vorletzten zum letzten Jahr der Konvergenzphase zwischen 2019 und 2020 beträgt die erwartete Zunahme der Erlöse allerdings nur noch 0,2%. Parallel zu dieser Entwicklung der Umsatzerlöse soll die Rohergebnismarge zunächst von 54,8% im Jahr 2010 auf 60,8% im Planjahr 2013 ansteigen, um dann auf einen Wert von 55,7% im Jahr 2020 abzusinken.

Die Bewertungsgutachterin hat diese Planannahmen mit gegenläufigen Entwicklungen erklärt. Im Bereich der klassischen Sprachprodukte sei mit Preis- und Umsatzrückgängen zu rechnen. Diese grundsätzliche Tendenz hin zu internetbasierten Breitbandlösungen war plausibel und ist auch von den Antragstellern nicht in Zweifel gezogen worden.

Im Gegenzug sei mit deutlichen Steigerungen sowohl in diesem Bereich als auch bei VPN-Lösungen zu rechnen, wobei sich das Erlöswachstum aber mit zunehmendem Wettbewerb durch Preisreduzierungen und Kundenverluste abschwächen werde. Der Umsatzbeitrag der VPN-Services/Leased Lines wächst nach der Planung von 40,8 % in 2010 um 16,4 %-Punkte auf rd. 57,2 % des Segmentumsatzes in 2020 an. Maßgeblich beeinflusst wurde die Planung durch die im Jahr 2011 gewonnenen größeren Ausschreibungen. Der Anteil der sonstigen Dienstleistungen ist ebenfalls steigend und macht in 2020 rd. 19,9 % des Segmentumsatzes aus.

Weitere Steigerungen der Umsatzerlöse seien bei UC-Lösungen und Mehrwertdiensten zu erwarten, was allerdings zum Teil durch rückläufige Zusammenschaltungsentgelte negativ kompensiert werde. Bei den UC-Lösungen war zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft aufgrund der im November 2010 gestarteten Zusammenarbeit mit der Siemens Enterprise Communications (SEN) im Rahmen von Ausschreibungen über einen Wettbewerbsvorteil verfügt, da sie ihren Kunden ein Komplettpaket aus einer Hand anbieten kann.

Die Entwicklung der Rohergebnismarge wird nach der Planung wesentlich durch einen geänderten Produkt-Mix, niedrige Margen im UC-Geschäft sowie die zunehmende Marktsättigung bei VPN-Lösungen beeinflusst.

b) Der gerichtliche Sachverständige hat für die Beurteilung der Plausibilität der Planung im Geschäftskundenbereich zunächst die öffentlich zugänglichen Erwartungen von Marktteilnehmern an die Entwicklung im VPN-Bereich herangezogen. Diese Vorgehensweise war naheliegend, da mit diesen Produkten, wie oben dargestellt, längerfristig der überwiegende Umsatz im Geschäftskunden-Segment erzielt werden soll. So betragen die von den Unternehmen Datamonitor ermittelten Wachstumsraten für Deutschland im Zeitraum 2008 bis 2010 insgesamt 6,5% pro Jahr während für den Folgezeitraum bis 2016 ein sich abschwächendes Wachstum von nur noch 3,7% p.a. erwartet wurde. Gemessen an dieser Einschätzung war die Planung der Versatel, die im Detailplanungszeitraum deutlich über diesen Wachstumserwartungen für den Gesamtmarkt liegt und sich erst innerhalb der Konvergenzphase unter den Wert von 3,7% bewegt, nach Auffassung des Sachverständigen insgesamt als plausibel anzusehen.

c) Gleiches galt seiner Ansicht nach auch für die negative Entwicklung der Umsätze im Bereich der Sprachverbindungen von Festnetzanschlüssen. Hier sei bereits in den Jahre 2007 bis 2011 ein durchschnittlicher Rückgang von 1,4% p.a. festzustellen gewesen, ohne dass allerdings nach Privat- und Geschäftskunden differenzierende Daten vorlägen. Der Sachverständige

meint, dass vorliegend auch der Gesamtmarkt als Indikator herangezogen werden könne. Dies begegnete nach Auffassung der Kammer keinen grundsätzlichen Bedenken. Insoweit war zu vermuten, dass im privaten Bereich der Trend zur Substitution des Festnetzanschlusses durch mobile Telefonie zum Tragen kommt, während Unternehmen eher ihre Infrastruktur insgesamt auf Breitband- und Internetlösungen (vor allem VoIP) umstellen dürften.

Mit dem Sachverständigen sieht die Kammer keine Anhaltspunkte dafür, dass die in der Planung der Versatel enthaltene Annahme eines jährlichen Rückgangs der Umsatzerlöse mit Sprachdiensten in Höhe von rund 5,9% bis zum Ende der Konvergenzphase unangemessen negativ und nicht mehr vom Planungsermessen gedeckt wäre. Zwar geht die Deutsche Telekom AG für ihren Geschäftsbereich von einem leicht geringeren Rückgang aus. Wie der Sachverständige ausführt, sind in der von der DTAG projektierten Zahl von 3,6% aber auch Daten aus anderen Märkten als Deutschland enthalten. Daneben musste hier die Frage nicht beantwortet werden, ob Zahlen der DTAG als Marktführerin wegen des darin zum Ausdruck kommenden Marktvolumens überhaupt als Referenz für die Versatel herangezogen werden können.

d) Darüber hinaus verbessert sich nach der Planung im Jahr 2013 die Rohergebnismarge als Folge der Absenkung der Terminierungsentgelte sprunghaft von 38,5% im Jahr 2012 auf einen Wert von 44,6%. Bis zum Ende der Konvergenzphase verringert sich die Marge zwar auf 42,7% im Jahr 2020, bleibt aber dauerhaft auf einem deutlich höheren Niveau als im Zeitraum bis 2012. Auch vor diesem Hintergrund erscheint die Planung für den Bereich der Sprachdienste nicht als unplausibel.

e) Die von Versatel angebotenen Breitbanddienste sollen nach der Planung langfristig einen stabilen Umsatzbeitrag leisten. Die Gesellschaft fasst unter diesem Begriff neben der Vermarktung breitbandiger Datenanbindungen auch Dienstleistungen wie Sprach-Internet-Bündelprodukte, Mobilfunk, Hosting und Sicherheitsdienstleistungen zusammen. Bei der Planung dieses Bereichs ergab sich die Besonderheit, dass zwar bis zum Jahr 2015 eine Steigerung der Umsatzerlöse von rund 4,9% jährlich vorsieht. Der zunächst mit den zunehmenden Erlösen verbundene Anstieg der Rohergebnismarge soll jedoch bereits im Jahr 2013 enden und die Höhe der Marge im Jahr 2014 wieder von 47,8% auf 47,5% sinken. Im Hinblick auf die Umsatzerlöse wird nach 2015 zwar keine rückläufige Entwicklung angenommen, allerdings ergibt sich nach der Planung auch kein weiteres Wachstum, da das Ergebnis bei einem Umsatzvolumen von 32,3 Mio.€ verharren soll.

f) Die Kammer hielt es für fraglich, ob diese Annahme des frühzeitigen Erreichens der Wachstumsgrenze in diesem Produktbereich mit der allgemeinen Marktentwicklung und der Wettbewerbsposition der Versatel vereinbar ist. Die Positiventwicklung im Jahr 2013 soll, wie auch für den Bereich der Sprachdienste, allein auf die Absenkung der Terminierungsentgelte zurückzuführen sein. Gegen weiteres Wachstum spricht nach Ansicht der Gesellschaft der erhebliche Preis- und Wettbewerbsdruck, welchem sie sich ausgesetzt sehe. Unternehmen mittlerer Größe würden wegen des vollständigeren Angebots – insbesondere auch in Verbindung mit Mobilfunk – längerfristig wohl eher zu den großen Mitbewerbern im Markt wechseln.

Hinsichtlich des Vergleichs der von der Gesellschaft angenommenen Entwicklung mit sonstigen am Markt verfügbaren Daten hat der Sachverständige auf solche der DTAG vom März 2010 und einen Bericht von McKinsey aus dem Jahr 2011 zurückgreifen können. Die darin enthaltenen Prognosen für den Zeitraum bis 2015 schwanken zwischen 6,0% bis 2,4%, so dass die von Versatel bis 2015 angenommene Wachstumsrate innerhalb dieses Korridors lag. Da das von Versatel unter der Bezeichnung „Breitband“ zusammengefasste Produktportfolio allerdings umfassender ist als die reine Zurverfügungstellung von Breitbanddiensten, waren die vom Sachverständigen herangezogenen Daten und Prognosen nicht ohne Weiteres auf die Segmententwicklung der Gesellschaft zu übertragen. Darüber hinaus führt der Sachverständige auch aus, dass die Daten von McKinsey nicht zwischen Privat- und Geschäftskunden unterscheiden. Damit war jedenfalls die Planung bis 2015 nicht zu beanstanden, da keine Erkenntnisse vorlagen, dass diese zu negativ ausgefallen wäre.

g) Soweit die Planung für den Zeitraum danach ein Nullwachstum vorsieht, hält der Sachverständige dies in seinem Hauptgutachten für „nicht unmittelbar plausibel“.

Für eine Alternativberechnung hat er eine Wachstumsrate von 0,5% ab 2015 zugrunde gelegt, ohne sich aber ausdrücklich zu der Frage zu äußern, ob die Planannahmen als in der Sache nicht mehr vertretbar insoweit zu korrigieren sind. Auf S. 18 des Ergänzungsgutachtens stellt er dann aber klar, dass er den von ihm angenommenen Wachstumspfad für angemessen und plausibel hält. Dies allein wäre allerdings nicht ausreichend, um die Planung der Gesellschaft in diesem Punkt abzuändern, da eine (noch) plausible Planung, wie oben ausgeführt, im Spruchverfahren nicht gegen eine andere, auch oder „eher“ plausible Planung ausgetauscht werden darf.

Der Sachverständige führt jedoch triftige Gründe für seine Auffassung an, welchen sich die Kammer anschließt. So hält er es für nachvollziehbar, wenn man mit dem Ende der Detailplanungs-

phase das Erreichen eines eingeschwungenen Zustands annehmen wollte. Dann sei es innerhalb der Bewertung der Versatel aber nur modellkonform, die Umsatzerlöse bereits in der Konvergenzphase mit dem Wachstumsabschlag der ewigen Rente steigen zu lassen. Entgegenstehende Marktprognosen waren nicht ersichtlich. Mit der vom Sachverständigen vorgenommenen Modifikation entspricht die Entwicklung des Bereichs Breitbanddienste der weiteren Unternehmensentwicklung im Zeitraum der ewigen Rente.

h) In den Bereich der „sonstigen Dienstleistungen“ innerhalb des Segments Geschäftskunden fallen bei der Versatel unter anderem Mehrwertdienste wie die Bereitstellung von Sonder- und Premiumrufnummern und Unified-Communications-Lösungen als umfassende Lösungen für Sprachkommunikation per Festnetz, Smartphone und PC. Darüber hinaus werden Preselection-Dienste und Telefonanlagen angeboten. Nach der vorliegenden Planung soll dieser Bereich ab dem Jahr 2012 ganz wesentlich durch die Umsätze mit Unified Communications Lösungen dominiert werden, da die entsprechenden Umsatzanteile von 16 % im Jahr 2012 auf 61 % im Jahr 2020 ansteigen sollen. Umsätze mit den weiteren Dienstleistungen in diesem Bereich werden rückläufig angenommen bzw. sollen sich ab dem Jahr 2016 weitgehend konstant entwickeln. Ausgenommen hiervon sind die Systemlösungen, deren Umsatzanteil von 30,8 % im Jahr 2012 auf lediglich 7,4 % im Jahr 2020 sinken soll. Ursächlich hierfür soll insbesondere ein sinkendes Preisniveau bei Hardwarekomponenten sein.

Insgesamt ist ein Wachstum der Umsatzerlöse der sonstigen Dienstleistungen im Zeitraum zwischen 2011 und 2015 um zunächst durchschnittlich 8,1 % p.a. vorgesehen, wobei sich im Folgezeitraum bis zum Jahr 2020 das Wachstum auf rund 2,7 % p.a. reduzieren soll. Gegenläufig zu den Wachstumsannahmen entwickelt sich die Rohergebnismarge, bei welcher im Jahr 2012 mit 50,2 % das beste Ergebnis erzielt werden soll. Bis zum Jahr 2018 soll die Rohergebnismarge auf einen Betrag von 33,2 % absinken, um dann ab 2020 langfristig bei 33,3 % zu verharren.

i) Der gerichtliche Sachverständige hat – entsprechend dem Gutachtauftrag der Kammer – insbesondere die Planungsrechnung der Versatel zu den UC-Lösungen näher betrachtet, da diese maßgeblich für die dargestellte Entwicklung sind. Diese Lösungen sollen zukünftig nicht nur den größten Beitrag zu den Umsatzerlösen leisten, sondern - wie dargestellt - auch über die höchste Wachstumsdynamik verfügen.

Die in der Planung enthaltenen Wachstumsannahmen waren im Ergebnis für sich genommen nicht zu beanstanden. Der gerichtliche Sachverständige führt zu diesem Punkt aus, dass das

Marktvolumen für Unified Communications Dienstleistungen in Westeuropa nach Schätzungen der IDC Research Inc. von rund 6,0 Mrd. \$. Im Jahr 2011 bis zum Jahr 2016 auf bis zu 14,0 Mrd. \$ ansteigen wird. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von rd. 18,5 %. Eigenständige Daten für den deutschen Markt waren nach den Angaben des Sachverständigen nicht verfügbar, doch halte er es für vertretbar, die dargestellte westeuropäische Marktwachstumsrate als Indikator auch für den deutschen Markt zu verwenden. Die von Versatel in der Planungsrechnung für UC-Lösungen zugrunde gelegte durchschnittliche Wachstumsrate lag über dieser erwarteten Marktwachstumsrate.

Die Planungsrechnung sieht weiter vor, dass sich die Rohergebnismarge für Unified Communications über den gesamten Planungszeitraum von 2012 bis 2020 mit rund 15,0 % konstant entwickelt. Eine Verbesserung der Marge wird trotz der geplanten Generierung von höheren Umsatzerlösen gemäß den in der Planung enthaltenen Prognosen nicht angenommen. Damit werden keine Skaleneffekte auf Ebene des Rohergebnisses unterstellt.

Der Sachverständige hielt die Planungsrechnung auch in diesem Punkt insgesamt für vertretbar. Er stellt zwar in einer Alternativberechnung dar, welche Auswirkungen auf den Wert der Versatel-Aktie sich bei der Annahme einer dauerhaften Steigerung der Marge bei UC-Lösungen auf 20% ergeben würde, nämlich eine Erhöhung des Werts um 0,21 €. Es war allerdings nicht ersichtlich, dass diese Berechnung mehr ist als eine Sensitivitätsanalyse darstellt, da der Ansatz der erhöhten Marge nur dann möglich wäre, wenn die von der Gesellschaft in Ansatz gebrachte als unvertretbar niedrig anzusehen wäre.

Dass eine konstante Marge trotz der Bedenken, welche die Kammer zu diesem Punkt der Planungsrechnung zunächst geäußert hat, als Annahme plausibel ist, zeigt der vom Sachverständigen dargestellte Umstand, dass Versatel den Verkauf der UC-Lösungen ausschließlich in Kooperation mit Vertragspartnern anbietet. Hierbei handelt es sich namentlich um die Firmen Siemens Enterprise Communications und DeTeWe Communications, welche sämtliche Serviceleistungen für die eingesetzten Produkte und Lösungen übernehmen, während Versatel die vertriebliche Betreuung verantwortet. Damit war der Einfluss der Versatel auf die zu erzielende Marge von vornherein als begrenzt anzusehen. Auch sind im reinen Vertriebsbereich keine messbaren Skaleneffekte zu erwarten, da die benötigten Ressourcen mit dem Vertriebsvolumen steigen.

Die leicht über der im Bereich der Systemlösungen liegenden Marge erscheint damit trotz des steigenden Geschäftsvolumens vertretbar.

Soweit betriebswirtschaftlich abstrakt die Frage nach der Sinnhaftigkeit des Aufbaus eines Bereichs mit trotz deutlich wachsenden Umsätzen sinkender Profitabilität gestellt werden kann, war die Strategie der Versatel vorliegend nachvollziehbar. So erläutert der Sachverständige

auf S. 109 seines Gutachtens, dass das Ziel der Kooperationen zwischen der Gesellschaft und den oben genannten Unternehmen insbesondere darin besteht, Geschäftskunden Anschlusstechnologien, Zusatztechnologien und UC-Lösungen aus einer Hand anbieten zu können. Durch die Möglichkeit als Komplettanbieter aufzutreten, verfüge Versatel auch über einen potenziellen Wettbewerbsvorteil bei Ausschreibungsverfahren von Großkunden. Insoweit führten die Kooperationen mittelbar auch zu positiven Auswirkungen auf den Produktbereich VPN/Leased Lines-Services.

Im Ergebnis war die Planungsrechnung daher auch im Bereich der „sonstigen Dienstleistungen“ nicht zu beanstanden.

j) Zusammenfassend merkt der gerichtliche Sachverständige zum Segment Geschäftskunden an, dass sich in der Planungsrechnung die weitere Ausrichtung des Unternehmens auf den als zukunftssträftig angesehenen Markt der UC-Lösungen und insbesondere auch die VPN-Services widerspiegelt. Die dabei geschlossenen Kooperationen führten zwar einerseits zu zusätzlichen margennärmeren Umsatzerlösen, andererseits aber auch zu einer verbesserten Marktposition insbesondere im Produktbereich VPN/Leased Lines-Services. Im Ergebnis resultiere langfristig ein steigendes Rohergebnis, aber eine leicht rückläufige Rohergebnismarge. Die Annahme, dass sich die Relation zwischen Umsatzentwicklung und Steigerung des Rohertrags langfristig verschlechtern wird, sei vor dem beschriebenen Hintergrund grundsätzlich plausibel und stehe nicht im Widerspruch zu der Ausrichtung der Versatel auf den als zukunftssträftig angesehenen Markt der UC-Lösungen.

Dieser Einschätzung schließt sich die Kammer an.

7. Segment Wholesale

Zum Dienstleistungsangebot der Versatel im Geschäftsbereich Wholesale zählen zum einen Zusammenschaltungsleistungen für die Durchleitung von Sprach- und Datenvolumina sowie zum anderen die Vermarktung von Glasfaseranschlüssen und Breitbandkapazitäten.

a) Die Gesellschaft differenziert in ihrer Planung nach Sprach- und Datendiensten und sieht hier jeweils gegenläufige Entwicklungen. Während sie bei den Sprachdiensten vor dem Hintergrund des regulatorischen Umfeldes mit einem Rückgang der Umsatzerlöse rechnet, werden bei den Datendiensten steigende Umsätze geplant. Als Umsatztreiber wird hier insbesondere der Bereich des so genannten „Mobile Backhaul“ gesehen, worunter der Anschluss von Datenmasten der Mobilfunkbetreiber an das Glasfasernetz der Versatel verstanden wird.

b) Die Vergangenheitsentwicklung vor der Detailplanungsphase war geprägt von einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse von 2009 auf 2010 aufgrund einer Steigerung des terminierten Sprachvolumens. Gleichzeitig war ein Umsatzrückgang im Datengeschäft zu verzeichnen gewesen. Diese Entwicklung lief zunächst dem allgemeinen Marktgeschehen zuwider, da der gerichtliche Sachverständige bei seinen Analysen festgestellt hat, dass die Sprachkommunikation aus Festnetzanschlüssen, gemessen an Festnetzminuten, seit 2007 mit 1,4 % p.a. durchgängig abgenommen hat. Zugleich wirkte sich der überproportionale Anstieg des Anteils der Sprachdienste auch auf die Rohergebnismarge aus, da im Geschäft mit Sprachprodukten nach Angaben des Sachverständigen niedrigere Margen erzielt werden als bei der Durchleitung von Daten.

c) Für den Planungszeitraum ab 2011 war allerdings zunächst davon auszugehen, dass sich das Geschäft der Gesellschaft im Einklang mit dem allgemeinen Marktgeschehen entwickeln würde, da Sondereinflüsse nicht ersichtlich waren. Der Sachverständige erwartet im Hinblick auf die Umsatzvolumina bei Sprachdiensten zwar noch ein leichtes Wachstum ab 2011, welches vor allem durch die zunehmende Sprachkommunikation über Mobilfunkanschlüsse getrieben sein würde. Das Wachstum würde durch das Nutzerverhalten aber längerfristig abflachen, da vor allem jüngere Nutzer dazu tendieren würden, über Datendienste wie Messenger zu kommunizieren. Insoweit sei die Annahme eines in der Summe konstant bleibenden Sprachvolumens über Festnetz und Mobilfunk als plausibel anzusehen.

d) Neben den Terminierungsvolumen spielen die Durchleitungsentgelte eine wesentliche Rolle für die Umsatzerlöse und die zu erzielenden Margen. Diese unterliegen der staatlichen Regulierung als Zusammenschaltungsentgelte im Festnetz beziehungsweise als Mobilfunkterminierungsentgelte (MTE) für die Zustellung von Anrufen aus Mobilfunknetzen beziehungsweise in solche Netze. Anfang 2011 gab die BNetzA rückwirkend ab dem 1. Dezember 2010 mit einer Befristung bis zum 30. November 2012 neue MTE bekannt. Demnach wurden die MTE für die Anrufzustellung in die Mobilfunknetze von 6,59 ct/Min. (in die beiden D-Netze) bzw. von 7,14 ct/Min. auf durchschnittlich rd. 3,37 ct/Min. reduziert.

Nach Ablauf der Befristung wurde für das Jahr 2013 allgemein mit einer weiteren Absenkung der MTE gerechnet, da dies zum einen der historischen Entwicklung dieser Entgelte und zum anderen dem erklärten Willen europäischer Regulierungsbehörden entsprach.

Zur Mitte des Jahres 2011 hat die BNetzA zudem die Entgelte zur Zusammenschaltung von Festnetzen in Abhängigkeit der Tarifzonen und der Tageszeit abgesenkt. Danach sollen die Gebühren in der Tarifzone I um rd. 16,7 % auf 0,45 ct/Min. in der Hauptzeit und um 15,8 % auf 0,32 ct/Min. in der Nebenzeit gesenkt werden.

e) Der Sachverständige hält vor diesem Hintergrund auf S. 74 seines Gutachtens fest, dass bezogen auf den Bewertungsstichtag sowohl bei Sprachdiensten im Festnetz als auch bei solchen im Mobilfunk mit einem Rückgang der Umsatzerlöse zu rechnen war.

Im Bereich der Datentransfers war zum Beginn des Planungszeitraums über Breitbandanschlüsse ein deutlicher Anstieg der abgewickelten Datenmengen zu verzeichnen. So war nach den Feststellungen des Sachverständigen das Datenverkehrsvolumen über Festnetze in Deutschland zwischen 2006 und 2011 jährlich um 27,5 % gewachsen. Laut der Anfang 2012 verfügbaren Prognosen war auch zukünftig mit Steigerungen in einer vergleichbaren Größenordnung von rund 32,5 % zu rechnen. Der mobile Datenverkehr in Deutschland ist zwischen 2006 und 2011 durchschnittlich um 166,2 % jährlich gestiegen, wobei Analysten für den Zeitraum von 2010 bis 2015 weiterhin ein hohes Wachstum zwischen 72,7 % und 95,9 % p.a. prognostizierten.

Die Preise für die Datendurchleitung haben sich in der Zeit vor dem Jahr 2011 tendenziell rückläufig entwickelt.

f) Die Planung der Versatel für den Bereich Wholesale reflektiert diese Markterwartungen im Wesentlichen. Der Wert des Jahres 2010 mit Umsatzerlösen in Höhe von 237,2 Mio.€ soll in der Planungsphase nicht ansatzweise wieder erreicht werden, nachdem im Geschäftsjahr 2011 als Folge der Absenkung der Terminierungs- und Zusammenschaltungsentgelte ein Umsatzeinbruch von 20,9% zu verzeichnen war. Hinzu kam, dass die tendenziell niedermargigen Sprachdienste im Jahr 2011 noch für 63% der Umsätze verantwortlich waren. Deren Anteil soll gegenüber den Datendiensten bis zum Ende des Konvergenzzeitraums 2020 auf knapp 50% sinken. Versatel geht dennoch für die Sprachdienste ab 2013 von einem gleichbleibenden Umsatz sowie einer konstanten Rohergebnismarge von 25,8% aus, nachdem zuvor trotz des Umsatzrückgangs ein

Anstieg der Marge von 16,5% im Jahr 2010 zu verzeichnen war. Dies resultierte nach den Untersuchungen des Sachverständigen aus dem Umstand, dass sich aus der Absenkung der Terminierungsentgelte neben unmittelbaren Auswirkungen auf die Höhe des Umsatzes auch gegenläufige Effekte ergeben, da sich hierdurch die direkten Netzwerkkosten reduzieren.

Für das Jahr 2013 Jahr erwartete die Gesellschaft in Übereinstimmung mit den Erwartungen der interessierten Verkehrskreise eine weitere Absenkung der Terminierungsentgelte, verbunden mit einem erneuten Umsatzrückgang von knapp 15%.

g) Soweit mehrere Antragsteller die Auffassung vertreten, eine Absenkung der Terminierungsentgelte habe zum Bewertungsstichtag noch in der Zukunft gelegen und habe aus diesem Grunde keinen Eingang in die Planung finden dürfen, vermochte sich die Kammer dieser Auffassung nicht anzuschließen. Nach dem Bewertungsmodell des IDW S 1 sind nicht nur künftige Ertragschancen, sondern auch absehbare Belastungen des Ergebnisses in der Bewertungsplanung zu berücksichtigen, wenn und soweit diese zum Stichtag bereits in der Wurzel angelegt waren. Insoweit hat der Sachverständige bestätigt, dass eine weitere Reduzierung der MTE durch die BNetzA im Jahr 2013 Ende 2011/Anfang 2012 allgemein erwartet wurde, da die 2011 festgesetzten Preise bis zum 30. November 2012 befristet waren und ein weiteres Absenken der Entgelte dem politischen Willen entsprach. Damit war die erneute Absenkung der Entgelte absehbar und damit „in der Wurzel angelegt“ und entsprechend in der Planungsrechnung abzubilden.

h) Schließlich kann zu diesem Punkt auf die Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen verwiesen werden, dass die rückläufigen Zusammenschaltungs- und Terminierungsentgelte im Segment Wholesale nahezu keinen Einfluss auf das Rohergebnis haben. Aufgrund der gesunkenen Umsatzerlöse ergebe sich korrespondierend ein Anstieg der Rohergebnismarge (Gutachten S. 91).

i) Bei den Umsätzen mit Datendiensten gab es von 2010 auf 2011 gleichfalls einen Rückgang, hier um 10,5%, der jedoch mit einem Einmalumsatz aus Finanzierungsleasingverträgen eine eigenständige Ursache hatte. Ausgehend vom Umsatzniveau des Jahres 2011 sollen die Umsätze nach der Planung bis zum Jahr 2015 dann durchschnittlich um 6,1 % p.a. auf 89,0 Mio. € anwachsen. Anschließend soll die Wachstumsrate der Konvergenzphase auf durchschnittlich 3,0 % p.a. abflachen. Gleichzeitig sinkt die Rohergebnismarge von 80,7% im Jahr 2012 auf 75,4% zum Ende der Konvergenzphase im Jahr 2020.

Der gerichtliche Sachverständige hat die in diesem Teil der Planung enthaltenen Wachstumspfade näher untersucht und dabei festgestellt, dass Vernetzung zwischen Mobil- und Festnetz über Glásfaseranbindungen (Mobile Backhaul) ganz maßgeblich zum Gesamtwachstum der Erlöse beitragen soll. Demgegenüber sind die Umsatzerlöse aus dem Glasfasernetz nahezu konstant geplant, ein geringeres Wachstum ergibt sich aus den Breitbandprodukten. Das Absinken der Rohergebnismarge, die deutlich oberhalb der mit Sprachdiensten erzielten Marge liegt, ist bedingt durch die Änderung des Produktmixes aufgrund des wachsenden Anteils des Bereichs „Mobile Backhaul“. In diesem lassen sich nach den Feststellungen des Sachverständigen im Vergleich zu Glasfasernetz und Breitbandprodukten nur niedrigere Margen erzielen.

j) Im Ergebnis des Sachverständigengutachtens konnte damit nicht festgestellt werden, dass die Planung die Wachstumsperspektiven der Versatel durch das eigene Glasfasernetz unterschätzt.

Im Segment Wholesale vertreibt der Versatel-Konzern insbesondere überschüssige Breitbandkapazitäten des eigenen Netzes an andere Festnetz- und Mobilfunknetzbetreiber. In welchem Ausmaß das eigene Glasfasernetz zum Bewertungsstichtag (9. Februar 2012) durch das zu diesem Zeitpunkt realisierte Datenvolumen/Traffic bereits ausgelastet ist und welche überschüssigen Kapazitäten bestanden, konnte nach Angaben der Versatel bzw. der Antragsgegnerin gegenüber dem Sachverständigen rückwirkend nicht festgestellt werden. Allerdings führt der Sachverständige in seinem Gutachten (S. 87) auch aus, dass es sich bei dem Glasfasernetz um eine passive Infrastruktur handelt, bei der es bedingt durch diese Eigenschaft aus technischer Sicht nicht zu Kapazitätsengpässen kommen kann. Soweit Kapazitäten auf bestimmten Strecken nicht mehr ausreichen, kann bzw. muss die aktive Technik aufgerüstet werden, was mit entsprechenden Investitionen verbunden ist.

Im Bereich Mobile Backhaul waren aus Sicht des Bewertungsstichtages grundsätzlich signifikante Wachstumspotenziale zu erwarten. Dies zeigt gerade auch die im Dezember 2011 kommunizierte Zusammenarbeit zwischen Versatel und der E-Plus Gruppe, in deren Rahmen Sendemasten von E-Plus an das Glasfasernetz der Versatel angebunden werden sollten, um die mobilen Datendienste für Kunden von E-Plus zu beschleunigen.

k) Nach den Untersuchungen des gerichtlichen Sachverständigen konnte nicht festgestellt werden, dass diese Kooperation, welche im Dezember 2011 lediglich aus einem Rahmenvertrag bestand, explizit in die Planungsrechnung eingeflossen ist.

Die in der Planung enthaltenen Daten waren nicht nach einzelnen Kunden differenziert, wobei der Sachverständige feststellt, dass E-Plus bereits zu Beginn des Jahres 2011 ein wesentlicher Kunde der Versatel im Bereich Mobile Backhaul gewesen ist. Der Sachverständige führt aus, dass es vor diesem Hintergrund nicht unplausibel erscheine, dass auch die mit dieser Kundenbeziehung verbundenen Wachstumserwartungen in der Planung (implizit) berücksichtigt worden seien. So gehe die Planungsrechnung von einem deutlichen Anstieg der Anzahl der Basisstationen im Zeitablauf und damit einhergehenden wachsenden Umsatzerlösen und Rohergebnissen mit Mobile Backhaul aus, die entsprechende Akquisition von neuem Geschäftsvolumen voraussetzen. Die zum Ende des Jahres 2011 geschlossene Vereinbarung unterlege bzw. konkretisiere insoweit die in der Planung enthaltenen Wachstumserwartungen.

Dieser Einschätzung schließt sich die Kammer trotz der von einigen Antragstellern geäußerten Kritik an den Schlussfolgerungen des Sachverständigen an. Konkrete Ergebnisse der Kooperation mit der E-Plus-Gruppe konnten naturgemäß aus zeitlichen Gründen – die Planung stammt aus dem November 2011 – in diese nicht eingeflossen sein. Jedoch war nicht von der Hand zu weisen, dass das in der Planung angenommene Wachstum im Bereich Mobile Backhaul in Ermangelung eigener Mobilfunkangebote innerhalb des Versatel-Konzerns zwingend aus der Kooperation mit Mobilfunkanbietern generiert werden musste. Da nicht ersichtlich war, dass dieses aus sonstigen, im Spätherbst 2011 bereits bestehenden vertraglichen Vereinbarungen realisiert werden konnte, war nicht davon auszugehen, dass aus der (erweiterten) Zusammenarbeit mit der E-Plus-Gruppe im Februar 2012 bezifferbare Mehrerlöse entstehen würden, welche in die Planung hätten eingestellt werden müssen.

8. Sonstige Einwendungen betreffend die Planung

a) Soweit die Antragsteller und andere die Auffassung vertreten, die Planung dürfe eine denkbare Expansion der Gesellschaft in das Ausland, insbesondere nach Osteuropa, nicht ausblenden, ging dies fehl. Es war aus den vorliegenden Gutachten nicht ersichtlich, dass im Bewertungsstichtag eine Ausweitung der Aktivitäten der Gesellschaft über das Inland hinaus auch nur ansatzweise in den Blick genommen war. Wie bereits oben erwähnt, ist im Rahmen der Ertragswertermittlung (nur) zu überprüfen, ob die Geschäftsleitung der Gesellschaft ein schlüssiges Konzept für die Planung vorgelegt hat. Es kommt dagegen nicht darauf an, ob auch alternative Planungspfade denkbar wären. Da sich im Übrigen das Geschäftsmodell der Versatel AG nicht unwesentlich an dem eigenen Glasfasernetz ausrichtet, welches sich ausschließlich in Deutsch-

land befindet, lag eine Auslandsexpansion auch nicht nahe.

b) Im Gegensatz zur Auffassung des Antragstellers waren im Rahmen der Bewertung beziehungsweise dieses Verfahren nicht ohne konkrete Veranlassung Schadensersatzansprüche der Gesellschaft gegen ihre Organe zu prüfen.

Zum einen liefert der Antragsteller für seine Behauptung, das (TV-) Kabelgeschäft der Gesellschaft sei im Jahr 2010 unterhalb des für diesen Unternehmensteil am Markt erzielbaren Verkehrswerts veräußert worden neben dieser bloßen Behauptung keinerlei greifbare Anhaltspunkte.

Zum anderen kann im Spruchverfahren keine Inzidentprüfung des Bestehens oder Nichtbestehens von Schadensersatzansprüchen erfolgen, wenn solche nicht bereits Gegenstand der Planung sind oder nach dem Erkenntnisstand am Bewertungsstichtag hätten sein müssen. Nur für diesen Fall wäre ein Vermögenszufluss an die Gesellschaft im Planungszeitraum hinreichend wahrscheinlich. Bei der gerichtlichen Überprüfung der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren geht es nicht darum festzustellen, ob behauptete Schadensersatzansprüche überhaupt bestehen (vgl. zutreffend Schroeder/Habbe, NZG 2011, 845, 846).

9. Zwischenergebnis

Nach alledem war die der Bewertung zugrunde gelegte Planung der Versatel in den nach der Restrukturierung des Konzerns verbliebenen Geschäftsbereichen im Wesentlichen als plausibel anzusehen. Ausnahmen ergaben sich hinsichtlich der Annahmen der Kundenabwanderungsrate bei den Privatkunden sowie des Nullwachstums im Bereich der Breitbanddienste im Segment Geschäftskunden. In diesen beiden Punkten war die Planung gemäß den entsprechenden Berechnungen des gerichtlichen Sachverständigen abzuändern.

10. Personalaufwand

Die Personalaufwendungen der Gesellschaft sollen im Laufe der Detailplanungsphase nach einem bereits starken Rückgang von 80.486 T€ im Jahr 2011 auf 61.034 T€ im Jahr 2012 zum zweiten Planjahr 2013 erneut signifikant auf 48.686 T€ sinken, um dann in den Folgejahren 2014 und 2015 mit rund 47.500 T€ mehr oder weniger konstant zu bleiben. Die Barabfindungsprüferin stellt zu diesem Punkt fest, dass sich trotz der geplanten Lohn- und Gehaltssteigerungen, die sich vor allem in den Planwerten für das Jahr 2015 niederschlagen, eine Minderung des Perso-

Personalaufwands sowohl in absoluter Höhe als auch im Verhältnis zur Gesamtleistung vorgesehen ist.

Die von manchen Antragstellern geäußerte Kritik, dass keine sinkenden, sondern vielmehr steigende Personalaufwendungen geplant seien, war anhand der genannten Zahlen nicht nachvollziehbar. Diese spiegelten nach Auffassung der Kammer hinreichend den Umstand wider, dass der bis zum Jahr 2009 dominierende Geschäftsbereich Massenmarkt deutlich zurückgefahren werden sollte, was mit einem insgesamt deutlich sinkenden Umsatzvolumen verbunden sein sollte. Zwar hat die Antragsgegnerin nicht offengelegt, ob beziehungsweise welche Personalressourcen bei der Versatel den einzelnen Geschäftsbereichen zugeordnet waren. Die prognostizierte Entwicklung der Gesamtkosten war aber dennoch als konsistent mit der weiteren Planung anzusehen. Dies gilt erst recht unter Berücksichtigung der vom gerichtlichen Sachverständigen vorgenommenen Änderungen hinsichtlich der zu erwartenden Abschmelzungsrate im Privatkundenbereich. Ein stärkeres Absinken der Personalkosten war daher nicht anzunehmen.

11. Sonstige Aufwendungen

Sonstige Aufwendungen in der Planung der Versatel bestehen zum einen zusammengefasst in der Kategorie „Externe Services, Instandhaltung und Wartung“ und zum anderen in Vertriebs- und Marketing sowie allgemein sonstigen Aufwendungen. Zusammengefasst sollen diese Posten zwischen 2011 und 2015 um insgesamt 7% auf einen Betrag von 87.661 T€ sinken. Ein deutlicher Rückgang des Aufwands soll dabei insbesondere im Rahmen der Vertriebs- und Marketingaufwendungen zu verzeichnen sein, da sich hier die stärkere Fokussierung der Aktivitäten der Gesellschaft auf die Segmente Geschäftskunden und Wholesale niederschlägt. Die Kosten für den Fremdbezug von Leistungen sind durch die vorgesehene Ausgliederung des technischen Außendienstes sowie von Netzbetriebsleistungen leicht steigend geplant. Die Annahmen zu diesen Posten waren insgesamt plausibel und daher nicht zu beanstanden. Von Antragstellerseite sind keine konkreten Einwendungen erhoben worden, welche die Vertretbarkeit der Planung in Frage ziehen könnten.

12. Abschreibungen

Gleiches gilt für die Abschreibungen, deren Höhe deutlich abnehmen soll, da der in der Vergangenheit forcierte Aufbau der eigenen Netzkapazitäten der Versatel für den Detailplanungszeitraum (und nachfolgend auch für die ewige Rente, in der ein eingeschwungener Zustand erreicht

sein soll) nicht mehr in gleichem Umfang vorgesehen ist.

13. Ertragssteuern auf Unternehmensebene

Bewertungsgutachterin und Prüferin haben die prognostizierten Erträge der Gesellschaft einer Ertragssteuerbelastung durch Gewerbesteuer, Körperschaftssteuer sowie Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Dabei wurde das IFRS-Konzernergebnis für die Steuerbilanz in ein handelsrechtliches Ergebnis übergeleitet, da sich hier Differenzen wegen der unterschiedlichen Behandlung von Finanzierungsleasing ergeben hatten.

In die Berechnungen der effektiven Steuerlast wurden sowohl die vorhandenen körperschafts- und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge wie auch die steuerlichen Auswirkungen aus Besserungsscheinen berücksichtigt. Soweit die Verlustvorträge innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht verbraucht werden, wurden diese annuitätisch bei der Ermittlung des Ertragssteueraufwands für das Geschäftsjahr 2016 berücksichtigt und entsprechend in die ewige Rente überführt.

Gegen die Richtigkeit dieser Vorgehensweise ließ sich nichts einwenden. Insbesondere war nicht ersichtlich, dass die zukünftige Steuerbelastung des Unternehmens überschätzt worden ist. Der Einwand mehrerer Antragsteller, dass die zum Ende des Detailplanungszeitraums vorhandenen Verlustvorträge keine Berücksichtigung gefunden hätten, war offensichtlich unzutreffend. Soweit in der Detailplanungsphase ein Steueraufwand angenommen worden ist, hat die Barabfindungsprüferin hierzu nachvollziehbar ausgeführt, dass die Regelungen des § 10d Abs. 2 EStG zur Mindestbesteuerung zu berücksichtigen gewesen seien. Belastbare Einwendungen hiergegen haben die Antragsteller nicht vorgebracht.

14. Plausibilisierung anhand der tatsächlichen Entwicklung

Der von Seiten einiger Antragsteller mehr oder weniger pauschal erhobenen Einwand, die im Bewertungsgutachten dargestellte Planung sei - unter dem Einfluss von - zu pessimistisch, dürfte nicht nur angesichts der Vergangenheitsentwicklung der Versatel AG zu kurz greifen.

Vor dem Hintergrund der oben geschilderten Vergangenheitsentwicklung in den dem Stichtag vorausgehenden Geschäftsjahren 2009 und 2010, für die vollständige Konzernabschlüsse vorliegen, war die Annahme zunehmend positiver Ergebnisse ab 2011 vom Grundsatz her als optimis-

tisch und nicht als pessimistisch einzuschätzen.

Angesichts des im Februar 2012 abgeschlossenen Geschäftsjahrs 2011 hielt es die Kammer für ohne weiteres zulässig, jedenfalls die Daten für die Jahre 2011 und 2012 zu Plausibilisierungszwecken heranzuziehen. Die Antragsgegnerin hat die Ist-Zahlen der Versatel mit Schriftsatz vom 23. Oktober 2013 mitgeteilt, wobei nur diejenigen für das „unechte“ Planjahr 2011 mit den in der Planung enthaltenen Werten für die „Hochrechnung“ vergleichbar waren. Für das erste „echte“ Planjahr 2012 hat die Antragsgegnerin mitgeteilt, dass das EBIT sowohl durch die Übernahme der KielNET GmbH zum 25. September 2012 als auch durch weitere Abschreibungen von der Planung abweicht. Die im Jahr 2011 erreichten Ergebnisse weichen – erwartungsgemäß – nicht wesentlich vom prognostizierten Ergebnis ab und bieten insoweit keine Anhaltspunkte für eine Unterschätzung der von der Versatel erzielbaren Überschüsse. Die Ergebnisse des Jahres 2012 sind deutlich hinter der Planung zurückgeblieben, ohne dass allerdings ersichtlich war, inwieweit sich die von der Antragsgegnerin beschriebenen Änderungen hinsichtlich der Abschreibungen ausgewirkt haben. Da aber auch der Rohertrag deutlich niedriger als der Planwert ausgefallen ist und in diesem Wert bereits die zusätzlichen Ergebnisse nach der Konsolidierung der KielNet GmbH zum 1. Oktober 2012 enthalten waren, ergaben sich auch hier keine Hinweise auf eine vom Ansatz her zu negative Planung.

15. Ausschüttungsprognose

Der Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2005 vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie unter Beachtung gegebenenfalls einschlägiger rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da auf diese Weise ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, da sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

a) Die Ausschüttungsannahmen für die Detailplanungsphase waren trotz der von mehreren Antragstellern erhobenen Einwendungen nicht zu beanstanden. Soweit die Jahresergebnisse nach der vorliegenden Planung in vollem Umfang zur Tilgung von Darlehen verwendet werden sollten, war nicht ersichtlich, dass die dem zugrunde liegenden Annahmen nicht gerechtfertigt gewesen

wären. Die Antragsgegnerin hat diesbezüglich unwidersprochen vorgetragen, dass sie nach dem Darlehnsvertrag vom 30. Juni 2011 nicht berechtigt war, Ausschüttungen vorzunehmen. Zwar diente dieser Vertrag der Finanzierung der Übernahme der Gesellschaft durch die Antragsgegnerin, die Versatel AG war ihm allerdings als Darlehnsnehmerin beigetreten und schuldete damit auch selbst die Rückführung der Darlehnsvaluta. Da die vertragliche Vereinbarung der Ankündigung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre vorausgegangen war, gehörte sie im Rahmen der Bewertung der Versatel zu den Verhältnissen der Gesellschaft und war dementsprechend zu berücksichtigen.

b) Soweit die nach der Planung einbehaltenen Überschüsse ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept grundsätzlich eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Diese kann durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93). Ein solches Szenario lag aber gerade nicht vor, da die Planung eine konkrete Verwendung der Mittel vorsah. Darüber hinaus gehen die thesaurierten Beträge auch nicht „verloren“, wie von Seiten einiger Antragsteller behauptet wird. Vielmehr wird über den Detailplanungszeitraum hinweg der Verschuldungsgrad der Gesellschaft gesenkt, was sich im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes bei der Berechnung des Betafaktors werterhöhend auswirkt.

c) Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Auf das konkrete Ausschüttungsverhalten des Bewertungsobjekts ist dagegen allenfalls nachrangig abzustellen.

d) Die Ausschüttungsquote von 50%, welche ab dem Jahr 2016 in Ansatz gebracht hat, wurde aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote abgeleitet, welche an den deutschen Kapitalmärkten in der Vergangenheit zu beobachten gewesen sei. Es handelt es sich dabei um den Mittelwert des Korridors von 40% bis 60%, der regelmäßig in Bewertungsgutachten nach IDW S1 als typisiertes Ausschüttungsverhalten börsennotierter Aktiengesellschaften unterstellt wird. Die dieser Annahme zugrunde liegende Untersuchungen werden zwar nicht unkritisch gesehen, so dass regelmäßig eine Betrachtung des Ausschüttungsverhaltens anderer Unternehmen derselben Branche als vorzugswürdig anzusehen ist. Vorliegend standen allerdings lediglich für die

Deutsche Telekom AG und die QSC AG als börsennotierte Mitbewerber Vergleichsdaten zur Verfügung. Diese Datenbasis war als zu gering anzusehen, um Rückschlüsse auf ein bestimmtes Verhalten sämtlicher Unternehmen der Telekommunikationsbranche ziehen zu können. Damit stand keine bessere Schätzgrundlage für die Typisierung zur Verfügung als der von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin genannte Schätzwert.

e) Die Annahme einer wachstumsbedingten Thesaurierung ohne unmittelbaren Werteffekt im Bewertungsgutachten war entgegen der Auffassung mehrerer Antragsteller plausibel.

Die wachstumsbedingte Thesaurierung wurde angesetzt, um die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums zu gewährleisten. Denn auch für den Fall der nachhaltigen fiktiven Vollausschüttung der Überschüsse ist zu berücksichtigen, dass das im Unternehmen regelmäßig zu reinvestierende gebundene Kapital inflationsbedingten Preiseinflüssen unterliegt und sich die in den Plan-Bilanzen zum Ende des Detailplanungszeitraums berücksichtigten Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln werden.

Die nach dem Bewertungsmodell durch die teilweise Thesaurierung der Gewinne im Unternehmen verbleibenden Mittel stehen aufgrund der bewertungstechnischen Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage bzw. der angenommenen wertgleichen steuerfreien Zurechnung dieser Mittel im Bewertungsmodell nicht zur nachhaltigen Finanzierung von preis- bzw. steuerinduziertem Wachstum zur Verfügung. Da die thesaurierten Mittel auch teilweise der Eigenkapitalfinanzierung der preisinduzierten Wachstumseffekte dienen, mit der fiktiven Zurechnung jedoch eine (vollständige) kapitalwertneutrale Wiederanlage unterstellt wird, ist im Bewertungskalkül die Finanzierungslücke des organischen Wachstums nicht geschlossen.

Die weitere Problematik besteht in dem Umstand, dass eine Planung ab dem Zeitpunkt des Beginns der ewigen Rente nicht mehr stattfindet und entsprechend auch keine Planbilanzen mehr zur Verfügung stehen, anhand derer untersucht werden kann, ob bestimmte Posten preisbedingt in Höhe des Wachstumsabschlages steigen werden. Daher wird vereinfachend von einem Thesaurierungsbedarf in Höhe der Wachstumsquote bezogen auf das zum Ende der Detailplanungsphase vorhandene Eigenkapital ausgegangen.

f) In der obergerichtlichen Rechtsprechung wird die Erforderlichkeit einer besonderen Thesaurierung für die Finanzierung des Wachstums grundsätzlich nicht beanstandet: Maßgeblich sei der betriebswirtschaftlich anerkannte Gedanke, dass ein nachhaltiges Gewinnwachstum ohne zu-

sätzliche Finanzierung nicht in Betracht komme (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. November 2011, 112 W 66/06, BeckRS 2013, 01573). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung vom 24. November 2011 (21 W 7/11; BeckRS 2012, 02278) gleichfalls die Notwendigkeit der Thesaurierung von gesonderten Mitteln zur Erhaltung des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente betont. Da diese Entscheidungen vor dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag ergangen sind, war die entsprechende Vorgehensweise von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin, die eine solche Rückstellung ohne Zurechnung an die Anteilseigner in ihre Berechnungen eingestellt haben, nicht zu kritisieren.

Mit dem Ansatz wachstumsbedingter Thesaurierung wird auch nicht der Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszinssatz storniert. Während der Wachstumsabschlag sich an der unternehmensspezifischen Möglichkeit, Preissteigerungen an Kunden weiterzugeben, orientiert, sichert die wachstumsbedingte Thesaurierung das nachhaltige organische Wachstum, den Substanzerhalt einschließlich der Finanzstruktur (vgl. OLG München Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, BeckRS 2018, 13474).

16. Persönliche Steuern

Der Anfall persönlicher Steuern auf Ebene der Anteilseigner ist in der Bewertung in Höhe der zum Bewertungsstichtag geltenden Tarifbelastung von 25% zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag angenommen worden, was einer Gesamtsteuerbelastung von 26,375% entspricht.

a) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektivierter und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativenanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

b) Entsprechend sind für die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern zu berechnen, für

die der oben genannte, in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz in Ansatz gebracht worden ist. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschläge würde.

c) Für die Thesaurierungsbeiträge, die in der Planung den Anteilseignern fiktiv zugerechnet werden, greift seit dem 1. Januar 2009 für erzielte Wertsteigerungen die Kursgewinnbesteuerung, die allerdings erst im Zeitpunkt des Verkaufs der Aktien anfällt. Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt damit von der Haltedauer der Aktie ab und sinkt infolge des Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es erforderlich, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung auch hier eine Typisierung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann. Zudem lagen, wie die Prüferin betont, (jedenfalls zum Stichtag im Februar 2012) keine empirischen Untersuchungen zur Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt vor, auf welche sich eine konkrete Annahme zur Höhe der regelmäßig anfallenden Besteuerung hätte stützen können.

Die Bewertungsgutachterin ist insoweit von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den hälftigen nominellen Steuersatz angesetzt. Hiergegen ist nach Ansicht der Kammer wegen des grundsätzlichen Anfalls der Besteuerung, jedenfalls für den inländischen Anteilseigner, nichts zu erinnern. Der typisierende Ansatz des halben nominalen Steuersatzes von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag ist zwischenzeitlich auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt und kann daher einer gerichtlichen Schätzung zugrunde gelegt werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894; OLG Stuttgart, AG 2013, 724/728 m. w. N.).

d) Das Vorhandensein eines steuerlichen Einlagenkontos bei der Versatel AG, aus dem heraus steuerfreie Ausschüttungen an die Anteilseigner hätten erfolgen können, war aus Bewertungs- und Prüfgutachten nicht ersichtlich.

e) Der gerichtliche Sachverständige hat in seinem Gutachten die Annahmen der Bewertungsgutachterin zur effektiven Ertragsteuerbelastung der Anteilseigner analysiert und ausgeführt, dass die Bewertungsgutachterin lediglich diejenigen Thesaurierungsbeträge einer nominellen Steuerbelastung unterworfen hat, die den Anteilseignern kapitalwertneutral zugerechnet worden sind. Die zur Finanzierung des Bilanzwachstums für erforderlich gehaltenen Rückstellungen sind - zutreffend - unberücksichtigt geblieben. Der gegenteilige Einwand des Antragstellers zu 16) erwies

sich damit als unzutreffend.

Dies galt allerdings nur für die Thesaurierungsbeträge als solche, nicht dagegen für das auf diesen beruhende inflationsbedingte Wachstum des Unternehmenswerts und der finanziellen Überschüsse. So führen die inflationsbedingten Thesaurierungen in Höhe von 931 T€ im Jahr 2016 nach den Ausführungen des Sachverständigen im Ergebnis zu einem Wertbeitrag von 1.812 T€, der mit der effektiven Ertragssteuer zu belegen war. Insgesamt hielt der Sachverständige die von gewählte Vorgehensweise für in sich konsistent. Eine rechnerische Überschreitung des nominellen Zinssatzes ergab sich bei näherer Betrachtung nicht.

f) Soweit Antragsteller meinen, durch die Sonderregelungen für „Alterwerber“, die ihre Anteile vor dem 31. Dezember 2008 erworben haben, müsse die Veräußerungsgewinnbesteuerung unberücksichtigt bleiben, vermochte dies die Kammer schon von der Prämisse her nicht zu überzeugen. Bei einem Bewertungsstichtag, der mehr als drei Jahre nach dem 31. Dezember 2008 liegt, war keine Basis für die Vermutung ersichtlich, dass alle oder wesentliche Teile der Minderheitsaktionäre schon zu diesem Zeitpunkt Anteilsinhaber gewesen sein müssten.

g) Der Umstand, dass die Barabfindung selbst ebenfalls zu versteuern ist, ändert nichts daran, dass für die Bewertung des Unternehmens und die Festlegung der Abfindung die Nettozuflüsse an die Anteilseigner zugrunde zu legen sind.

17. Synergien

Sowohl von der Bewertungsgutachterin als auch von der Barabfindungsprüferin wurden keine Synergien identifiziert, die Auswirkungen auf die ausschüttungsfähigen Ergebnisse der Versatel hätten haben können.

Mehrere Antragsteller kritisieren die unzureichende Auseinandersetzung der Bewerter mit diesem Punkt und sind der Auffassung, dass die Einbindung der Gesellschaft in die -Gruppe zu Vorteilen führen müsse.

In der Sache konnten diese Einwendungen aber nicht dazu führen, dass zu hier weitere Ermittlungen oder eine Neubewertung erforderlich gewesen wären. Es war nämlich nicht ersichtlich, dass im Zuge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zusätzliche Synergieeffekte zum Tragen kommen könnten, welche in der Planung keinen (allgemeinen) Niederschlag gefunden hät-

ten. Unmittelbare Synergieeffekte aus der Mehrheitsbeteiligung der Antragsgegnerin waren von vornherein nicht ersichtlich, da es sich bei dieser um eine reine Erwerbsgesellschaft handelt, die nicht operativ tätig ist. Einspareffekte durch die Zusammenlegung von Unternehmensfunktionen waren damit nicht zu erwarten. Ebenso wenig war ersichtlich, dass die Gesellschaft konkrete Vorteile aus dem Umstand ziehen könnte, dass es sich bei der Antragsgegnerin um eine Gesellschaft handelt, welche den Fonds der Kohlberg Kravis Roberts & Co. zuzuordnen ist. Dies wäre nur dann der Fall, wenn es zwischen den Gesellschaften dieser Gruppe etwa einen Cash-pool oder ein zentrales Kreditmanagement geben würde. Derartiges war jedoch weder ersichtlich noch haben die Antragsteller hierzu konkret vorgetragen.

18. Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006; 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens zugrunde gelegten Parameter als überhöht angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes sowie - die ganz überwiegenden Mehrzahl der Antragsteller - eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen.

Die Kammer sah auf der Basis der Feststellungen der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin allerdings lediglich bei der Höhe des in Ansatz zu bringenden Betafaktors Anlass, von den dort verwendeten Werten abzuweichen und sich an den Feststellungen der Bewertungsgutachterin zu orientieren. Die weiteren Parameter des Kapitalisierungszinssatzes waren im Ergebnis vertretbar und daher beizubehalten.

a) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage der Feststellungen der Barabfindungsprüferin für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 2,50 % vor Steuern für zutreffend.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 682). Soweit in jüngerer Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen ohnehin nicht existieren und aus diesem Grunde – wie soeben erwähnt – nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Auch die Existenz so genannter Credit Default Swaps für Bundesanleihen zeigt nach Auffassung der Kammer nicht, dass solche vom Markt nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten mit der Folge, dass vom Basiszinssatz ein Abschlag vorzunehmen wäre. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden. Ein Risikoabschlag auf die am Markt beobachtbaren beziehungsweise prognostizierten Zinssätze war daher nicht angezeigt.

bb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 9. Februar 2012. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle, NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt. Dieser ist in seiner konkreten Höhe mehr oder weniger zufällig, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüs-

sen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. März 2013, I-26 W 6/09 (AktE), BeckRS 2016, 12003).

dd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl der Bewertungsgutachterin als auch der Barabfindungsprüferin entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731). Da die Zinsstrukturkurve bereits Zukunftserwartungen abbildet, ist es nicht vorzugswürdig, die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Renditen für 10- oder 30-jährige Bundesanleihen als Maßstab für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes heranzuziehen.

ee) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

hh) Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, auch für den zeitnahen Detailplanungszeitraum, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

ii) Auch ist die nach dem IDW-Modell zugrunde zulegende Verwendung eines Zinssatzes unter Betrachtung eines „unendlichen“ Zeitraums nicht zu beanstanden. Zwar ist grundsätzlich bei der Wahl des Betrachtungszeitraums auf die Fristadäquanz zwischen der Unternehmensinvestition und der Investition in die quasi-risikolose Alternativanlage zu achten. Diesbezüglich wird als Konvention regelmäßig von einer fehlenden zeitlichen Begrenzung des Anlagehorizonts ausgegangen, soweit sich nicht für den konkreten Bewertungsfall Besonderheiten ergeben. Insoweit war es vorliegend zutreffend, vom „Regelfall“ auszugehen und nicht lediglich auf den Zeitraum der Detailplanungsphase abzustellen. Dem stand die konkrete Planung der Versatel nicht entgegen, da in dieser eine dauerhafte Existenz des Unternehmens unterstellt wird.

jj) Die Barabfindungsprüferin hat in ihrem Gutachten festgestellt, dass der Basiszinssatz über einen Dreimonatszeitraum vom 13. September 2011 bis 13. Dezember 2011 bei 2,82% lag. Ihre Berechnungen hat sie allerdings mit einem Basiszins von 2,75% durchgeführt, nachdem sie den rechnerisch ermittelten Wert „unter Berücksichtigung der berufsständischen Rundungsregelung auf ¼-Prozentpunkte“ entsprechend abgerundet hat.

kk) Der von vorgenommene pauschale Aufschlag von 1,25% auf den Basiszinssatz war nicht zu berücksichtigen, da dieser sowohl der Sache als auch der Höhe nach auf einer lediglich subjektiven Einschätzung der Bewertungsgutachterin beruht.

Soweit die Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 23. Oktober 2013 apodiktisch behauptet, in der Bewertungspraxis bestünden keine Zweifel, dass die Auswirkungen der Finanz- und Staatsschuldenkrise mit einem Zuschlag auf den Basiszinssatz oder einer Erhöhung der Marktrisikoprämie zu berücksichtigen seien, war dies im Februar 2012 nicht zutreffend. Auch nach dem Ausspruch der Empfehlung des FAUB stellte sich insoweit keineswegs allgemeine Einigkeit hinsichtlich des vorgeschlagenen Vorgehens ein, da mit dieser Empfehlung keine finanzmathematisch oder betriebswirtschaftlich fundierte Begründung einherging.

So trägt die Antragsgegnerin selbst vor, dass die (erste) Empfehlung des FAUB zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie auf einen Wert zwischen 5% und 6% nach Steuern vom 12. September 2012 stammt und damit erst mehrere Monate nach dem Bewertungsstichtag veröffentlicht worden ist.

Auch der gerichtliche Sachverständige führt in seinem Ergänzungsgutachten zwar aus, dass eine Anpassung des Basiszinssatzes von verschiedenen Autoren und Bewertungspraktiker vertreten werde. Allerdings hat sich die Auffassung, dass die Höhe des Basiszinssatzes als Folge der Wirtschafts- und Finanzkrise nicht aus den fundamentalen Marktdaten abzuleiten ist, sondern stattdessen auf ein fiktives nominale Zinsniveau abzustellen ist, weder zum Bewertungsstichtag noch später durchgesetzt. Entsprechend erklärt der Sachverständige auf Seite 23 seines Ergänzungsgutachtens auch, dass der Fachausschuss für Unternehmensbewertung des IDW noch in seiner Stellungnahme vom 10. Januar 2012 darauf hingewiesen habe, dass sich die im historischen Vergleich niedrigen Renditen deutscher Staatsanleihen an einem funktionierenden Markt gebildet hätten und zu entsprechend niedrigen Basiszinssätzen führten.

Nach alledem kam es nach Auffassung der Kammer nicht in Betracht, den nach der Svensson-Methode ermittelten Basiszinssatz mit einem Zuschlag zu versehen oder einen Durchschnittswert unter Betrachtung historischer Renditen auf risikolose Anlagen zu bilden. Wie bereits oben besteht bei der von der Bewertungsgutachterin gewählten Vorgehensweise bereits die Problematik, dass es an der intersubjektiven Nachvollziehbarkeit fehlt.

Im Rahmen der Bewertung muss sich das Spruchgericht grundsätzlich an Bewertungsansätze und -methoden halten, die als allgemein anerkannt gelten. Dies bedeutet, dass sich ein bestimmtes Bewertungskalkül zum maßgeblichen Stichtag in den Fachkreisen der Betriebswirtschaft bzw. Finanzmathematik weitgehend durchgesetzt haben muss. Es ist hingegen nicht ausreichend, dass eine Auffassung lediglich vom Bewerter und von einigen Stimmen in der Literatur vertreten bzw. befürwortet wird.

Die mangelnde allgemeine Akzeptanz des von [] gewählten Ansatzes zeigt sich vorliegend bereits an der abweichenden Vorgehensweise der Barabfindungsprüferin. Diese konzidiert zwar, dass auch ihrer Auffassung nach im Stichtag im langjährigen Vergleich ein ungewöhnlich niedriges Renditeniveau mit negativer Realverzinsung bei festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand vorliege. Dieses habe seine Ursache vermutlich in der Schuldenkrise und der

mit dieser einhergehenden Flucht in „sichere“ Anlagealternativen wie deutsche Staatsanleihen. Entsprechend der Verlautbarungen des Berufsstandes sah die Prüferin aber keine Veranlassung, die „bestehende und bewährte Vorgehensweise bei der Ermittlung des Basiszinssatzes zu modifizieren (Bewertungsgutachten S. 48). Daneben bestätigt die Prüferin die Bedenken der Kammer, dass die Erhöhung des beobachtbaren Basiszinssatzes um einen Zuschlag aufgrund subjektiver Einschätzungen für die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nicht sachgerecht ist.

II) Da für den Basiszinssatz, wie oben ausgeführt, nicht ein Referenzzeitraum bis zur Fertigstellung des Bewertungs- oder Prüfgutachtens maßgeblich ist, sondern der mit dem Tag der Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme endende Dreimonatszeitraum, war der für die Berechnungen zu verwendende Zinssatz entsprechend anzupassen.

Nach den öffentlich zugänglichen Daten des WollnyWP BaseRate Guide war der durchschnittliche Basiszinssatz auf einen solchen Zeitraum bezogen bis zum Stichtag von 2,82% auf 2,61% gefallen. Nach der vom IDW vorgeschlagenen und durchgängig praktizierten Verfahrensweise einer Rundung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes auf das nächste Viertelprozent ergab sich damit für die Zwecke der hiesigen Bewertung ein Basiszinssatz von 2,50%.

Diese Werte entsprechen denjenigen, welche die Barabfindungsprüferin in ihrem Schreiben an das Gericht vom 19. Dezember 2013 als aus ihrer Sicht für den Tag der Hauptversammlung maßgeblich mitgeteilt hat.

Die Kammer hat gegen die Vorgehensweise einer Rundung des Durchschnittswerts in der Vergangenheit Vorbehalte geäußert, sie als grundsätzlich willkürlich erachtet und insoweit ausgeführt, dass zwar kein allgemeiner Grundsatz existiert, wonach eine - auch zulasten der Antragsteller gehende - Rundung im Bereich des Basiszinssatzes nicht möglich sei (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015, 12a W 7/15, BeckRS 2015, 09001). Es bestehe jedoch keine nachvollziehbare Veranlassung, eine rein kaufmännische Rundungsregel anzuwenden. Sie hat aber auch Überlegungen angestellt, dass es gerechtfertigt sein kann, mit einer Auf- oder Abrundung erkennbare Tendenzen in der Zinsentwicklung zu berücksichtigen. So war hier bei Betrachtung der für den Bewertungsstichtag maßgeblichen Zahlen eine deutliche Abwärtstendenz in der Zinsentwicklung zu erkennen. Daher war im konkreten Fall eine Abrundung auf 2,50%, wie vom IDW empfohlen, angemessen.

mm) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S1 2008 zur Kürzung des Basiszinseszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes auf einen Nächststeuerwert von 1,84 %.

b) Marktrisikoprämie

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen von ihrer Risikostruktur her nicht vergleichbar ist. Anders als bei einer für die Dauer einer bestimmten Laufzeit garantierten Rendite, schwanken bei einer Beteiligung an einem Unternehmen die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

aa) Es ist aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in öffentliche Anleihen. Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzrisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – auch von einigen Antragstellern in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüberstehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., Rz. 677). Zudem steht den im Regelfall begrenzten Chancen, welche Dividen-

den und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld, a.a.O., Rz. 678).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzten Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapieren rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a.a.O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

ee) Den Bedenken gegen die früher übliche „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modell des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwick-

lung Tax-CAPM - empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, Großkommentar AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

ff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller ausdrücklich hinweisen.

gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hh) Auf der anderen Seite ist die dem Modell zugrunde liegende Annahme nicht unplausibel,

dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der idealtypische Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite (oder auch Unterrendite) ergeben können (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte konnte im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werde, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zutreffend zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

ll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 4. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich zum Teil in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin haben in ihren jeweiligen Bewertungsgutachten ohne nähere eigene Begründung eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 4,5 % angesetzt und sich damit ausdrücklich an den zum Stichtag aktuellen Vorgaben des AKU des IDW orientiert, die ihrerseits letztlich im Grundsatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff.).

nn) Die Stehle-Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch PwC, auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen (vgl. auch Großfeld-Stöver-Tönnies, a.a.O.). Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Marktrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet – wie oben bereits ausgeführt – als in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterhin ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie, je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zudem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

oo) Darüber hinaus wird das von Stehle ausgewiesene Ergebnis in überproportionalem Umfang durch die zugrunde gelegten Annahmen zur Haltedauer beeinflusst. Dies zeigt ein in einem Verfahren vor dem Landgericht Hannover von Prof. Dr. Großfeld am 11. Dezember 2013 erstattetes Gutachten, in dem auf der Basis der von Stehle zusammengestellten Datengrundlage lediglich die von Stehle verwendete Prämisse einer einjährigen Anlage auf längere Anlagezeiträume von drei bis fünf Jahren verändert wird. Prof. Dr. Großfeld ist (allein) durch diese Änderung zu einem um 1,0 % bis 2,0 % geringeren Ausgangswert für die Marktrisikoprämie vor Steuern gelangt. Im Ergebnis handelt es sich bei dieser Untersuchung aber um keine neue Studie über die Höhe historischer Marktrisikoprämien in Deutschland, sondern lediglich um eine neue, andere Interpretation bekannter Daten. Dass diese der bisherigen Sichtweise erkennbar überlegen ist,

wie einige Antragsteller meinen, vermag die Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreicht.

pp) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

qq) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegenden Bewertungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25,00 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man beim IDW von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden. Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

rr) Die Kammer hat sich in der Vergangenheit nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite, mithin 4,5 %, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

Für die Schätzung des Risikozuschlags in dieser Höhe kann der in § 203 Abs. 1 BewG festgelegte Zuschlag von 4,5% zum Basiszinssatz einen ersten Anhaltspunkt bieten. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt, zeigt sie die Wertung des Gesetzgebers, dass ein solcher Zuschlag im Regelfall als geeignet angesehen werden kann. Die darin enthaltenen pauschalen Ab- und Zuschläge für Wachstum, (mangelnde) Fungibilität, inhaberabhängige Faktoren u. a. (vgl. BT-Drs. 16/11107 S. 24) heben sich gegenseitig weitgehend auf (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894).

ss) Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls Betrachtungen, die zu dem Ergebnis ge-

langen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe – zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt haben soll (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen ergibt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, welche durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin gingen, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

Wäre nach der entsprechenden Auffassung keine oder nur eine minimale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, würde dies bedeuten, dass die zu erwartenden Zahlungsströme aus Aktien ebenso sicher sind wie diejenigen aus Rentenpapieren. Eine solche Annahme kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der vielfach geäußerte Einwand fehl, bei Annahme einer Marktrisikoprämie von – etwa – 4,5 % müsse die allgemeine Aktienrendite diesen Betrag zuzüglich des Basiszinssatzes erreichen, da hierbei unterstellt würde, dass sich aus Aktien sichere, konstante Zahlungsströme ableiten lassen. Eben dies ist aber gerade nicht der Fall.

tt) Für eine Erhöhung des Werts von 4,5% sah die Kammer auch vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise ab dem Jahr 2009 im vorliegenden Verfahren keinen Anlass.

Die Kammer hielte es für verfehlt, als Begründung einer denkbaren Erhöhung der Marktrisikoprämie auf die Empfehlung des IDW vom 19. September 2012 abzustellen, da diese erst mehrere Monate nach dem Stichtag offiziell verlautbart und zum Gegenstand der Handhabung von im IDW zusammengeschlossenen Wirtschaftsprüfern wurde.

Schon aus diesem Grunde kann es nicht maßgeblich darauf ankommen, dass in der Rechtsprechung zum Teil die Auffassung vertreten wird, dass die Verlautbarungen des IDW eine anerkannte Expertenauffassung darstellen und als solche eine wesentliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswertes bilden (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 106 zitiert nach juris). Auch eine solche Expertenauffassung muss sich jedoch der Anforderung stellen, dass sie in ihrem wesentlichen Kern nachvollziehbar abgeleitet und begründet ist, was vorliegend im Hinblick auf die genannte Empfehlung nicht festgestellt werden kann, zumal eine Vermischung zwischen dem bisher auf Basis der Stehle-Daten erfolgten Rückgriff auf historische Renditedeltas und einer Einbeziehung des – keineswegs unumstrittenen – TMR-Ansatzes und von Ex-Ante-Modellen erfolgt (vgl. hierzu van Rossum in MünchKomm/AktG, 5. Aufl., Rz. 150 zu § 305 AktG).

Selbst für den Fall, dass man den Hinweisen des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie bei Bewertungsanlässen nach IDW S1 als Expertenauffassung eine auch für die Spruchgerichte erhöhte Bedeutung beimessen wollte, ändert dies vorliegend nichts an dem Umstand, dass die Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie erst mehr als ein halbes Jahr nach dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag erfolgt ist. Damit kann nicht davon ausgegangen werden, dass eine entsprechende Vorgehensweise im Februar 2012 auch nur der allgemein üblichen Vorgehensweise innerhalb des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer entsprach.

Darüber hinaus hält es die Kammer auch in der Sache für zweifelhaft, dass der vom AKU des IDW im September 2012 vorgegebene Wertkorridor – ausgehend vom damaligen Erkenntnisstand – zutreffend ist.

uu) Nachhaltige Änderungen des Marktzinsniveaus mögen zwar durchaus geeignet sein, Zweifel an der Verwendung ausschließlich historischer Überrenditen zu wecken. Mit der Übertragung von Renditen aus der Vergangenheit auf die Zukunft ist nämlich die Prämisse verbunden, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf mehr oder weniger konstant bleibt; da bei ausreichend langen Beobachtungszeiträumen die Daten von Zeiten wirtschaftlicher Prosperität auf der einen und Krisen auf der anderen Seite in die Betrachtung einfließen. Auf der anderen Seite ist aber ebenso fraglich, ob die Annahme des IDW, dass die Finanzkrise die Erwartung der Anleger an die Gesamtrendite ihrer Investments nicht beeinflusst hat, gerechtfertigt war. Insoweit fehlte es empirischen Untersuchungen, ob die Marktteilnehmer bei sinkender Verzinsung sicherer Titel infolge krisenhafter Entwicklungen tatsächlich erwarten, dass sich bei einer Anlage in Aktien identi-

sche Renditen wie in Vorkrisenzeiträumen erzielen lassen, so dass – rein rechnerisch – bei sinkendem Basiszins die Marktrisikoprämie ansteigen muss. Diese These ist vor allem auch aufgrund des Umstandes zu hinterfragen, dass nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise parallel auch die Aktienrenditen eingebrochen sind und sich für die entsprechenden Zeiträume keine steigende Risikoprämie ableiten lassen würde.

Soweit auf den Anstieg impliziter Kapitalkosten in Folge der Finanzkrise verwiesen wird, ist dies nach Ansicht der Kammer bei isolierter Betrachtung kein überzeugendes Argument, um zu einer höheren Marktrisikoprämie zu gelangen. Implizite Kapitalkosten beruhen zwar im Gegensatz zu historischen Daten auf Erwartungswerten; diese sind jedoch durch den Einbezug von Analysenprognosen stark subjektiv geprägt. Ihnen kann daher grundsätzlich keine bessere theoretische Fundierung zugesprochen werden als dem Ansatz, die zukünftige Risikoprämie aus einem Vergangenheitsdurchschnitt zu gewinnen (vgl. auch Ballwieser/Friedrich, Corporate Finance 2015, 449, 451). Wenn aufgrund sich verfestigender, aktueller Entwicklungen die Abkehr von der Verwendung einer auf historischen Daten basierenden Marktrisikoprämie für erforderlich gehalten würde, müsste insoweit ein tragfähiges neues, in sich geschlossenes Konzept entwickelt werden, woran es sowohl im Bewertungsstichtag fehlte als auch weiterhin fehlt.

vv) Jedenfalls kann im Rahmen einer objektivierten Ermittlung von Unternehmenswerten eine rein intuitive Erhöhung der Marktrisikoprämie nicht in Betracht kommen. Die zugrunde liegenden Beobachtungen, die nach Auffassung des IDW für eine (rechnerische) Erhöhung der Marktrisikoprämie infolge der Finanzkrise der Jahre 2007 ff. sprechen sollen, stützen sich auf einen relativ kurzen Zeitraum, während die von Stehle untersuchte Zeitreihe die Jahre von 1955 bis 2003 umfasst und damit mehrere Wirtschaftszyklen abdeckt. Auch der durch die Eingriffe der Europäischen Zentralbank künstlich niedrig gehaltene Basiszinssatz war nicht geeignet, eine Erhöhung der Marktrisikoprämie als plausible Folge der Marktsituation ansehen zu können. Der vielfach beklagte „Anlagenotstand“ dürfte vielmehr eher dazu geführt haben, dass sich Investoren, jedenfalls zunächst, mit niedrigeren Renditen als in der Vergangenheit zufriedengeben.

Schließlich hat in einem weiteren vor der Kammer geführten Spruchverfahren die dort bestellte Sachverständige anhand der von Stehle zur Verfügung gestellten Daten eigene Berechnungen vorgenommen und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass sich bei einer Ausweitung des Untersuchungszeitraum anhand aktualisierter Daten bis zum Jahr 2009 – rein rechnerisch – kein Hinweis auf eine signifikante Erhöhung der Risikoprämie durch die Finanz- und Wirtschaftskrise ab dem Jahr 2007 feststellen lässt. Sie ist daher zu der Auffassung gelangt, dass

sich die vom IDW empfohlene Anpassung anhand der Fundamentaldaten nicht rechtfertigen lässt.

ww) Vor diesem Hintergrund hielt auch die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % nach Steuern auch für einen Stichtag im Februar 2012 für plausibel und angemessen. Dahin gestellt bleiben kann, ob für spätere Zeiträume angesichts der fortgeführten Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank eine Anhebung des Kapitalisierungszinssatzes, gegebenenfalls über den Faktor Marktrisikoprämie, angezeigt erscheint.

xx) Soweit der gerichtlich bestellte Sachverständige auf eine Gesamtbetrachtung von Basiszinssatz und Marktrisikoprämie innerhalb des Kapitalisierungszinssatzes abstellen will, ist eine solche Betrachtung grundsätzlich zulässig sein, um unplausible „Weichenstellungen“ zu erkennen und auszuschließen. Auf der anderen Seite kann eine ergänzende Betrachtung des Zusammenspiels der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes aber nicht dazu führen, für sich genommen nicht begründbare Anpassungen vorzunehmen, um zu einem gefühlt „richtigeren“ Ergebnis zu gelangen. Eben dies wäre, trotz der offensichtlich gegenteiligen Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen, bei einer Erhöhung von Basiszinssatz oder alternativ der Marktrisikoprämie der Fall gewesen. Da es, wie oben ausgeführt, im Zeitpunkt des Squeeze-Out-Beschlusses keine gefestigte Auffassung dahin gehend gab, dass entweder gegenüber dem nach der Svensson-Methode ermittelten Wert für den Basiszinssatz eine Anpassung erforderlich ist oder eine höhere Marktrisikoprämie als zuvor in Ansatz zu bringen ist, war bei keinem der Faktoren eine solche Erhöhung vorzunehmen.

c) Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil des individuellen Unternehmens anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theo-

retischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. Jedenfalls hat sich bislang in Wissenschaft und Bewertungspraxis keine einheitliche Auffassung zu der Frage entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance bis 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist.

bb) Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin sind zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der Versatel für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht maßgeblich ist.

Wegen der 2009 beschlossenen strategischen Neuausrichtung des Geschäftsmodells der Gesellschaft mit einer stärkeren Fokussierung auf das Geschäftskundensegment und einer untergeordneten Stellung des zu bis zu diesem Zeitpunkt dominierenden Privatkundengeschäft würde sich ein Beobachtungszeitraum der Börsenkurse der Gesellschaft bis 2009 auf die Risikoeinschätzung des Marktes für ein nicht mehr repräsentatives Geschäftsmodell beziehen (vgl. Prüfbericht Seite 53). Gegen diese Einschätzung ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich nichts einzuwenden, da das Risiko des Unternehmens im Rahmen des CAPM-Modells zukunftsbezogen zu ermitteln und eine Änderung des Geschäftsmodells daher zwingend zu berücksichtigen ist. Vorliegend war nicht ersichtlich, dass der Markt das Risiko eines Unternehmens, welches vorwiegend im Telekommunikationsmassenmarkt mit Endkunden tätig ist und dasjenige eines Unternehmens, welches sich auf Geschäfts- und Großkunden sowie die Vermarktung eines eigenen Netzes konzentriert, identisch oder weitgehend identisch einschätzt.

cc) Für die vor diesem Hintergrund noch maßgeblichen Börsenjahre 2010 und 2011 konnten laut der Ausführungen der Bewertungsgutachterin keine aussagefähigen Betafaktoren der Versatel abgeleitet werden. Die Gründe hierfür lagen nach dem von KPMG erstellten Gutachten zum einen im geringen Free-Float von weniger als 8,1 % sowie zum anderen bei rückläufigen Handelsvolumen. Die Barabfindungsprüferin hat laut ihrem Bericht im Rahmen einer eigenen Analyse bezogen auf den CDAX unter Berücksichtigung eines 2-jährigen Beobachtungszeitraums mit wöchentlichen Intervallen gleichfalls keinen signifikanten unverschuldeten Betafaktor ermitteln können. Bei einer Veränderung der Annahmen zur Ableitung des Betafaktors hätten sich allerdings teilweise auch signifikante Werte ermitteln lassen. Eine nähere Analyse habe dann die fehlende Liquidität der Aktie aufgezeigt. Diese sei zwar an rund 97 % aller Handelstage gehandelt worden, die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne habe jedoch bei rund 5 % gelegen.

dd) Beide Bewerter haben aus diesem Grunde die Betafaktoren einer Gruppe von für vergleichbar gehaltenen, börsennotierten Unternehmen (Peer Group) herangezogen, um hieraus einen Betafaktor für die Versatel zu berechnen. Als vergleichbar mit der Gesellschaft hat sowohl vier internationale Unternehmen, wobei es sich bei drei Unternehmen um solche mit Sitz in Großbritannien handelt, als auch in besonderem Maße die deutsche Aktiengesellschaft QSC AG gehalten. Sämtliche Unternehmen betrieben festnetzbasierende Telekommunikationsnetze mit dem Schwerpunkt Dienstleistungen für Unternehmenskunden, so dass sich eine Vergleichbarkeit auf dieser Ebene ergebe.

Die QSC AG bot zum Bewertungszeitpunkt innerhalb Deutschlands Informations- und Telekommunikationsdienstleistungen in den Bereichen Telefonie, Datenübertragung, Housing, Hosting sowie IT-Outsourcing und IT-Consulting an. Sie erzielte dabei im Geschäftsjahr 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 422,1 Mio. € bei einer EBITDA-Marge von 16,2 %. Die unverschuldeten Betafaktoren der QSC AG lagen durchschnittlich bei rund 0,9 bis 1,0. Insoweit vertrat die Auffassung, dass das Risiko der Versatel wegen der noch nicht abgeschlossenen Restrukturierung demgegenüber höher, und zwar mit 1,1, anzusetzen sei. Die Barabfindungsprüferin hielt diesen Wert für einen „vertretbaren Schätzer“, auch wenn sie nach ihren Analysen für die QSC AG ein unverschuldeter Betafaktor von 0,96 und für die weiteren Unternehmen nach ihren Berechnungen ein solcher von durchschnittlich 0,74 ergab.

ee) Der gerichtliche Sachverständige hat zunächst die Aktienkursentwicklung und das Handelsvolumen der Versatel-Aktie im letzten Jahr vor dem Bewertungsstichtag näher untersucht. Wesent-

lichen Einfluss auf die Handelsvolumen hatten insbesondere die Ankündigung von K am 18. Mai 2011, exklusive Verkaufsgespräche mit der Versatel zu führen, sowie die Abgabe des freiwilligen Übernahmeangebots vom 28. Juni 2011. Nach dem Letzteres von einem großen Teil der Aktionäre der Versatel angenommen worden war, verringerte sich der Free-Float von zunächst 8 % auf nur noch 1,1 % des Grundkapitals. Da am 2. August 2011 die Antragsgegnerin dem Vorstand der Versatel das förmliche Squeeze-out Verlangen gemäß § 327a AktG übermittelt hat, hielt der Sachverständige zutreffend eine Begrenzung des historischen Beobachtungszeitraums mit dem 1. August 2011 für sachgerecht. Er führt dann weiter aus, dass mit diesem Datum die Betrachtung eines 5-jährigen Vergangenheitszeitraums, die in der Bewertungspraxis teilweise üblich ist, nicht möglich war, da der Börsengang der Gesellschaft erst am 27. April 2007 erfolgt ist.

Der Sachverständige hat daraufhin die eigenen Betafaktoren der Versatel gemessen am CDAX sowohl für den maximal möglichen Zeitraum also für Zeiträume von ein bis 4 Jahren und täglichen, wöchentlichen sowie monatlichen Beobachtungsintervallen berechnet und die Ergebnisse in der Tabelle auf Seite 125 seines Gutachtens dargestellt. Hieraus lässt sich eine erhebliche Schwankungsbreite der historischen Betafaktoren der Versatel von -0,03 bis 1,37 ablesen. Weitere Analysen zeigten, dass der zeitbezogene Betafaktor der Versatel bis Oktober 2010 relativ stabil oberhalb von 1,4 (verschuldet) lag, ab diesem Zeitraum bei der Betrachtung von 2-Jahres-Betas allerdings ein plötzlicher Einbruch festzustellen ist, ohne dass dieser auf unternehmens- oder marktspezifische Ereignisse hätte zurückgeführt werden können. Der Sachverständige hat in der Folge die Liquidität der Aktie untersucht, allerdings darauf hingewiesen, dass es hierfür – insbesondere am Bewertungsstichtag – noch keine allgemein anerkannten Maßstab gab. Er ist bei Betrachtung des Bid-Ask-Spreads aber zu dem Ergebnis gekommen, dass alles auf eine geringe Liquidität der Aktie im Zeitraum vom 3. August 2009 bis zum 1. August 2011 hindeutete. Bereits im 2. Jahr nach dem Börsengang seien deutliche Rückgänge von Handelsvolumen und Handelsquoten sowie ein Anstieg des relativen Bid-Ask-Spreads zu erkennen, wobei sich diese Entwicklung in den Jahren 2009 und 2010 weiter verstärkt habe. Unter Berücksichtigung der noch aussagekräftigen Handelsdaten ergebe sich ein originärer Betafaktor der Versatel von 1,4. Dabei sei allerdings zu berücksichtigen, dass die Daten eindeutig zu weit vom Bewertungsstichtag entfernt lägen damit nicht unmittelbar für Bewertungszwecke geeignet seien.

Wesentliche Mängel dieser Analyse des Sachverständigen sind von den Beteiligten dieses Verfahrens nicht aufgezeigt worden, sodass die Kammer mit diesem zu dem Ergebnis gelangt, dass die verfügbaren Handelsdaten der Versatel keine ausreichenden Anhaltspunkte für die Be-

stimmung des zukünftigen Betafaktors der Gesellschaft bieten.

ff) Damit erwies sich der von Bewertungsgutachterin und Prüferin gewählte Ansatz als zutreffend, den für die Bewertungszwecke zu verwenden Betafaktor aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der Versatel vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln.

Zwar liegt der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend aus den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens abzuleiten sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat, dem Gutachtauftrag der Kammer entsprechend, die Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bewertungsgutachten einer eigenen Prüfung unterzogen und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass unter Berücksichtigung des Unternehmensprofils der Versatel lediglich fünf als vergleichbar zu bewertende Unternehmen aus der Gesamtheit aller börsennotierten Gesellschaften identifiziert werden können. Er betont insoweit, dass ein Großteil der Telekommunikationsunternehmen erhebliche Teile der Umsatzerlöse mit Mobilfunkdienstleistungen für Privatkunden generiert. Dieses Produktsegment spielt bei der Versatel allerdings keine (unmittelbare) Rolle.

Wie bereits die Bewertungsgutachterin gelangte auch der Sachverständige zu der Auffassung, dass die QSC AG mit der zukünftigen strategischen Ausrichtung der Gesellschaft sowie dem regionalen Fokus ihrer Geschäftstätigkeit in besonderem Maße als vergleichbar anzusehen ist. Die weiteren in die Peer-Group einbezogenen Unternehmen seien demgegenüber allenfalls als „im weiten Sinne vergleichbar“ anzusehen, da vor allem die geographische Ausrichtung abweiche. Die Berücksichtigung der von der Bewertungsgutachterin in ihre Vergleichsgruppe aufgenommenen Unternehmen Jazztel PLC sowie Cable & Wireless Worldwide PLC hat der Sachverständige dagegen verworfen. Für das zuletzt genannte Unternehmen lägen wegen des erstmaligen Börsenhändels am 23. März 2010 keine ausreichenden Daten für die Bestimmung eines aussagekräftigen Betafaktors vor. Die Jazztel PLC habe ihren Schwerpunkten Dienstleistungen auf dem Privatkundenmarkt, welcher von Versatel tendenziell zurückgefahren werde. Im Gegen-

zug hielt der Sachverständige die in London ansässige BT Group PLC für geeignet, um in die Vergleichsgruppe aufgenommen zu werden, obwohl dieses Unternehmen global tätig ist und sowohl Unternehmensgröße als auch Umsätze mit der Versatel kaum vergleichbar sind. Diesbezüglich war aber zu berücksichtigen, dass neben der QSC AG kein weiteres börsennotiertes Unternehmen identifiziert werden konnte, welches von der regionalen Ausrichtung oder dem zukünftigen Fokus der Geschäftstätigkeit her Übereinstimmungen mit der Gesellschaft aufwies. Vor diesem Hintergrund bestanden gegen die vom Sachverständigen neu zusammengestellte Peer Group keine durchgreifenden Bedenken.

gg) Die für sämtliche Unternehmen der Vergleichsgruppe beobachtbaren Betafaktoren liegen nach den Feststellungen des Sachverständigen bei Beobachtungszeiträumen zwischen 2 Jahren wöchentlich und 5 Jahren monatlich zwischen 0,65 und 1,29 verschuldet bzw. 0,45 und 0,97 und verschuldet. Für die gesamte Vergleichsgruppe ließ sich bei der Betrachtung der Daten von 3 Jahren wöchentlich ein Median von 0,8 bei Berücksichtigung von Debt Beta bzw. 0,7 ohne eine solche Berücksichtigung ermitteln. Der isolierte Betafaktor der QSC AG bewegte sich oberhalb dieses Median bei knapp 1,0. Über einen 5-jährigen Betrachtungszeitraum ergaben sich vor allem für die QSC AG bzw. die KCOM im Vergleich hierzu deutlich höhere Betafaktoren. Wegen der Details wird auf die im Sachverständigengutachten auf Seite 151 eingeblendete Tabelle Bezug genommen.

hh) Soweit die Barabfindungsprüferin im Rahmen dieses Verfahrens zwischen dem 2. Dezember 2011 und dem 9. Februar 2012 einen Anstieg des unverschuldeten Betafaktor der QSC AG festgestellt hat, konnte ein solcher vom gerichtlichen Sachverständigen nicht nachvollzogen werden. Offensichtlich beruhte diese Abweichung ausschließlich auf einer zwischen beiden Berechnungen abweichenden Methodik bei der Ermittlung des Verschuldungsgrades durch die Barabfindungsprüferin. Eine für die hiesige Bewertung signifikante Entwicklung ließ sich damit nicht feststellen. Der Sachverständige hat darauf hingewiesen, dass der beobachtbare Betafaktor der QSC AG im fraglichen Zeitraum vielmehr eher gesunken ist.

ii) Die QSC AG wies im Bewertungsstichtag bereits ähnliche Strukturen auf, wie sie von der Versatel nach der Planung für die Zukunft angestrebt worden ist. Sie hat sich im Zeitraum von 2009 bis 2012 zunehmend von einem Telekommunikations (TK)-Netzbetreiber zu einem Informations- und Telekommunikations (ITK)-Serviceanbieter entwickelt. Das Unternehmen konzentriert sich verstärkt auf IP-basierte Produkte. So erwirtschaftete das Unternehmen Ende 2009 rd. 65 % des Umsatzes mit IP-basierten Produkten und Diensten, von der einfachen VoIP-Übertragung

bis hin zu Sprach-Daten-Lösungen für Geschäftskunden mit Filialnetzen. Ende 2010 erhöhte sich dieser Anteil nach dem Geschäftsbericht der Gesellschaft weiter auf 72 %. Anders als die Versatel war die QSC AG im Februar 2012 bereits nicht mehr im Massenmarktgeschäft tätig. Darüber hinaus dringt die QSC AG mit neuen Produkten wie Housing, Hosting und Cloud Computing in weitere Marktbereiche vor, deren Entwicklung nach Auffassung des Sachverständigen tendenziell einer höheren Unsicherheit unterliegen.

Der Sachverständige hält im Ergebnis – modellkonform – eine vorrangige Übernahme des Betafaktors der QSC AG bei der Abbildung des zukünftigen Risikos der Versatel für zulässig.

Nach seiner Auffassung wäre es aber nicht sachgerecht, den für die QSC AG in der Vergangenheit beobachteten Betafaktor pauschal zu erhöhen, um die Restrukturierungssituation der Versatel bzw. den Eintritt in neue Geschäftsfelder im Rahmen der Schätzung des künftigen Betafaktors der Versatel abzubilden. Vielmehr ergebe sich für den geschätzten künftigen unverschuldeten Betafaktor der Versatel insgesamt eine Bandbreite von 0,8 bis 1,0, sodass für die Bewertung der Versatel ein solcher von 0,9 heranzuziehen sei.

jj) Dem Einwand der Antragsgegnerin, die BT Group PLC habe schon allein wegen ihrer Eigenschaft als ehemalige Monopolanbieterin nicht in die Peer Group aufgenommen werden dürfen, ist der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten überzeugend entgegengetreten. So hat er ausführlich dargelegt, dass und aus welchen Gründen die BT Group und Versatel von ihrer geschäftlichen Ausrichtung und ihren sonstigen Strukturen – insbesondere auch dem Betrieb eines eigenen Glasfasernetzes – miteinander vergleichbar sind. Soweit die Antragsgegnerin darauf hinweist, dass mit der Deutschen Telekom AG und Telefónica SA weitere sogenannte „Incumbents“ gleichfalls nicht in die Gruppe vergleichbarer Unternehmen einbezogen worden sind, ist dies nach Angabe des Sachverständigen nicht wegen dieses Status erfolgt, sondern vielmehr wegen der erheblichen Anteile des Mobilfunksektors an den Umsätzen dieser Unternehmen. Darüber hinaus stellt der Sachverständige fest, dass für ihn wegen der Regulierung auch keine besondere Bevorzugung der BT Group im Wettbewerb zu erkennen sei. Damit war die Zusammensetzung der Peer Group nicht als fehlerhaft anzusehen. Im Übrigen weist die BT Group auch kein besonders niedriges Beta auf, welches zu einer Verzerrung von Durchschnitt oder Median der Vergleichsgruppe hätte führen können.

kk) Soweit die Antragsgegnerin weiter meint, dass eine Korrektur „nach oben“ bereits aufgrund der ambitionierten Planung der Gesellschaft erforderlich sei, weist der Sachverständige zutreffend darauf hin, dass eine oberhalb der Erwartungswerte liegende, übermäßig optimistische Pla-

nungsrechnung gegebenenfalls zu reduzieren ist. Die Planungsrechnung habe aber grundsätzlich keinen unmittelbaren Einfluss auf die Bemessung des sich im Betafaktor widerspiegelnde unsystematischen Risikos des Unternehmens. Darüber hinaus hätten sich für ihn auch keine Anhaltspunkte ergeben, dass die Planung der Gesellschaft nicht die mittleren Erwartungswerte wiedergebe. Gleichfalls mit zutreffenden Erwägungen verworfen hat der Sachverständige die Argumentation der Antragsgegnerin, die im Rahmen von Finanzierungsvereinbarungen im Geschäftsjahr 2011 für das Fremdkapital vereinbarten Konditionen könnten bzw. müssten als Anhaltspunkt für eine Erhöhung des aus der Peer Group-Analyse abgeleiteten unverschuldeten Betafaktors dienen.

ll) Der Sachverständige hat im Anschluss an seine Ermittlung des unverschuldeten Betafaktors die Umrechnung in verschuldete Betafaktoren vorgenommen und dabei mit Alternativberechnungen die Auswirkungen unterschiedlicher Annahmen zum Debt Beta dargestellt. Er hat insoweit festgestellt, dass sich in den meisten Varianten seiner Berechnungsansätze keine Effekte ergeben, aufgrund derer die Absenkung des Betafaktors - isoliert betrachtet - zu einer Anhebung der Abfindung führen würde. In diesem Zusammenhang hält der Sachverständige die Annahme, dass der Credit Spread zu 40 % auf systematische Risiken zurückzuführen ist, für das plausibelste der dargestellten Szenarien.

mm) Auf die von der Antragsgegnerin diskutierte Frage, ob der von verwendete Betafaktor von 1,1 „vertretbar“ ist, kommt es nach Auffassung der Kammer nicht entscheidend an. Innerhalb gewisser Bandbreiten ist bei der Unternehmensbewertung nach dem Modell IDW S1 letztlich der Ansatz jedes beliebigen Wertes als letztlich vertretbar anzusehen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass der zur Anwendung gelangende Wert nicht auch gut begründet sein muss. Soweit, wie hier, ein Ansatz aus konkreten, nach einer ausführlichen Analyse zutage getretenen Gründen vorzugswürdig ist, kann dieser nicht mit dem Hinweis auf die Vertretbarkeit des anderen Ansatzes ignoriert werden.

d) Wachstumsabschlag

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein Wachstumsabschlag abzusetzen.

aa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in

einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595).

Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstant bleibender finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595). Zwar sind auch in der Phase der ewigen Rente sowohl mengenmäßige Steigerungen als auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

Das künftige Wachstum ergibt sich grundsätzlich aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage, sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. In den Planjahren sind diese Wachstumspotentiale einschließlich des inflationsbedingten Wachstums in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen als nominale Größen abgebildet. Ein Wachstumsabschlag ist insofern nicht erforderlich. Im Rahmen der ewigen Rente scheidet eine Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums hingegen aus, da die thesaurierten Überschüsse den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechnet werden. Als Wachstumspotential verbleibt damit nur die branchenübliche Preissteigerung (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, BeckRS 2019, 22733).

bb) Der Wachstumsabschlag ist zu schätzen (vgl. Riegger/Gayk, KölnKomm zum AktG, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). In der gerichtlichen Praxis sind für die Vergangenheit Wachstumsabschläge zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

cc) Obwohl der Thematik des Wachstumsabschlages vor allem in dem hier vorliegenden Bewertungsgutachten von _____ und auch im Prüfgutachten der Barabfindungsprüferin nur eine unter-

geordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie dem Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

Sowohl die Gutachterin als auch die Prüferin haben sich auf die isolierte Betrachtung des inflationsgetriebenen Wachstums der Versatel beschränkt.

dd) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlags maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen (so auch schon Piltz, a.a.O., S. 179).

Ein ausschließlicher Rückgriff auf die erwartete Inflationsrate greift schon aus dem Grund zu kurz, dass vom Grundsatz her - unabhängig von dessen absoluter Höhe - bereits im Basiszinssatz eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die (alleinige) Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlags spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein arbeitendes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate wachsen. So hat die Kostenstruktur der Pixelpark AG als im Wesentlichen auf die Erbringung von Dienstleistungen orientiertem Unternehmen auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein. Mögliche Kostensteigerungen ergeben sich nicht aus der verbrauchertypischen Beschaffung eines Buketts aus Waren und Dienstleistungen, sondern hauptsächlich durch steigende Investitionen in die eingesetzte Technik sowie Personalaufwendungen. Die Barabfindungsprüferin stellt zu diesem Punkt auf S. 58 ihres Gutachtens zutreffend fest, dass die maßgebliche „Warenkorbzusammensetzung“ abweicht.

eee) Darüber hinaus ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate

übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Zwar sprechen die Ergebnisse einiger Studien für die Annahme eines durchschnittlichen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa *BewertungsPraktiker* 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, *BewertungsPraktiker*, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 Tz. 279 f. zitiert nach juris).

Zudem treffen die fraglichen Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher lediglich einen ersten Anhaltspunkt liefern. Bei der Festlegung der Wachstumsrate im Rahmen der konkreten Unternehmensbewertung wird stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft aber kaum anzutreffen sein. Entsprechend sind die empirisch beobachtbaren Wachstumsraten nur bedingt vergleichbar mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung anzusetzenden Raten (vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

ff) Der Standard IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse sein kann, da auf die Situation im konkreten Bewertungsfall abzustellen ist. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG). Dabei ist die Frage zu beantworten, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564).

Darüber hinaus ist zu sehen, dass auch ein unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag durchaus nachhaltiges (positives) Wachstum darstellt. So drückt ein Wachstumsabschlag von lediglich 0,5% aus, dass das Unternehmen nachhaltig Kostensteigerungen im unternehmensspezifischen Bereich durch Preiserhöhungen auf die Kunden überwälzen oder sonst kompensieren und darüber hinaus ein Gewinnwachstum von 0,5% erreichen kann, sich aber der allgemeinen Geldentwertung nicht entziehen kann, weil ihr Gewinnwachstum hinter der allgemeinen Inflationsrate zurückbleibt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 274 nach beck-online; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014, 20 W 3/12, Tz. 136 nach beck-online).

hh) Die Bewertungsgutachterin hat ihre Feststellung, langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse der Versatel von jährlich 0,5 % für möglich zu halten, nur pauschal mit einer Auslastung der bestehenden Kapazitäten des Unternehmens, aktuellen branchenbedingten Rahmenbedingungen, der Kosten-Erlös-Struktur der Versatel sowie dem sich intensivierenden (Preis-) Wettbewerb begründet. Daher werde künftig die (vollständige) Überwälzung von inflationsbedingten Kostensteigerungen kaum möglich sein. Nicht näher genannte Untersuchungen bestätigten, dass deutschen Unternehmen eine solche Kompensation von Kosten- durch Preissteigerungen in der Vergangenheit lediglich teilweise gelungen sei.

Die Barabfindungsprüferin hielt auch dieses Datum für einen „vertretbaren Schätzer“ und verweist auf die Annahme der Gesellschaft, dass sowohl im Massenmarkt als auch im Bereich der Breitband- und VPN-Produkte mit tendenziell rückläufigen Preisen am Markt zu rechnen sei.

ii) Der Sachverständige hat dieses übereinstimmende Ergebnis von Gutachterin und Prüferin unter Berücksichtigung der Einwendungen der Antragstellerseite analysiert und für vertretbar gehalten.

Der Sachverständige hat ausgewählte volkswirtschaftliche und branchenspezifische Daten analysiert, um deren Entwicklung dem Gesamtwachstum der geplanten erzielbaren Überschüsse der Versatel in der ewigen Rente gegenüberzustellen. Von besonderem Interesse waren dabei die Gesamtwachstumsraten sämtlicher in Deutschland ansässigen Unternehmen, die zwischen 1992 und 2011 durchschnittlich 5,5 % pro Jahr betrug. Demgegenüber lag das durchschnittliche Gewinnwachstum aller in der Informations- und Kommunikationsbranche tätigen Unternehmen im vom Sachverständigen Untersuchungszeitraum 1997 bis 2011 deutlich höher, und zwar bei 15,5 % pro Jahr. Allerdings decken die in die fragliche Statistik einbezogenen Unternehmen einen deutlich größeren betriebswirtschaftlichen Bereich ab als er von der Versatel repräsentiert wird. Segmentpezifisch waren lediglich Erwartungen der Deutschen Telekom AG für die Jahre 2009 bis 2014 zugänglich, die von einem Wachstum des Gesamtmarktes von 2,5 % pro Jahr ausgingen. Dagegen waren die Verbraucherpreise im Telekommunikationssektor zwischen 1995 und 2011 mit einer jährlichen Rate von 2,8 % rückläufig.

Ohne eine abschließende Schlussfolgerung aus diesen Analysen zu ziehen, weist der Sachverständige darauf hin, dass der Wachstumsabschlag für den hier vorliegenden Fall der Thesaurierung von Mitteln in der ewigen Rente nur einen Teil des Wachstums abbildet, nämlich ausschließ-

lich denjenigen Teil, der rein inflationsgetrieben ist. Unter Berücksichtigung der nach der Planung der Versatel in der Phase II thesaurierten Beträge rechnet der Sachverständige für den Fall des Einsatzes eines Wachstumsabschlages von 0,5 % nach der sogenannten Praktikermethode ein Gesamtwachstum der Dividenden von 5,1 % nach persönlichen Steuern. Da dieser Wert in etwa der oben dargestellten Rate des historischen Gewinnwachstums aller in Deutschland ansässigen Unternehmen aus dem nicht finanziellen Sektor entspricht, hält der Sachverständige die in Bewertungsgutachten in Ansatz gebrachte Wachstumsrate von 0,5 % im Ergebnis für vertretbar, auch wenn sie am unteren Ende der anzunehmenden Bandbreite liege.

jj) Die Kammer schließt sich dieser Wertung an, da keine konkreten Anhaltspunkte dafür erkennbar sind, dass sich ab 2020 eine dauerhaft positivere Entwicklung der Versatel AG ergeben könnte. Letzteres haben auch die Antragsteller, welche die Wachstumsrate von 0,5 % als zu niedrig kritisieren, nicht nachvollziehbar begründen können. Insoweit war zu berücksichtigen, dass die EZB als anzustrebende Inflationsrate für den Euro-Raum zwar eine Zielgröße von 2,0 % vorgibt, dieser Wert in der Bundesrepublik in der jüngeren Vergangenheit aber regelmäßig unterschritten wurde. Eine rein inflationsgetriebene Wachstumsrate kann daher nach Ansicht der Kammer diese Zielgröße jedenfalls regelmäßig nicht übersteigen.

kk) Schließlich ist, worauf der Sachverständige zutreffend hingewiesen hat, seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben. Eine zusätzliche Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde. Die gegenteilige Annahme verkennt zunächst, dass in der Phase der ewigen Rente die thesaurierten und den Anteilseigner fiktiv zugerechneten Beträge einen wesentlichen Teil des operativen Wachstums darstellen und dementsprechend bereits abgebildet sind. Auch insofern steht die Annahme eines Wachstumsabschlages von 0,5 % nicht im Widerspruch zu Studien, die höhere Gesamtwachstumsraten von Unternehmen feststellen.

19. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen

Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG).

a) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.

b) Sonderwerte im genannten Sinn hat die Bewertungsgutachterin bei der Versatel nicht identifizieren können und daher auch nicht in Ansatz gebracht. Die Barabfindungsprüferin hat diesen Befund in ihrem Bericht bestätigt und erklärt, dass anhand der ihr vorliegenden Prüfberichte sowie der ihr gegenüber erteilten Auskünfte keine entgegenstehenden Feststellungen hätten getroffen werden können.

Vor diesem Hintergrund war nicht ersichtlich, dass zum Bewertungsstichtag freies Vermögen vorhanden war, welches an die Anteilhaber hätte ausgekehrt werden können. Bis auf allgemeine Vermutungen, dass solche Vermögensgegenstände bei der Gesellschaft vorhanden sein müssten, haben die Antragsteller nicht zu erklären vermocht, auf welcher (tatsächlichen) Grundlage die Angaben der Antragsgegnerin zu diesem Punkt unzutreffend sein sollten. Für weitere Ermittlungen von Amts wegen fehlte daher die Grundlage.

20. Ergebnis

Der gerichtliche Sachverständige hat die Werteffekte der von ihm vorgenommenen Änderungen an der Planung auf der Basis des von ermittelten Ertragswert von 5,63 EUR je Stückaktie der Versatel AG berechnet und auf S. 57 seines Ergänzungsgutachtens vom 26. Februar 2018 zusammenfassend dargestellt. Kumuliert ergab sich danach ein angepasster Ertragswert in Höhe von 5,91 EUR, wobei in diesem Betrag ein Werteffekt von 2,02 EUR für die vom Sachverständigen für richtig erachtete Anhebung der Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,5% auf 5,5% enthalten war. Da die Kammer diese Erhöhung, wie oben dargestellt, nicht für zwingend oder angemessen hält, errechnete sich ein Wert von 7,93 EUR pro Stückaktie.

Eine weitere Erhöhung war nicht angezeigt. Soweit der Sachverständige im letzten Punkt seines Ergänzungsgutachtens wegen der Reduzierung des Basiszinssatzes eine überschlägige, pauschale Anpassung des Finanzergebnisses der Versatel AG vorgenommen hat und dabei zu

einem Ertragswert von 8,31 EUR gelangt ist, waren diese Überlegungen nicht geeignet, zu einem höheren Abfindungsbetrag zu führen. Zum einen handelt es sich bei der Differenz von 0,37 EUR je Aktie um die „maximal mögliche Auswirkung“ (Ergänzungsgutachten S. 58). Zum anderen hat auch die Barabfindungsprüferin mit einem Basiszinssatz von 2,50% gerechnet ohne jedoch gegenüber der dem Bewertungsgutachten zugrunde gelegten Planung zu einem abweichenden Finanzergebnis zu gelangen.

21. Börsenkurs

Die Betrachtung von Börsenkursen der Versatel AG war im Rahmen der zu gewährenden Barabfindung nicht werterhöhend zu berücksichtigen, da die relevanten Kurse unterhalb des von der Kammer für maßgeblich gehaltenen Ertragswerts lagen.

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre nach § 327 a Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können. Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie“ deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im

aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs (vgl. zu alldem BVerfG, NZG 1999, 931 ff. – DAT/Altana).

c) Unter normalen Umständen stellt ein Verkauf der Anteile an der Börse für den Minderheitsaktionär eine sichere Handlungsalternative dar, um den in der Aktie verkörperten Wert jederzeit wieder „zu Geld zu machen“.

d) Die Aktien der Gesellschaft waren zum Bewertungsstichtag im regulierten Markt sowie im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen, wo sie im elektronischen Handelssystem XETRA und XETRA Frankfurt 2 gehandelt wurden. Darüber hinaus fand ein Handel im (einfachen) Freiverkehr an den Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart statt.

e) Nach der Rechtsprechung des BGH ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln (vgl. BGH, AG 2011, 590, Tz. 8 -Stollwerck, zitiert nach juris). Die Bekanntgabe des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft erfolgte am 2. August 2011, sodass der maßgebliche Betrachtungszeitraum mit dem Stichtag 1. August 2011 endete.

f) Nach den Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelte sich für diesen Zeitraum ein gültiger Mindestpreis nach § 31 Abs.1, 7 WpÜG in Höhe von 6,84 € je Aktie.

g) Der von Bewerterin und Barabfindungsprüferin auch aufgrund eigener Recherchen unter Rückgriff auf die Daten des Dienstleisters Bloomberg in identischer Höhe ermittelte Durchschnittskurs erfüllte im Ergebnis die Liquiditätskriterien gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO. Gemäß den Ausführungen der Barabfindungsprüferin fand ein Handel mit der Aktie der Versatel AG an 65 von 66 möglichen Handelstagen statt, wobei das Handelsvolumen insgesamt 1.165.703 Stück betrug. Damit konnte für den Referenzzeitraum von einer hinreichenden Liquidität ausgegangen werden, so dass die Eignung des festgestellten Durchschnittswerts als Börsen- und möglicherweise Verkehrswert grundsätzlich nicht infrage gestellt werden konnte.

h) Der Kurs war nach der zitierten Rechtsprechung des BGH auch nicht aufgrund des Zeitab-

laufs zwischen Ankündigung der Strukturmaßnahme und dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung mit dem entsprechenden Beschluss anzupassen. Zwischen dem 2. August 2011 und dem 9. Februar 2012 lag ein Zeitraum von 6 Monaten und 7 Tagen, der nicht als „längerer Zeitraum“ angesehen werden konnte. Darüber hinaus hätte sich aufgrund der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung innerhalb dieses Zeitraums nach den Analysen der Barabfindungsprüferin auch keine Erhöhung zugunsten der Minderheitsaktionäre ergeben können, da sowohl der CDAX als auch der Branchenindex sinkende Kursverläufe in der Größenordnung von mehr als 10 % aufwiesen.

i) Soweit von Antragstellerseite eingewandt wird, die ermittelten Durchschnittskurse könnten nicht herangezogen werden, da diese manipuliert gewesen seien und der „tatsächliche“ Kurs höher gelegen habe, konnten diese Einwendungen mangels konkreter Anhaltspunkte für eine Kursbeeinflussung durch die Antragsgegnerin oder deren (frühere) Mehrheitsaktionärin nicht durchgreifen.

aa) Unter welchen Voraussetzungen Börsenkurse im Spruchverfahren als hinreichend aussagekräftig anzusehen sind, bleibt aus verfassungsrechtlicher Sicht der fachrichterlichen Prüfung und Würdigung überlassen. Die abstrakte Gefahr der Manipulierbarkeit oder die bloße, unbewiesene Behauptung einer Manipulation eines einzelnen Börsenkurses reicht jedenfalls nicht aus, um die Aussagekraft von Börsenkursen als Bewertungsgrundlage generell in Frage zu stellen (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom/T-Online“, Tz. 25 zitiert nach juris). Zwar ist es denkbar, dass festgestellte Börsenkurse kein Angemessenheitsurteil ermöglichen, wenn diese wesentlich durch eine Kursmanipulation im Wege gezielter Fälschinformationen beeinflusst wurden oder durch nachgewiesenen Insiderhandel zustande gekommen sind.

bb) Diesbezüglich reicht es aber nicht aus, dass lediglich die Vermutung geäußert wird; es sei im Vorfeld der Strukturmaßnahme und deren Ankündigung zu Kursbeeinflussungen gekommen. Derartige Mutmaßungen sind vor allem auch nicht geeignet, zu Nachforschungspflichten durch das Gericht im Rahmen des im Spruchverfahren eingeschränkten Amtsermittlungsgrundsatzes zu führen. Vor Manipulation schützen nämlich zum einen bereits die sanktionsbewehrten kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten (§ 15 WpHG a.F.), das kapitalmarktrechtliche Insiderhandelsverbot und zum anderen das Verbot der Marktmanipulation (Art. 14, 15 der Marktmissbrauchs-Verordnung).

cc) Im Übrigen hat der BGH ausgeführt, dass Manipulationen erheblich erschwert, mit einiger Wahrscheinlichkeit sogar ausgeschlossen werden, wenn (wie hier geschehen) ein durchschnittlicher Referenzkurs gewählt wird (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, Tz. 24 zitiert nach juris).

j) Dem Einwand der Antragsteller und andere, eine Alternativberechnung von der Deutschen Börse durchführen zu lassen, war nicht nachzugehen. Es war nicht ersichtlich, aus welchem Grund sich Abweichungen zum von der BaFin ermittelten Durchschnittskurs ergeben sollten. Konkrete Hinweise haben die Antragsteller diesbezüglich nicht vorgetragen. Hierbei war vor allem zu berücksichtigen, dass Bewerterin und Prüferin durch eigenständige Recherchen einen identischen Durchschnittswert ermittelt haben.

Nach alledem war nicht ersichtlich, dass entgegen der objektiven Datenlage ein Börsenkurs oberhalb von 6,84 € - und erst recht nicht in Höhe von 7,40 € oder 11,00 € - als Mindestwert für die Aktien der Versatel hätte zugrunde gelegt werden müssen.

22. Vorerwerbspreise

Eine weitere Verbesserung des Abfindungsbetrages konnte sich auch nicht aus (Markt-) Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin oder mit ihr verbundene Unternehmen in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der Gesellschaft gezahlt haben.

a) Die Berücksichtigung derartiger Entgelte ist verfassungsrechtlich nicht geboten, da sie regelmäßig über dem marktüblichen Preis liegen, weshalb hieraus grundsätzlich nicht der (objektive) Verkehrswert der Aktien abgeleitet werden kann. Der vom Mehrheitsaktionär gezahlte Erwerbspreis hängt von seinem bisherigen Beteiligungsbesitz, seinen strategischen Absichten und insbesondere vom konkret zu erzielenden Grenznutzen, also den durch den (Ergänzungs-) Kauf erhofften finanziellen Vorteilen ab (vgl. zutreffend OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195). Die dabei vereinbarten Preise haben regelmäßig keine Beziehung zum Verkehrswert des Aktieneigentums (vgl. BVerfG DB 1999, 1693, 1695).

b) Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen umstritten. Vor allem in der Literatur wird die Ansicht vertreten, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine so genannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. Schüppen/Tretter in, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdnr. 16; Behnke, NZG 1999, 934).

Diese Auffassung hält die Kammer aber nicht für zutreffend. In dem Preis, den ein Marktakteur für den Erwerb einer (Kontroll-) Mehrheit an einem Unternehmen zu zahlen bereit ist, kommt der Grenznutzen zum Ausdruck, den ein Mehrheitsaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs wäre der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte, höhere Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf, eine solche Verkaufssituation zu unterstellen, hat ein Minderheitsaktionär aber weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch - angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit - einfachrechtlich einen Anspruch (vgl. BVerfGE NZG 1999, 931, 932 – DAT/Altana; BGH, NZG 2010, 939, 943 – Stollwerck).

c) Diese grundsätzlichen Fragen bedurften vorliegend schon aus dem Grund keiner Beantwortung, da die Antragsgegnerin die Aktienpakete der drei vormaligen Hauptanteilseigner Vienna II S.á.r.l., Cyrte Investment GB I B.V. sowie United Internet AG im Juni 2011 zu einem Preis von 5,50 € je Stückaktie erworben hat, der sowohl unterhalb des festgesetzten Abfindungsbetrages als auch unterhalb des von ermittelten Ertragswerts der Versatel lag.

d) Auch das öffentliche Erwerbsangebot der Antragsgegnerin für die übrigen Minderheitsaktionäre im Juni 2011 überstieg die nunmehr festgesetzte, erhöhte Abfindung nicht. Insoweit konnte dahinstehen, ob überhaupt eine Anpassung in Betracht käme, da die Antragsteller, die vor dem 26. Juli 2011 an der Gesellschaft beteiligt waren, die Möglichkeit besaßen haben, ihre Anteile zum Preis von 6,87 € an die Antragsgegnerin zu veräußern und sie diese bewusst nicht wahrgenommen haben.

23. Spätere Transaktionen

Längere Zeit nach dem Stichtag erfolgte Transaktionen sind grundsätzlich nicht geeignet, Rückschlüsse auf den „wahren“ Wert des Unternehmens beziehungsweise seiner Anteile zu diesem Zeitpunkt zuzulassen. Maßgeblich für die Höhe der zu zahlenden Abfindung sind allein die objektivierte Erwartungen an die erzielbaren Erträge der Gesellschaft im Zeitpunkt der Entscheidung über die Strukturmaßnahme, nicht aber spätere Entwicklungen.

a) Vor diesem Hintergrund war der im September 2014 von der United Internet AG für ein Paket

im Umfang von 74,9 % der Versatel-Aktien gezahlte Kaufpreis von 17,78 € für die Entscheidungsfindung über die Höhe der am 9. Februar 2012 angemessenen Barabfindung unerheblich und nicht zu berücksichtigen.

b) Soweit die Antragstellerin meint, dass die United Internet AG und den Wert der Versatel-Aktie von vornherein - und damit auch Anfang 2012 - mit 17,78 € beziffert und daher beabsichtigt hätten, die Streubesitzaktionäre unterhalb des tatsächlichen Verkehrswerts zu enteignen, war hierfür nichts ersichtlich. Der (teilweise Rück-) Erwerb der Versatel-Anteile durch United Internet fand mehr als zweieinhalb Jahre nach dem für das hiesige Verfahren maßgeblichen Bewertungsstichtag statt. Schon allein aufgrund dieses erheblichen zeitlichen Abstands konnte nicht davon ausgegangen werden, dass die an dieser Transaktion beteiligten Unternehmen bereits im Juni 2011 angenommen haben, dass der Wert der Versatel-Anteile den seinerzeitigen Verkaufspreis um 12,78 € überstiegen hat und dieser Wert auch drei Jahre später noch maßgeblich sein würde.

Dies würde zugleich bedeuten, dass sowohl die Barabfindungsprüferin als auch der gerichtlich bestellte Sachverständige die Ertragsaussichten der Gesellschaft deutlich unterschätzt hätten. Angesichts der vom Sachverständigen durchgeführten Betrachtung der Planungen der Gesellschaft sowie der hierzu herangezogenen Marktanalysen waren für ein solches Szenario allerdings keine Anhaltspunkte zu erkennen.

c) Schließlich war zu berücksichtigen, dass im von der United Internet AG gezahlten Kaufpreis die Vergütung für echte Synergien enthalten ist, die nach dem Stand Herbst 2014 zwischen den beiden Gesellschaften realisiert werden konnten. Auf diesen Wertzuwachs haben die im Februar 2012 aus der Gesellschaft ausgeschiedenen Antragsteller aber keinen Anspruch.

d) Hinsichtlich der weiteren von der Antragstellerin vertretenen Auffassung, es habe sich bei der zwischen der United Internet AG und der vereinbarten Call Option um einen unzulässigen Vertrag zu Lasten Dritten gehandelt, war die Relevanz für das Spruchverfahren nicht ersichtlich. An der fraglichen Vereinbarung waren weder die Versatel AG noch die Antragsgegnerin beteiligt, so dass sie für die Wertermittlung zum Stichtag keine Rolle spielen kann.

24. Liquidationswert

Auch die Betrachtung eines Liquidationsszenarios der Versatel AG konnte zu keinem höheren Un-

ternehmenswert führen.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert im konkreten Bewertungsfall die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn das Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger/Gayk, a.a.O., Rz. 82 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: die Versatel AG wird nach der vorliegenden Planung dauerhaft profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig übersteigen sollen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Vor diesem Hintergrund war eine lediglich überschlägige Betrachtung der Höhe eines fiktiven Liquidationserlöses ausreichend. Diesbezüglich sind die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin übereinstimmend zu dem Ergebnis gelangt, dass der Liquidationswert deutlich unterhalb des Ertragswerts liegt und damit für die Zwecke dieses Verfahrens unbeachtlich ist.

c) Zwar teilt die Bewertungsgutachterin die Höhe des von ihr ermittelten Liquidationswerts nicht mit, da sie diesen grundsätzlich für unbeachtlich hält. Die Barabfindungsprüferin erklärt lediglich, eine überschlägige vereinfachte Abschätzung eines möglichen Liquidationswerts vorgenommen zu haben. Die sich hierbei ergebende Wertindikation habe jedoch deutlich unterhalb des Ertragswerts gelegen.

25. Multiplikatorbewertung

Die Bewertungsgutachterin hat neben der Ermittlung des Ertragswerts den Versuch unternommen, das gewonnene Ergebnis im Wege eines Multiplikatorvergleichs zu verproben.

a) Die Bewertung anhand von Multiplikatoren ist gegenüber dem hier zur Anwendung gelangten Ertragswertverfahren nur eine vereinfachte Methode (vgl. WP Handbuch 2008, Abschnitt A, Rdn. 395) und kann folglich auch nur in Ausnahmefällen dazu dienen, die mittels der überlegenen Methode gewonnenen Ergebnisse in Frage zu stellen. Ein solcher Ausnahmefall ist aber schon aufgrund der fehlenden Eindeutigkeit der sowohl von der Bewertungsgutachterin mitgeteilten Werte nicht gegeben.

b) In diesem Zusammenhang ergeben sich zum einen dieselben Schwierigkeiten wie bei der Zusammenstellung einer „passenden“ Peer Group, da die einbezogenen Unternehmen mit der zu untersuchenden Gesellschaft in möglichst vielen wirtschaftlich relevanten Parametern vergleichbar sein müssen, um zu validen Ergebnissen zu gelangen. Zum anderen beruhen die von für die EBITDA der Peer Group Unternehmen herangezogenen Daten für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 wiederum auf Schätzungen von nicht näher genannten Analysten. Damit kann dem gefundenen Ergebnis, dass der Multiplikatorvergleich eine realistische Einschätzung der Ertragsaussichten der Versatel AG über den Ertragswert nahelegt, eine nur sehr begrenzte eigenständige Aussagekraft beigemessen werden. Dies zeigt auch die erhebliche Bandbreite der ermittelten Multiplikatoren, die letztlich erneut die Problematik der Schwierigkeit einer Vergleichbarkeit der zur Peer Group von zusammengefassten Unternehmen zeigt.

c) Wegen der grundsätzlich beschränkten Aussagekraft des Multiplikatorvergleichs hat die Kammer davon abgesehen, eine neue Betrachtung mit den Daten der abweichenden Peer Group vorzunehmen, welche der gerichtliche Sachverständig gebildet hat.

26. Sonstiges

Die Abfindung war nicht weiter zu erhöhen, da ein Verstoß gegen ein von der Bundesrepublik Deutschland mit den Vereinigten Arabischen Emiraten geschlossenes Investitionsschutzabkommens vorliegt, wie der Antragsteller meint. Zum einen fehlte es bereits an einer Enteignung oder der einer Enteignung gleichstehenden Maßnahme durch die Bundesrepublik Deutschland als Vertragsstaat. Vielmehr handelte es sich um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft, die nicht Adressatin des Abkommens ist (vgl. Zutreffend auch LG München, Beschluss vom 31.07.2015, 5 HKO 16371/13, Tz. 378 zitiert nach juris). Zum anderen wäre auch nicht ersichtlich, welche Auswirkungen auf die Ermittlung des Abfindungsbetrages der Einwand zeitigen soll, da die Kammer den objektivierten Verkehrswert der Aktie im Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre ermittelt hat.

27. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Wegen des Verfahrensergebnisses war darüber hinaus der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen, § 15 Abs. 2 SpruchG. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass ein Erfolg der Spruchverfahrensanträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller gegen die Antragsgegnerin einen Anspruch auf Erstattung ihrer notwendigen Auslagen besitzen. Dabei kommt es nicht auf die im Einzelnen erstrebte, sondern auf die tatsächlich als Ergebnis des Verfahrens erfolgte relative Erhöhung der zu zahlenden Abfindung an (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 93 zu § 15 SpruchG):

28. Geschäftswert

Die Höhe des für die Gerichtsgebühren maßgeblichen Geschäftswerts bestimmt sich nach § 74 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert im Spruchverfahren dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Das ergibt eine Summe von 528.857,10 EUR (= Erhöhungsbetrag je Aktie von 1,09 EUR x 485.190 Aktien der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre).

Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

29. Rechtsmittel

Eine gesonderte Zulassung der Beschwerde nach Maßgabe des § 61 Abs. 3 FamFG war nicht veranlasst, da die Rechtssache keine grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Beschwerdegerichts erfordern.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **sofortigen Beschwerde** (im Folgenden: Beschwerde) statt.

Die Beschwerde ist binnen einer Notfrist von 2 Wochen (Beschwerdefrist) bei dem

Landgericht Berlin
Littenstraße 12-17
10179 Berlin

oder bei dem

Kammergericht
Eißholzstraße 30-33
10781 Berlin

einzu legen.

Die Notfrist beginnt mit der Zustellung der Entscheidung, spätestens mit dem Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Liegen die Erfordernisse der Nichtigkeits- oder Restitutionsklage vor, so kann die Beschwerde auch nach Ablauf der genannten Frist innerhalb der für diese Klagen geltenden Fristen erhoben werden.

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift eingelegt.

Alle Beteiligte müssen sich dabei durch einen Rechtsanwalt vertreten lassen, der die Beschwerdeschrift zu unterzeichnen hat.

Behörden und juristische Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse können sich auch durch eigene Beschäftigte oder Beschäftigte anderer Behörden oder juristischen Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse vertreten lassen.

Der Vertretung durch einen Rechtsanwalt bedarf es nicht in Unterhaltssachen für Beteiligte, die durch das Jugendamt als Beistand, Vormund oder Ergänzungspfleger vertreten sind oder wenn die Beschwerde durch einen Zeugen, Sachverständigen oder Dritten im Sinne der §§ 142, 144 ZPO erhoben wird. In diesen Fällen kann die Beschwerde außer durch Einreichung einer Beschwerdeschrift auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt werden. Die Beschwerde kann in diesen Fällen auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei einem der Gerichte, bei denen die Beschwerde einzulegen ist, eingeht.

Die Beschwerde muss in jedem Fall die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Das elektronische Dokument muss

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.