

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Hamburg

Az.: 403 HKO 68/21



Beschluss

In der Sache

gegen

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 3 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 21.12.2023:

1. Die von der Antragsgegnerin an die abfindungsberechtigten ehemaligen Aktionäre der VTG Aktiengesellschaft zu leistende Barabfindung wird auf EUR 102,37 je Stückaktie festgesetzt.

Der Abfindungsbetrag ist unter Anrechnung bereits geleisteter Zahlungen ab dem 19.11.2021 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen.

2. Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters sowie der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu tragen.

3. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters werden auf EUR 17.519.522,28 festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller sind Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft (im Folgenden: VTG), deren Aktien im Wege eines sogenannten Squeeze-Out nach §§ 327a ff. AktG auf die Antragsgegnerin gegen eine Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je Aktie übertragen wurden. Die Antragsteller begehren in diesem Spruchverfahren eine Heraufsetzung der Barabfindung.

Die VTG hat ihren Sitz in Hamburg. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter der Registernummer HRB 98591 eingetragen. Unternehmensgegenstand der VTG ist die Leitung einer Gruppe von Unternehmen, die im Bereich der Vermietung von Transportmitteln, insbesondere von Eisenbahngüterwagen und Tankcontainern, und der Vornahme von Schienenlogistik-, Tankcontainer- und Speditionsgeschäften sowie aller Geschäfte, die mit der Betätigung auf den vorgenannten Gebieten zusammenhängen, tätig sind.

Das Grundkapital der VTG beträgt EUR 34.233.591,00 und ist eingeteilt in 34.233.591 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Stückaktie. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Die Gesellschaft geht zurück auf die 1951 gegründete VTG Vereinigte Tanklager und Transportmittel GmbH, die 1961 im Zuge der Privatisierung an die Preussag verkauft wurde. Sie war während ihrer Zugehörigkeit zur Preussag (später TUI-Konzern) vorwiegend im Bereich der Waggonvermietung tätig. 2005 wurde die VTG an die Compagnie Européenne de Wagons S.à.r.l. verkauft. Die VTG richtete ihre Tätigkeit auf die Bereiche Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tankcontainerlogistik aus. Im Juni 2007 wurden die VTG-Aktien im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Im folgenden Jahr stieg die VTG-Aktie in den SDAX auf.

Die Antragsgegnerin ist eine deutsche GmbH mit Sitz in Frankfurt a.M. (AG Frankfurt a.M. HRB 106298). Im Jahr 2021 waren an der Antragsgegnerin zu 67,7 % mittelbar

und zu 32,3 % mittelbar der beteiligt

(vgl. Übertragungsbericht vom 21.07.2021, S. 15).

Bereits im Dezember 2016 erwarb die Antragsgegnerin 29 % der VTG-Aktien. Im Jahr 2018 unterbreitete sie den Aktionären ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu einem Preis von EUR 53,00 je Aktie. Im Zuge dieses Übernahmeangebots erwarb die Antragsgegnerin weitere rund 41,62 % der Aktien. Im Februar 2019 beschloss der Vorstand der VTG mit Zustimmung des Aufsichtsrats, den Widerruf der Zulassung der VTG-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zu beantragen. Die Antragsgegnerin unterbreitete ein Delisting-Erwerbsangebot zu EUR 53,00 je Aktie. Mit Ablauf des 08.04.2019 wurde der Handel der VTG-Aktien am regulierten Markt eingestellt. Infolge des Delisting wurde auch der Handel im Freiverkehr an den Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart beendet. An der Börse Hamburg wurden jedoch VTG-Aktien weiterhin im Freiverkehr gehandelt.

Im April 2021 hielt die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin 81,4% der VTG-Aktien. Weitere 15 % waren im Besitz der Die Antragsgegnerin und
schlossen eine Gesellschaftervereinbarung, die unter anderem der Antragsgegnerin das Recht einräumte, einen Wertpapierleihvertrag mit zu schließen und so deren Aktien zu erwerben. Dieser Vertragsschluss und die Absicht, zeitnah zwecks Ausschlusses der Minderheitsaktionäre einen Squeeze-Out durchzuführen, wurden am 12.04.2021 durch die Antragsgegnerin veröffentlicht. Am 02.06.2021 wurde der Wertpapierleihvertrag geschlossen, so dass die Antragsgegnerin mit Wirksamwerden der Übertragung seit dem 03.06.2021 in Höhe von 96,41 % an der VTG beteiligt war.

Mit Schreiben vom 08.06.2021 richtete die Antragsgegnerin an den Vorstand der VTG das Verlangen, eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen und über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen eine angemessene Barabfindung gemäß der §§ 327a ff. AktG Beschluss ~~fassen zu lassen. Der Vorstand der VTG kam dem nach und berief eine außerordentliche Haupt-~~
versammlung auf den 22.09.2021 ein.

Die Antragsgegnerin beauftragte (im Folgenden: oder Bewertungsgutachterin) mit der Erstellung einer gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der VTG und der Höhe der anzubietenden angemessenen Barabfindung.

erstattete ihre gutachterliche Stellungnahme unter dem 20.07.2021 (im Folgenden: Bewertungsgutachten). Sie ermittelte den Wert des Eigenkapitals der VTG unter anderem nach IDW S 1 unter Anwendung der Ertragswertmethode und gelangte unter Ansatz eines Basiszinssatzes von 0,3 % vor Steuern bzw. 0,22 % nach Steuern, einer Marktrisikoprämie von 5,75 % und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87 % (jeweils nach persönlichen Steuern) zu einem Unternehmenswert der VTG per 22.09.2021 von EUR 3.016,3 Mio. (entsprechend EUR 88,11 je VTG-Aktie). Unter Berücksichtigung des Ergebnisses weiterer Bewertungsverfahren kam

zu dem Ergebnis, dass der Betrag von EUR 88,11 je VTG-Aktie eine angemessene Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG darstelle.

Zum sachverständigen Prüfer, der nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der Barabfindung zu prüfen hat, wurde mit Beschluss der Kammer vom 30.04.2021

(im Folgenden: oder sachverständige Prüferin) bestellt. Ihr Prüfungsbericht vom 20.07.2021 beurteilt die Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je Aktie als angemessen.

Auf der anschließenden außerordentlichen Hauptversammlung der VTG vom 22.09.2021 wurde die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Antragsgegnerin gegen eine Barabfindung von EUR 88,11 beschlossen. Zu diesem Stichtag war der Basiszinssatz auf 0,1 % vor persönlichen Steuern gesunken (vgl. Stichtagserklärungen und vom 22.09.2021 – Anlagen 1 und 2 zur Antragserwiderung vom 24.06.2022).

Die Bekanntmachung der Eintragung des Squeeze-Out im Handelsregister erfolgte am 18.11.2021.

Am 29.11.2021 berichtete das Handelsblatt, dass der , der 57 % der VTG-Anteile halte, und beauftragt habe, ~~strategische Optionen einschließlich eines möglichen Verkaufs zu prüfen. Es heiße, VTG könne~~ dabei mit sechs bis sieben Milliarden Euro, einschließlich Schulden, bewertet werden. Der Beginn der Auktion werde im ersten Quartal 2022 erwartet. Für die weiteren Einzelheiten des Artikels wird auf die Anlage AST 3 zum Schriftsatz der Antragsteller zu 43) – 45) vom 17.02.2022 verwiesen.

Mit einem am 29.06.2022 geschlossenen Kaufvertrag wurden 72,5 % der VTG-Aktien an ein internationales Fondskonsortium verkauft, hinter dem () und () standen. Nach der Pressemitteilung der VTG vom gleichen Tag lag dieser Kaufvereinbarung eine Bewertung der VTG mit einem Unternehmenswert von rund 7 Milliarden Euro zugrunde (vgl. Anlage 5 zum Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters vom 26.09.2022). Die Kaufpreiszahlung erfolgte zum 22.12.2022 (closing).

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter machen geltend, dass die festgesetzte Barabfindung unangemessen niedrig sei. Sie müsse deutlich erhöht werden.

Von zahlreichen Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter werden die Bewertungsannahmen der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin bei der Ertragswertermittlung kritisiert. So wird beanstandet, dass die Plannahmen der VTG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 zu negativ seien. Der im Rahmen des Bewertungsmodells angewandte Kapitalisierungszins sei zu hoch. Soweit darin ein Basiszinssatz von 0,3 % vor Steuern berücksichtigt worden sei, handele es sich um einen überhöhten Wert, weil der Basiszinssatz zum Stichtag auf 0,1 % abgesunken sei. Auch die im Bewertungsgutachten und Prüfungsbericht angenommene Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern sei zu hoch. Der aufgrund einer Peergroup-Analyse mit 0,5 angesetzte unverschuldete Betafaktor sei ebenfalls überhöht. Von vielen Antragstellern wird in diesem Zusammenhang die Auswahl der Peergroup-Unternehmen beanstandet, die nicht mit der VTG vergleichbar seien. Ferner befürworten verschiedene Antragsteller, den niedrigeren eigenen Betafaktor der VTG heranzuziehen. Der angenommene Wachstumsabschlag von 1 % sei wiederum zu niedrig bemessen.

Außerdem wird von mehreren Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter eine Orientierung der Abfindung an dem von der Antragsgegnerin aus der Veräußerung ihrer Aktien erzielten Verkaufserlös für sachgerecht erachtet.

Die Antragsgegnerin verteidigt die im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht ermittelte Abfindungshöhe. Diese Bewertung sei systematisch und hinsichtlich der gewählten Parameter zutreffend. Die Höhe des später von ihr erzielten Transaktionserlöses sei hingegen für die Höhe einer angemessenen Barabfindung irrelevant. Ein solcher außerbörslicher Transaktionspreis stelle keine taugliche Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswerts dar und spiegele auch nicht den Verkehrswert der VTG wider. Außerdem habe sich der Transaktionspreis nicht mit hin-

reichender Wahrscheinlichkeit zum Bewertungsstichtag abgezeichnet. Vielmehr sei zu diesem Zeitpunkt offen gewesen, ob es überhaupt eine Veräußerung geben werde und welches die Parameter einer späteren Transaktion sein würden. Diese hätten sich erst in dem Monate andauernden Verkaufsprozess herausgebildet. Der Zeitraum von mehr als neun Monaten zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Verkauf Ende Juni 2022 sei zu lang, als dass von einer zeitlichen Nähe und einer Verwurzelung des Verkaufs zum Stichtag die Rede sein könne.

Für die weiteren Einzelheiten des umfangreichen Vorbringens der Parteien wird auf die Schriftsätze der Beteiligten Bezug genommen. Die Kammer hat in der Sitzung vom 10.11.2022 die sachverständigen Prüfer, _____ und _____ angehört. Für das Ergebnis dieser Anhörung wird auf das Sitzungsprotokoll verwiesen.

II.

Die auf eine Erhöhung der Barabfindung gerichteten Anträge der Antragsteller haben Erfolg. Sämtliche Anträge sind zulässig (1.). Sie sind auch begründet, weil die Höhe der nach § 327f Satz 2 AktG zu bestimmenden angemessenen Barabfindung auf EUR 102,37 je Stückaktie festzusetzen ist (2.).

1.

Die in diesem Verfahren gestellten Anträge auf Durchführung eines Spruchverfahrens nach § 327f AktG in Verbindung mit § 1 Nr. 3 SpruchG sind zulässig. Die Antragsfrist gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG, die am 18.02.2022 ablief, wurde von sämtlichen Antragstellern gewahrt. Die jeweiligen Anspruchsbegründungen genügen den Anforderungen von § 4 Abs. 2 SpruchG. Soweit die Antragsgegnerin in der Antragsrwiderrung hinsichtlich der Antragsteller zu 2) bis 4) und 37) beanstandet hat, dass diese keine Urkunden vorgelegt hätten, die – wie nach § 3 Satz 3 SpruchG erforderlich - ihre Stellung als Aktionär am Stichtag 18.11.2022 belegten, trifft diese Annahme nicht zu. Auf die in der Ladungsverfügung vom 13.07.2022 unter Ziffer 4. b) genannten Fundstellen wird verwiesen. Die Antragstellerin zu 24) hat mit dem Schriftsatz vom 27.07.2022 eine inhaltlich ausreichende Bankbescheinigung nachgereicht.

2.

Die Anträge sind begründet, weil die von der Antragsgegnerin mit EUR 88,11 je Stückaktie festgelegte Barabfindung hinter der angemessenen Barabfindung zurückbleibt, die auf EUR 102,37 festsetzen ist.

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs und des Bundesverfassungsgerichts ist der Minderheitsaktionär, der aufgrund einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme seine wirtschaftliche Stellung als Aktionär verliert, für diesen Verlust wirtschaftlich voll zu entschädigen. Die Entschädigung muss den „wirklichen“ oder „wahren Wert“ des Anteilseigentums widerspiegeln (BGH, NZG 2023, 937, Rn. 19; BGH NJW 2001, 2080, 2081; BVerfG, AG 2013, 255, juris-Rn. 8; BVerfG, NJW 2007, 828 Rn. 10; BVerfG, NJW 1999, 3769, juris-Rn. 56).

Die Ermittlung des vollen Werts der Unternehmensbeteiligung erfolgt aufgrund einer vom Gericht vorzunehmenden Schätzung nach § 287 Abs. 1 ZPO. Dabei gibt es keine Vorgabe, wonach eine bestimmte Bewertungsmethode anzuwenden wäre (BGH, NZG 2020, 1386, Rn. 20). Stattdessen ist im Einzelfall vom Gericht zu entscheiden, welche der im konkreten Fall zulässigen Berechnungsweisen am besten geeignet ist, den Unternehmenswert abzubilden. Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, kann keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung exakt berechnen. Vielmehr kann jede Methode nur rechnerische Ergebnisse liefern, die Grundlage und Anhaltspunkt für die Schätzung des Gerichts nach § 287 ZPO bilden (BGH, NZG 2023, 937 Rn. 17 m.w.N.).

Die Kammer hat in diesem besonderen Fall erwogen, die angemessene Barabfindung anhand des Erlöses zu bestimmen, den die Antragsgegnerin aus dem Ende Juni 2022 geschlossenen Kaufvertrag über 72,5 % der VTG-Aktien erzielt hat (vgl. dazu nachfolgend c.). Jedoch würde sich bei einer Orientierung an der diesem Verkaufsgeschäft zugrundeliegenden Bewertung unter Berücksichtigung der gebotenen Abzinsung auf den Bewertungsstichtag eine Abfindung ergeben, die nicht oberhalb des Betrags von EUR 102,37 liegt, der sich nach dem Ertragswertverfahren ergibt, wenn bei der Berechnung – wie geboten – berücksichtigt wird, dass der durchschnittliche ~~Basiszinssatz im Dreimonatszeitraum vor dem Bewertungsstichtag auf 0,1% (vor Steuern) gesunken war.~~ Es wird vor diesem Hintergrund der Betrag von EUR 102,37 als angemessene Barabfindung bestimmt. Nach Auffassung der Kammer wird dieses Ergebnis allerdings seiner Größenordnung nach durch das von der Antragsgegnerin geschlossene Verkaufsgeschäft gestützt und bestätigt.

a)

Die Bewertungsgutachterin hat unter Anwendung des DCF-Verfahrens bei Zugrundelegung einer Marktrisikoprämie von 7,0 % und eines Wachstumsabschlags von 1,0 % (jeweils vor Steuern) einen Wert des Eigenkapitals der VTG in Höhe von – umgerechnet auf die einzelne Aktie – EUR 85,75 ermittelt (Bewertungsgutachten Rn. 547). Unter Anwendung des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 gelangte sie bei Anwendung dieser Parameter zu einem anteiligen Unternehmenswert von EUR 88,11 (Bewertungsgutachten Rn. 565). Die sachverständige Prüferin hat diese Bewertung als sachgerecht beurteilt (Prüfungsbericht Rn. 527). Die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin haben die auf dieser Basis von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je Aktie übereinstimmend als angemessen angesehen.

Die Kammer erachtet die Wertansätze, die von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren zugrunde gelegt wurden, grundsätzlich als geeignete Parameter für die vorzunehmende Schätzung, so dass der Bewertung insoweit gefolgt werden kann (vgl. sogleich aa.). Eine Ausnahme gilt allerdings hinsichtlich der Höhe des Basiszinssatzes, der im Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten 0,3 % vor Steuern betrug und in dieser Höhe in die Ertragswertermittlung eingeflossen ist. Zum maßgeblichen Bewertungsstichtag, dem Tag der Hauptversammlung am 22.09.2021, war der Basiszinssatz jedoch auf 0,1 % vor Steuern gesunken. Dieses Absinken des Basiszinssatzes zum Bewertungsstichtag ist in der hier vorliegenden Fallgestaltung zu berücksichtigen, indem die Ertragswertberechnung mit diesem Basiszinssatz vorgenommen und entsprechend angepasst wird. Bei einem solchen Vorgehen ergibt sich ein Unternehmenswert, der EUR 102,37 je Aktie entspricht (dazu bb.). Dieser Betrag stellt nach der von der Kammer gemäß § 287 ZPO vorzunehmenden Schätzung eine angemessene Abfindung für den Verlust des Aktieneigentums der im Wege des Squeeze-outs ausgeschlossenen Aktionäre dar.

aa)

Ausgangspunkt der von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Ermittlung des Unternehmenswerts sind die künftigen finanziellen Überschüsse der VTG. Insoweit wurde die Planungsrechnung der Gesellschaft für die Jahre 2021 bis 2023 herangezogen, die – basierend auf der im November 2020 erstellten und verabschiedeten Planung – im Laufe des Jahres 2021 aktualisiert und am 01.07.2021 vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt worden war.

Gegen dieses Vorgehen sprechen keine Bedenken. Für die Berücksichtigung der Planung aus dem Jahr 2021 spricht ihre größere Aktualität im Hinblick auf den Bewertungsstichtag. Wie die sachverständigen Prüfer in ihrer Anhörung verdeutlicht haben, waren in der aktualisierten Planung die neuere Entwicklung der Geschäftszahlen und die wirtschaftliche Entscheidung der VTG, das Nordamerika-Geschäft zu veräußern, abgebildet. Außerdem waren die Auswirkungen aus einem zwischenzeitlich durchgeführten strategischen Review in die Planung aufgenommen worden. Es erscheint sachgerecht, diese Entwicklungen, die im Bewertungsgutachten unter Rn. 364 ff. und im Prüfungsbericht unter Rn. 231 ff. im Einzelnen geschildert werden, zu berücksichtigen, wenn es um die Prognose der künftigen Erträge der VTG geht. Dass der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin, die die Zahlen eingehend analysiert und vor dem Hintergrund einer Vergangenheitsanalyse betrachtet haben, dabei Fehler unterlaufen wären, ist nicht ersichtlich. Die Planungsannahmen erscheinen vielmehr durchaus konsistent. Soweit einzelne Antragsteller hinsichtlich der herangezogenen aktuelleren Planung aus dem Jahr 2021 von einer „Anlassplanung“ sprechen, verkennen sie, dass diese Planung hinsichtlich der Erträge positiver war als die Planung aus November 2020. Das ergibt sich aus Rn. 235 des Prüfungsberichts und den Ausführungen der sachverständigen Prüfer in ihrer Anhörung (Protokoll S. 9).

Wie außerdem die in der mündlichen Verhandlung erbetene und sodann von der sachverständigen Prüferin eingereichte Ausarbeitung vom 21.11.2022 unter I. zeigt, wurden im Zuge der Bewertung die zunächst abgezogenen Abschreibungen auf den Kundenstamm dem Ergebnis wieder hinzugerechnet. Die in eine andere Richtung zielenden Einwendungen einiger Antragsteller haben sich damit als unzutreffend erwiesen.

Ferner stellt sich die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Bildung eines Sonderwerts, in dem insbesondere das vor dem Verkauf stehende Nordamerika-Geschäft erfasst wurde, als unbedenklich dar. Die sachverständigen Prüfer haben in ihrer Anhörung erläutert, dass dieser Weg gewählt wurde, weil das Nordamerika-Geschäft in der Planung nur noch für ein Jahr berücksichtigt und in der Planung der Folgejahre nicht mehr enthalten war. Finanzmathematisch führe die Bildung eines Sonderwerts zu keinem anderen Ergebnis als eine Berücksichtigung des Verkaufs in der Planung (Protokoll, S. 10). Weiterhin haben die sachverständigen Prüfer bestätigt, ~~dass die bis zum Verkauf anfallenden Erträge in dem Sonderwert erfasst wurden (ä.a.O.). Dass die Minderheitsaktionäre durch dieses bewertungstechnische Vorgehen benachteiligt werden, ist daher auszuschließen.~~

Nach allem stellen sich die Plannahmen der VTG als belastbare Schätzungsgrundlage für die im Rahmen der Ertragswertermittlung zugrunde zu legenden künftigen Erträge dar. Gleiches gilt für die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Überleitung der Ergebnisse in die ab dem Geschäftsjahr 2026 angenommene Phase der Ewigen Rente.

Die auf dieser Grundlage ermittelten künftigen Erträge wurden mit einem Kapitalisierungszinssatz abgezinst, der sich aus dem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammensetzt und in der Phase der Ewigen Rente um einen Wachstumsabschlag gemindert wird. Die Nachprüfung der von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin dabei gewählten Ansätze hat - mit Ausnahme des stichtagsbezogenen Basiszinssatzes (dazu sogleich bb.) - keinen Korrekturbedarf ergeben.

Den Basiszinssatz hat die Bewertungsgutachterin zum Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten mit 0,3 % vor Steuern ermittelt. Wie die sachverständige Prüferin bestätigt hat, handelt es sich dabei um den aus den Zinsstrukturdaten der Bundesbank abgeleiteten durchschnittlichen Basiszinssatz im vorhergehenden Dreimonatszeitraum, der entsprechend den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW gerundet wurde. Dieses Vorgehen entspricht der allgemein angewandten Methodik bei der Ertragswertermittlung. Da sich jedoch der Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag geändert hat, ist eine Anpassung des Basiszinssatzes vorzunehmen, wie sogleich unter bb) näher begründet werden wird.

Hinsichtlich der übrigen Bewertungsparameter, die zur Bemessung des Risikozuschlags und des Wachstumsabschlags herangezogen wurden, kann den Bewertungsansätzen der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin gefolgt werden.

Das gilt zunächst für die Höhe der Marktrisikoprämie, die mit 5,75 % nach Steuern bemessen wurde. Dieser Wert entspricht dem Mittelwert der zum Bewertungsstichtag gültigen Bandbreitenempfehlung des FAUB vom 22.10.2019 von 5,0 % bis 6,5 % nach Steuern. Die Kammer sieht keine triftigen Gründe, die diese Einordnung als fehlerhaft oder unangemessen erscheinen ließen.

Die Kammer folgt der überzeugenden Rechtsprechung des Hanseatischen Oberlandesgerichts, wonach den Empfehlungen des FAUB des IDW in der Praxis der Unternehmensbewertung eine ganz erhebliche Bedeutung zukommt, weil sie die Einschätzung des Berufsstandes der Wirt-

schaftsprüfer wiedergegeben, dessen Angehörigen nahezu stets die Ermittlung von Unternehmenswerten obliegt. Mangels besserer Erkenntnismöglichkeiten ist es daher im Rahmen der Schätzung des Unternehmenswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO grundsätzlich nicht zu beanstanden, wenn im Rahmen einer solchen Bewertung auf den jeweiligen Mittelwert der zum Bewertungsstichtag geltenden Empfehlung des FAUB des IDW zurückgegriffen wird (HansOLG, Beschluss vom 23.09.2021, Az. 13 W 87/19, unter II. 1. d., HansOLG, Beschluss vom 31.03.2022 – 13 W 20/21- unter II. 2. b., vgl. auch OLG Düsseldorf, BeckRS 2020, 31558, Rn. 76 m.w.N.). Andere Verfahren losgelöst von den Empfehlungen des IDW bieten keinerlei bessere Erkenntnismöglichkeiten, geschweige denn eine höhere Richtigkeitsgewähr (HansOLG, a.a.O., Az. 13 W 87/19; HansOLG, Beschluss vom 08.10.2018 - 13 W 20/16, BeckRS 2018,3 2733 Rn. 48).

Die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin haben den Mittelwert der zum Stichtag vom FAUB empfohlenen Nachsteuerbandbreite auch keineswegs blindlings angewendet, sondern haben hierzu weitere Überlegungen zur Einordnung innerhalb der Spanne angestellt. So sah die Bewertungsgutachterin unter Betrachtung historischer Renditen und der Bandbreite impliziter Renditen sogar Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite, beschränkte sich dann aber unter Hinweis auf die Praxis der Unternehmensbewertung in Spruchverfahren auf den Ansatz des Mittelwerts (Bewertungsgutachten, Rn. 509). Die sachverständige Prüferin hat weitere Analysen zur Beurteilung der Marktrisikoprämie angestellt (Prüfungsbericht, Rn. 411 ff.) und ist vor deren Hintergrund zu dem Ergebnis gelangt, dass die Anwendung des Mittelwerts von 5,75 % nach persönlichen Steuern unter Berücksichtigung langfristiger Entwicklungen sowie des aktuellen Kapitalmarktumfelds, des vorherrschenden Zinsniveaus sowie der Kapitalmarkterwartungen der Marktteilnehmer sachgerecht ist (Rn. 427). In ihrer Anhörung haben die sachverständigen Prüfer hierzu weiter ausgeführt und sich mit vorgetragenen Bedenken der Antragsteller auseinandergesetzt (vgl. Protokoll, S. 13 f.). Es haben sich danach keine Anzeichen dafür ergeben, dass die Annahme einer Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern keine geeignete Schätzgrundlage wäre und der Ansatz alternativer Werte zu einer überlegenen Bewertung führen würde.

Keine andere Beurteilung rechtfertigen die von verschiedenen Antragstellern herangezogenen Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in energiewirtschaftlichen Verfahren (BGH, Beschlüsse vom 09.07.2019 - EnVR 52/18 und EnVR 41/18 – und Beschluss vom 03.03.2020 – EnVR 34/18). Wie der BGH in seiner Entscheidung vom 03.03.2020 unter Rn. 21 festgehalten hat, sind die für die Bestimmung einer angemessenen Abfindung in Spruchverfahren geltenden Grundsätze schon deshalb nicht auf die Ermittlung des Wagniszuschlags gemäß § 7 Abs. 5 StromNEV voll

ständig übertragbar, weil diese nicht der Ermittlung eines Unternehmenswerts dient, sondern der Bestimmung eines Faktors, dem ausschlaggebende Bedeutung für die Bestimmung einer den Zielen der §§ 1 und 21 EnWG Rechnung tragenden Vergütung für die Nutzung von Strom- und Gasnetzen zukommt. Die im vorliegenden Spruchverfahren angestellten Erwägungen zur Höhe der Marktrisikoprämie werden durch diese in ganz anderen Regelungszusammenhängen ergangenen Entscheidungen des BGH nicht in Frage gestellt.

Ebenfalls nicht zu beanstanden ist der Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors von 0,5, wie er im Bewertungsgutachten (Rn. 522) und im Prüfungsbericht (Rn. 486) erfolgt ist. Der Betafaktor dient im angewendeten Bewertungsmodell des Tax-CAPM zur Bemessung eines unternehmensindividuellen Risikozuschlags, die rechnerisch in der Weise erfolgt, dass die ermittelte Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor multipliziert wird. Der Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des Unternehmens selbst oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex (IDW S1 2008 Rn. 121).

Im Fall der VTG haben die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin den eigenen Betafaktor der VTG zu Recht als nicht aussagekräftig erachtet und deshalb nicht der Bewertung zugrunde gelegt. Nach dem Delisting der VTG im April 2019 wurden die Aktien der Gesellschaft nur noch im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt, wobei nach der Beurteilung der Bewertungsgutachterin keine ausreichende Liquidität für einen validen unternehmenseigenen Betafaktor gegeben war (Bewertungsgutachten Rn. 511 mit Verweis auf Rn. 615 ff.). Die sachverständige Prüferin hat hierzu umfangreiche Analysen angestellt (Prüfungsbericht Rn. 433 – 460) und dieses Ergebnis bestätigt. In der Tat erscheint der unternehmenseigene Betafaktor vor dem Hintergrund der im Prüfungsbericht angestellten Untersuchung des Aktienkurses, der statistischen Gütekriterien sowie der Liquidität der VTG-Aktien nicht geeignet, um das unternehmensindividuelle Risiko der Gesellschaft zu bemessen (vgl. dazu auch die Ausführungen der sachverständigen Prüfer in ihrer Anhörung, Protokoll S. 15/16).

Die Bewertungsgutachterin hat deshalb zur Ermittlung des Betafaktors zu Recht eine Peergroup von Unternehmen herangezogen, die der VTG vergleichbar sein soll. Wie stets in solchen Fällen wird die Zusammensetzung der Peergroup von vielen Antragstellern kritisiert und eingewandt, dass die einbezogenen Unternehmen aus verschiedenen Gründen nicht dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar seien. Die Kammer vermag jedoch nicht zu erkennen, dass dieser Vorwurf im vorliegenden Fall berechtigt ist. Die sachverständige Prüferin hat aufgrund eigener

Überlegungen eine Peergroup zusammengestellt und das Vorgehen dabei im Einzelnen beschrieben (Prüfungsbericht Rn. 472 ff.). Die dabei angewendeten Kriterien erscheinen sachgerecht. Im Ergebnis hat die sachverständige Prüferin den von der Bewertungsgutachterin ermittelten unverschuldeten Betafaktor mit 0,54 in seiner Größenordnung bestätigt gefunden und den im Rahmen der Berechnung mit 0,5 angesetzten Betafaktor (unverschuldet) als angemessen bezeichnet (Prüfungsbericht Rn. 485 f.). Dem ist zu folgen. Wie die Anhörung der sachverständigen Prüfer und die dabei vorgetragenen Einwendungen der Antragsteller verdeutlicht hat, wird sich kaum jemals Einigkeit darüber erzielen lassen, ob ein in die Peergroup einbezogenes Unternehmen hinreichend vergleichbar ist oder nicht. Durch die Heranziehung mehrerer Unternehmen und die Durchschnittsbildung wird das Problem aber entschärft. Immerhin bedeutet ein Betafaktor von 0,5 - wie er hier angewendet wurde -, dass bei der Berechnung des Risikozuschlags ein individuelles Risiko des zu bewertenden Unternehmens zugrunde gelegt wird, welches nur halb so hoch ist wie das Risiko des Durchschnitts der im maßgeblichen Aktienindex berücksichtigten Unternehmen. Dass das Risiko der VTG für eine angemessene Bewertung noch geringer angesetzt werden müsste, ist nicht ersichtlich.

Nicht zu beanstanden ist schließlich auch der im Rahmen der Ertragswertberechnung vorgenommene Wachstumsabschlag von 1 % vor Steuern bzw. 0.87 % nach Steuern, der in der Phase der Ewigen Rente die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse abbilden soll. Dieser Wert bewegt sich in einer für aktuellere Bewertungsanlässe üblichen Größenordnung (Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht. 10. Aufl., § 305 AktG, Rn. 107; vgl. auch I-ADVISE, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 8. Aufl. [2010-2021], S. 12 – Anlage 3 zur Antragserwiderung vom 24.06.2022).

Die Bewertungsgutachterin hat den Wachstumsabschlag zutreffend nach der für die VTG prognostizierten nachhaltigen Wachstumsrate bemessen, die für die Phase der Ewigen Rente geschätzt wurde. Sie ist hierbei zu dem Ergebnis gekommen, dass insbesondere vor dem Hintergrund der erwarteten Inflation und der Annahme einer gewissen Weitergabe von Preiserhöhungen bei langfristigen Mietverträgen und einer konstanten Bestandsflotte ohne weiteres Mengenwachstum von einer nachhaltigen, branchenspezifischen Wachstumsrate von 1,0 % (vor Steuern) ausgegangen werden könne (Bewertungsgutachten Rn. ~~484~~ 486).

Die sachverständige Prüferin hat diesen Ansatz aufgrund ihrer im Prüfungsbericht unter Rn. 498 – 505 dargestellten Überlegungen als vertretbar angesehen. Sie hat dabei darauf hingewiesen, dass eine vollständige Überwälzbarkeit der aus der Inflation abgeleiteten Preissteigerungen auf

die Kunden der VTG unter Beachtung des Wettbewerbs, der regulatorischen Anforderungen sowie der beschaffungsseitigen Preissteigerungen nicht angenommen werden könne.

Gegen diese Bewertungsannahmen sprechen keine Bedenken. Im Bewertungszeitpunkt wurden für den Euroraum für die Jahre 2021 bis 2026 Inflationsraten von weniger als 2 % prognostiziert; in der Langzeitprognose wurde für Deutschland mit einer Annäherung an die Zielinflationsrate der EZB von 2 % gerechnet (Prüfungsbericht Rn. 497). Dass es der VTG voraussichtlich nicht gelingen wird, inflationsbedingte Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzseite abzuwälzen, sondern nur in einem Umfang, der in etwa bei der Hälfte der prognostizierten langfristigen Inflationsrate liegt, erscheint vor dem Hintergrund der von Gutachterin und Prüferin angestellten Überlegungen als durchaus plausibel. Diese für die VTG angestellte Annahme liegt damit auf der gleichen Linie wie der empirische Befund, dass das Gewinnwachstum der deutschen Unternehmen in der Vergangenheit regelmäßig hinter der Inflationsrate zurückgeblieben ist (vgl. OLG Düsseldorf, BeckRS 2017, 152653, Rn. 32; HansOLG, Beschluss vom 08.10.2018, Az. 13 W 20/16, unter II. 2. e.; HansOLG, Beschluss vom 18.01.2019, Az. 13 W 83/16, unter II. 6.).

bb)

Im Rahmen der vom Gericht vorzunehmenden Schätzung des Unternehmenswerts ist der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin jedoch nicht zu folgen, soweit sie bei der Ertragswertberechnung nicht den zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Basiszinssatz von 0,1 % vor Steuern, sondern den im Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten aktuellen Basiszinssatz von 0,3 % vor Steuern angewandt haben. Diese Abweichung wirkt sich dahin aus, dass sich die angemessene Barabfindung um EUR 14,26 auf EUR 102,37 erhöht.

Die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin haben den zum Bewertungsstichtag abgesunkenen Basiszinssatz zwar durchaus gesehen, in ihren Stichtagserklärungen vom 22.09.2021 (Anlagen 1 und 2 zur Antragserwiderung vom 24.06.2021) aber aus unterschiedlichen Gesichtspunkten keinen Anlass für eine Anpassung des im Bewertungsgutachten errechneten Ertragswerts gesehen.

Die Bewertungsgutachterin hat dies in ihrer Stichtagserklärung damit begründet, dass ein Absinken des risikolosen Basiszinses bei unverändertem Risikozuschlag und unveränderter Zielkapitalrentabilität zu einer höheren Überrendite führe, die im Rahmen des CAPM nur durch ein höheres Risiko der Planungsrechnung realisiert werden könne. Da jedoch langfristig kein Anstieg der Überrendite angenommen werden könne, sei entweder der Betafaktor oder die Marktrisikoprämie

als Bestandteil des Risikozuschlags zur Herstellung der Risikoäquivalenz zu erhöhen. Sowohl bei Zugrundelegung des aktuellen Basiszinsses von 0,1 % und einer Marktrisikoprämie von 6,0 % nach Steuern als auch bei einer weiteren Alternativberechnung mit einem Basiszins von 0,1 %, einer unveränderten Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern und einem Betafaktor von rund 0,53 ergebe sich ein Wert des Eigenkapitals der VTG unterhalb des Werts von EUR 88,11 je VTG-Aktie, der für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung herangezogen worden sei. Dieser Wert sei daher weiterhin angemessen.

Diese Erwägungen sind nicht überzeugend. Sie begründen insbesondere nicht, warum ein Absinken des Basiszinssatzes nicht zu einer höheren Überrendite führen soll, obwohl doch im Berechnungsmodell der Ertragsmethode vorgesehen ist, dass sich der Diskontierungszinssatz aus risikolosem Basiszinssatz und dem Risikozuschlag zusammensetzt. Aus diesem Grunde erscheint die von der Bewertungsgutachterin angestellte Überlegung, ein Absinken des Basiszinssatzes müsse durch eine Erhöhung der Marktrisikoprämie (obwohl sich die Bandbreitenempfehlung des FAUB, auf die zuvor abgestellt worden war, zum Stichtag nicht geändert hatte) oder einen höheren Betafaktor kompensiert werden, als ein Zirkelschluss, der darauf hinausläuft, dass ein einmal gefundenes Ergebnis (Eigenkapitalwert von EUR 88,11 je Aktie) in dem Moment, in dem sich ein Parameter der Berechnung ändert, durch eine Anpassung der übrigen Bewertungsfaktoren gehalten werden soll. Dieses Vorgehen erscheint nicht sachgerecht.

Die sachverständige Prüferin hat in ihrer Stichtagserklärung eine andere Begründung dafür gegeben, dass die Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 trotz Absinken des Basiszinssatzes nicht anzupassen sei. Sie hat darauf abgehoben, dass eine aktualisierte Analyse der Betafaktoren der Peergroup-Unternehmen ergeben habe, dass der unverschuldete Betafaktor im Mittel über den Beobachtungszeitraum von zwei bzw. fünf Jahren bei 0,53 liege. Unter Berücksichtigung des aktuellen Basiszinssatzes von 0,1 % vor Steuern und einem unverschuldeten Betafaktor von 0,53, der angesichts der Kapitalmarktdaten zum Bewertungsstichtag als auch des Ambitionsgrads der Planungsrechnung angemessen sei, ergebe sich ein verminderter Unternehmenswert, so dass die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung von EUR 88,11 weiterhin angemessen sei.

~~Auch diese Überlegung erscheint indes nicht stichhaltig. Zwar ist es methodisch richtig, dass die sachverständige Prüferin bei ihrer Stichtagserklärung in den Blick genommen hat, ob sich neben dem Basiszinssatz andere Bewertungsparameter zwischenzeitlich geändert haben und auf dieser Grundlage beurteilt hat, ob sich in der Gesamtschau ein Anpassungsbedarf ergibt. Hinsichtlich des Betafaktors haben sich aber tatsächlich keine relevanten gegenläufigen Änderungen er-~~

geben, die es rechtfertigen würden, keine neue Bewertung unter Zugrundelegung des gesunkenen Basiszinssatzes vorzunehmen. Denn im Bewertungsgutachten wurde für die Unternehmen der Peergroup bereits eine Bandbreite der unverschuldeten Betafaktoren von 0,50 bis 0,55 ermittelt, wobei sich die Bewertungsgutachterin dafür entschied, in der Bewertung auf das untere Ende der Bandbreite abzustellen und einen Betafaktor von 0,50 anzusetzen (Bewertungsgutachten Rn. 522). Der von der sachverständigen Prüferin zum Bewertungsstichtag ermittelte durchschnittliche unverschuldete Betafaktor von 0,53 stellt vor diesem Hintergrund keinen neuen Umstand dar, sondern liegt in der Mitte der damals schon von der Bewertungsgutachterin festgestellten Bandbreite. Entsprechendes gilt für den Prüfungsbericht, in welchem die sachverständige Prüferin bereits einen Mittelwert der unverschuldeten Betafaktoren der Peergroup-Unternehmen von 0,54 festgestellt hatte (Prüfungsbericht Rn. 485).

Es ist damit festzuhalten, dass es hinsichtlich des Betafaktors keine zum Stichtag eingetretenen Änderungen gegeben hat, die als Erklärung dafür herangezogen werden könnten, dem gesunkenen Basiszinssatz keine Bedeutung im Hinblick auf das Ergebnis beizumessen. Die Methodenehrlichkeit erfordert es, sich an der wohlbegründeten Wahl von Bewertungsansätzen festhalten zu lassen, solange sich die tatsächlichen Verhältnisse nicht ändern bzw. dort, wo sich – wie hier beim Basiszinssatz - tatsächliche Änderungen zum Stichtag ergeben, die Bewertung entsprechend anzupassen. Vor diesem Hintergrund erscheint es nicht überzeugend, wenn an einem einmal ermittelten Ertragswert trotz gesunkenem Basiszinssatz mit der Begründung festgehalten wird, man hätte schon bei der vorhergehenden Bewertung einen höheren Betafaktor nehmen können. Das würde zu einer Beliebigkeit und interessengeleiteten Steuerbarkeit der Ergebnisse führen, die dem Ziel einer möglichst objektiven Unternehmensbewertung nicht dienlich ist.

Vor diesem Hintergrund erscheint es auch nicht gerechtfertigt, sich bei der Berechnung der Auswirkung des von 0,3 % auf 0,1 % gesunkenen Basiszinseszinses auf eine Betrachtung zu beschränken, bei der der zum Bewertungsstichtag gültige Basiszinssatz nur an einzelnen Stellen des Berechnungsmodells berücksichtigt wird und an anderen Stellen mit dem Basiszinssatz im Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten gerechnet wird. Ein solcher Berechnungsansatz wäre es, die Verminderung des Basiszinssatzes auf 0,1% nur beim Kapitalisierungszins, nicht aber bei der Bestimmung des in die Berechnung einfließenden Credit Spread und dem Debt Beta zu berücksichtigen, was nach der Berechnung der sachverständigen Prüferin vom 21.11.2022 zu einem Unternehmenswert von EUR 94,76 je Aktie führen würde. Wenn der Basiszinssatz nach dem von der Bewertungsgutachterin angewendeten Berechnungsmodell zur Berechnung des Ertragswerts bei der Ermittlung des Credit Spreads und des Debt Beta herangezogen wird, erfordert es das Stichtagsprinzip,

dass nicht mit einem historischen Basiszinssatz, sondern mit dem zum Bewertungsstichtag geltenden Basiszinssatz gerechnet wird. Eine solche Berechnung führt nach der zur Akte gereichten Auskunft der sachverständigen Prüferin vom 21.11.2022 zu einem Unternehmenswert der VTG, dem ein Betrag von EUR 102,37 je Aktie entspricht. Dieser Wert ist als anteiliger Unternehmenswert heranzuziehen, der für die Bestimmung der Höhe einer angemessenen Entschädigung maßgebend ist.

b)

Keine höhere Entschädigung als EUR 102,37 je Aktie ergibt sich bei Berücksichtigung des Börsenwerts der VTG-Aktien.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs stellt der Verkehrswert der Aktie eine Untergrenze für die dem Aktionär zustehende Entschädigung dar (BVerfG, NJW 1999, 3769, juris-Rn. 66; BGH, NJW 2001, 2080 Rn. 17). Der Verkehrswert ist regelmäßig identisch mit dem Börsenwert. Eine Unterschreitung des Börsenwerts kommt nur dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.

Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs der nach dem Delisting nur noch im Freihandel an der Börse Hamburg gehandelten VTG-Aktien lag in dem nach der Stollwerck-Entscheidung des BGH (NJW 2010, 2657) maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bei EUR 44,93 (Bewertungsgutachten, Rn. 612) oder EUR 44,92 (Prüfungsbericht Rn. 565). Dieser Wert liegt unterhalb des soeben unter a) bb) ermittelten Unternehmenswerts je Aktie von EUR 102,37, so dass er sich nicht auf die Höhe der angemessenen Abfindung auswirkt. Es bedarf deshalb auch keiner weiteren Betrachtungen dazu, ob der Börsenkurs im konkreten Fall den Verkehrswert widerspiegelt oder nicht.

c)

Die Kammer hat schließlich erwogen, die angemessene Entschädigung anhand des Verkaufserlöses zu bemessen, der durch den am 29.06.2022 geschlossenen Kaufvertrag über 72,5 % der VTG-Aktien erzielt wurde. Diese Überlegungen haben sich am Ende nicht als streitentscheidend erwiesen, weil bei einem solchen Bewertungsansatz der später erzielte Verkaufserlös auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden müsste und sich dann kein höherer Betrag als der Unternehmenswert je Aktie von EUR 102,37 ergibt.

Nach der diese Entscheidung nicht tragenden Einschätzung der Kammer kann es im Einzelfall geboten sein, bei der Bestimmung der angemessenen Entschädigung, die einem vom Mehrheitsaktionär ausgeschlossenen Minderheitsaktionär nach §§ 327a, 327b AktG zu gewähren ist, ein Verkaufsgeschäft zu berücksichtigen, welches kurze Zeit nach seinem Ausschluss vorgenommen wird. Da § 327b Abs. 1 AktG bestimmt, dass die Höhe der Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen muss, muss als Mindestvoraussetzung dafür ein unmittelbarer zeitlicher Zusammenhang zwischen dem Squeeze-out und dem Verkauf vorliegen, weil nur dann angenommen werden kann, dass der sich in dem Verkaufserlös widerspiegelnde Wert bereits zum Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegt war. Im vorliegenden Fall kam eine dafür genügende zeitliche Nähe durchaus in Betracht, wenn berücksichtigt wird, dass der Zeitraum von rund neun Monaten für ein Verkaufsgeschäft dieser Größenordnung recht kurz ist und der Verkaufsprozess ausweislich der Handelsblatt-Meldung vom 29.11.2021 unmittelbar nach der Strukturmaßnahme ins Auge gefasst und innerhalb der damals schon geäußerten Preisvorstellungen abgeschlossen wurde.

Mangels Entscheidungserheblichkeit erübrigen sich jedoch weitere Überlegungen zu den Voraussetzungen, unter denen ein der Strukturmaßnahme in zeitlicher Nähe nachfolgendes Verkaufsgeschäft als ein möglicher Bemessungsmaßstab für eine angemessene Entschädigung herangezogen werden kann. Jedenfalls wäre bei einem solchen Ansatz auch der zeitliche Abstand zwischen dem Bewertungsstichtag (22.09.2021) und dem Tag der Kaufpreiszahlung zu berücksichtigen, indem eine Abzinsung vorgenommen wird. Dieser Abstand betrug im vorliegenden Fall 456 Tage, da die Kaufpreiszahlung erst zum closing am 22.12.2022 erfolgte. Bei einem erzielten (um die Schulden bereinigten) Verkaufspreis von EUR 3.700.000,00 und einem Diskontierungszinssatz von 4,4 % ergibt sich ein Barwert von EUR 3.503.599.528,50 bzw. EUR 102,34 je Aktie, der knapp unterhalb des im Wege der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswerts von EUR 102,37 je Aktie liegt. Er wirkt sich daher auf das Schätzungsergebnis nicht aus.

Bei der Wahl des Zinssatzes, mit dem die Abzinsung vorgenommen wird, ist es sachgerecht, auf das Niveau der Diskontierungszinssätze (ohne Wachstumsabschlag) zurückzugreifen, die bei der Ertragswertberechnung herangezogen wurden. Dieses Niveau liegt ausweislich der nachgezeichneten Berechnung der sachverständigen Prüferin vom 21.11.2022 in der hier zugrunde gelegten Variante, die den gesunkenen Basiszinssatz auch in Bezug auf Credit Spread und Debt Beta berücksichtigt, im Durchschnitt unter Aufrundung auf volle Zehntelprozentpunkte bei 4,4 %.

Demgegenüber wäre es nicht angemessen, die Abzinsung mit einem Zinssatz vorzunehmen, der dem risikolosen Basiszinssatz von 0,1 % entspricht. Ein solches Vorgehen schlagen unter anderem die Antragsteller zu 43) – 45) vor. Sie führen dafür an, dass bei Ansatz des vollen Kapitalisierungszinssatzes laut Prüfungsbericht das Risiko der Verfehlung des von der Antragsgegnerin prognostizierten finanziellen Überschusses und nicht der Kaufpreiszahlung in den Zinssatz einfließe und das Kapitalstrukturrisiko über den verschuldeten Beta-Faktor mit einbezogen werde, obgleich die Antragsgegnerin selbst die von ihr behaupteten Schulden in Höhe von EUR 3,3 Milliarden bereits in Abzug gebracht habe. Diese Argumentation übersieht, dass in dem von den sachverständigen Prüfern angewendeten Bewertungsmodell des (Tax-)CAPM der Kapitalisierungszinssatz ökonomisch die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert (Prüfungsbericht Rn. 386, vgl. auch Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rn. 12.66). Wird für die nach § 287 Abs. 2 ZPO vorzunehmende Schätzung der Abfindung ein erst in der Zukunft zahlbarer Kaufpreis in Betracht gezogen, so ist es nur konsequent, auf einen Abzinsungsfaktor zurückzugreifen, der der Rendite einer Alternativanlage entspricht. Für dieses Vorgehen spricht zudem der Gesichtspunkt einer einheitlichen Berechnungsmethodik. So erfolgt bei der Ertragswertberechnung aus praktischen Gründen die Bewertung regelmäßig auf einen technischen Bewertungsstichtag, der dem Ende des letzten Geschäftsjahrs des zu bewertenden Unternehmens entspricht. Der auf diesen Zeitpunkt ermittelte Unternehmenswert wird sodann in den zum rechtlich maßgeblichen Bewertungsstichtag (Tag der Hauptversammlung) festzustellenden Unternehmenswert überführt, indem der Ertragswert am technischen Bewertungsstichtag mit dem im Rahmen der Ertragswertberechnung verwendeten Kapitalisierungszinssatz aufgezinst wird. So ist es auch hier von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin praktiziert worden. Es würde nicht einleuchten, ein anderes Vorgehen zu wählen, wenn es – wie hier – gleichsam um den umgekehrten Schritt geht, nämlich einen erst in der Zukunft liegenden Bemessungswert in einen Wert zum Bewertungsstichtag umzurechnen.

3.

Die Barabfindung ist gemäß § 327b Abs. 2 AktG mit jährlich 5 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz nach § 247 BGB ab der am 18.11.2021 erfolgten Bekanntmachung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister zu verzinsen.

III.

Die Kostenentscheidung beruht auf §§ 15, 6 Abs. 2 SpruchG.

Die Gerichtskosten hat die Antragsgegnerin zu tragen. Da die Anträge der Antragsteller Erfolg haben, sind keine besonderen Gesichtspunkte der Billigkeit im Sinne von § 15 Abs. 1 SpruchG ersichtlich, die es geboten erscheinen lassen könnten, die Antragsteller ausnahmsweise an den Gerichtskosten zu beteiligen.

Der Antragsgegnerin sind ferner gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG die Kosten der Antragsteller aufzuerlegen, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren. Angesichts des für die Antragsteller erfolgreichen Ausgangs des Verfahrens entspricht dies der Billigkeit.

Die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters hat nach § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG die Antragsgegnerin zu tragen.

IV.

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 EUR 17.519.522,28 (= Erhöhungsbetrag je Aktie EUR 14,26 x 1.228.578 Aktien der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre). Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

V.

Gegen diese Entscheidung ist nach § 12 SpruchG das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben. Sie ist binnen eines Monats nach Zustellung dieses Beschlusses beim Landgericht Hamburg, Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg, durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen. Die Beschwerde ist nur zulässig, soweit der Wert des Beschwerdegegenstands € 600,00 übersteigt.