

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 1 HK O 8584/13



In dem Rechtsstreit

wegen Spruchverfahren

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht die Handelsrichterin und den Handelsrichter am 05.03.2020 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge der Antragsteller auf Erhöhung der auf der Hauptversammlung der hotel.de AG vom 30.08.2013 festgesetzten Barabfindung für die auf Verlangen der Antragsgegnerin beschlossene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin werden abgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten sowie die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre.
- III. Die Antragsteller tragen ihre Kosten selbst.
- IV. Die Vergütung der gemeinsamen Vertreterin der außenstehenden Aktionäre wird auf € 5.426,40 incl. der gesetzlichen Mehrwertsteuer festgesetzt.
- V. Der Geschäftswert wird auf € 200.000 festgesetzt.
- VI. Die gesetzlichen Vertreter der Antragsgegnerin haben die Entscheidung im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu machen.

Gründe:

Die Antragsteller waren Minderheitsaktionäre der hotel.de AG. Die Hauptversammlung der Hotel.de AG hat am 19.12.2012 (Stichtag) auf Verlangen der Antragsgegnerin beschlossen, die Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen. Die Antragsteller sind der Ansicht, die dabei festgelegte Barabfindung in Höhe von € 28,75 je Aktie sei unangemessen niedrig. Sie begehren im vorliegenden Spruchverfahren die gerichtliche Bestimmung einer höheren Barabfindung.

Die Anträge sind zulässig, aber unbegründet. Die den außenstehenden Aktionären zustehende Barabfindung ist nämlich nicht zu erhöhen. Deren Anträge waren daher abzuweisen.

A.

I. Die beteiligten Unternehmen stellen sich wie folgt dar:

1. Die hotel.de AG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, hat ihren Sitz in Nürnberg und ist unter HRB 22864 im Register des Amtsgerichtes Nürnberg eingetragen. Der satzungsmäßige Gegenstand des Unternehmens ist die Vermarktung von Hotel- und Reisedienstleistungen jeglicher Art, insbesondere über elektronische Medien und Printmedien, die Erbringung diesbezüglicher Beratungs- und sonstiger, auch EDV-Dienstleistungen sowie der Handel mit entsprechender (EDV-) Hard- und Software. Das Geschäftsjahr der hotel.de AG entspricht dem Kalenderjahr. Ihr Grundkapital betrug zum Stichtag € 3.750.000,00 und war in 3.750.000 nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von je € 1 pro Aktie eingeteilt. Von diesen Aktien hielt zum Stichtag die Antragsgegnerin unmittelbar 3.570.183 Stückaktien. Dies entspricht einem Anteil von 95,20 % am Grundkapital. Der Rest der Aktien war in Streubesitz. Eigene Aktien werden von der Hotel.de AG zum Prüfungszeitpunkt nicht gehalten. Diese ist seit 02.01.2012 börsennotiert. Die Aktien wurden bis zum Widerruf der Zulassung zum Regulierten Markt Ende 2011 im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt.

2. Die hotel.de-Gruppe besteht aus der hotel.de AG als Konzernobergesellschaft sowie aus sieben weiteren Konzerngesellschaften. Im Einzelnen handelt es sich dabei um die hotel.info reservas hoteleiras Ltda mit Sitz in Sao Paulo, Brasilien, an der die hotel.de AG zu 99,99 % unmittelbar beteiligt, ist sowie sechs weitere Gesellschaften mit einer Beteiligung von jeweils 100%:

- hotel.info hotel booking Ltd. mit Sitz in Witney, Oxfordshire, Vereinigtes Königreich
- hotel.info France S.A.R.L. mit Sitz in Paris, Frankreich
- hotel.info reservatas hoteleras S.L. mit Sitz in Barcelona, Spanien
- hotel.info Italia S. r. l. mit Sitz in Rom, Italien
- hotel.info HI GmbH mit Sitz in Nürnberg, Deutschland
- hotel.info PTE. Ltd. mit Sitz in Singapur (derzeit in Abwicklung)

Die Tochtergesellschaften der hotel.de AG erzielten zum 31.12.2012 folgende Jahresergebnisse:

- | | |
|---|----------|
| • hotel.info hotel booking Ltd.: | 6.000 € |
| • hotel.info France S.A.R.L.: | 12.000 € |
| • hotel.info reservatas hoteleras S.L.: | 10.000 € |
| • hotel.info Italia S. r. l.: | -3.000 € |
| • hotel.info HI GmbH: | 4.000 € |
| • hotel.info PTE. Ltd.: | 15000 € |
| • hotel.info reservas hoteleras Ltda: | -60.000 |

Das Ergebnis der hotel.de AG war zuletzt bestimmt durch den Umsatz im Inland. Der Auslandsanteil am Umsatz für das erste Quartal 2013 ging aufgrund der angespannten wirtschaftlichen Lage in einigen der Auslandsmärkte auf 34,6% zurück. Der Konzernabschluss der hotel.de AG weist zum 31.12.2012 eine Bilanzsumme von € 30,62 € und für das Jahr 2011 Umsatzerlöse von T€ 45.530 aus. Im Unternehmen wurden zum Stichtag 31.03.2013 insgesamt 466 Mitarbeiter beschäftigt.

3. Die Antragsgegnerin ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht. Ihr satzungsmäßiger Sitz ist Köln, wo sie auch im dortigen Amtsgericht unter der HRB 6099 in das Handelsregister eingetragen ist. Sie betreibt ein elektronisches Hotel-Reservierungssystem für Geschäfts- und Privatreisende auf Basis einer Datenbank von weltweit über 250.000 Hotels in allen Preiskategorien. Im Ausland verfügt sie über

Standorte in China, Frankreich, im Vereinigten Königreich, Italien, Polen, Russland, Griechenland, Singapur und in der Türkei. Sie und ihre Tochtergesellschaften beschäftigten zum 31.12.2012 insgesamt 776 Arbeitnehmer, von denen 439 Mitarbeiter unmittelbar bei der Antragsgegnerin beschäftigt waren. Das Grundkapital der Antragsgegnerin beträgt inzwischen € 100.000 und besteht aus einem Geschäftsanteil, der von _____ Gründer und Alleingesellschafter der Antragsgegnerin, gehalten wird. Die Antragsgegnerin ist Konzernobergesellschaft verschiedener weiterer Gesellschaften, an denen sie unmittelbar oder mittelbar beteiligt ist. Ende des Geschäftsjahres 2012 beschäftigte sie weltweit 776 Mitarbeiter, davon 439 in Köln.

II. Die streitgegenständliche Strukturmaßnahme wurde wie folgt getroffen:

1. Auf förmliches Verlangensschreiben gem. § 327a AktG der Antragsgegnerin vom 23.05.2013 hin beschloss die Hauptversammlung der Hotel.de AG am 30.08.2013 den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung gem. §§ 327a ff AktG. Der Hauptversammlungsbeschluss wurde am 22.10.2013 in das Register des Amtsgerichtes Bayreuth eingetragen.
2. Der Hauptversammlung berichtete ein Übertragungsbericht der Antragsgegnerin vom 22.07.2013, in dem die angemessene Barabfindung gem. § 327a Abs.1 AktG auf € 28,75 / Aktie festgelegt wurde. Dies geschah auf Grundlage einer gutachtlichen Stellungnahme der _____ vom 12.07.2013. Darin kommt die Gutachterin zu dem Ergebnis, dass maßgeblich für die Höhe der angemessenen Barabfindung der nach Umsatz gewichtete 3-Monats-Durchschnittskurs des Unternehmens der Hotel.de AG ist, was auf die Gesamtzahl der Aktien bezogen einen Wert je Aktie von € 28,75 ergibt. Dieser Wert liegt über dem Ertragswert und war deshalb der Bemessung der Barabfindung zugrunde zu legen. Diesen Ertragswert hatte die Gutachterin unter Anwendung der „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1“ auch bezogen auf den jeweiligen Ertragswert der Gesellschaften, verstanden als Barwert der zukünftigen Nettozuflüsse an die Anteilseigner ermittelt.

Im Einzelnen ging die Gutachterin wie folgt vor:

- a) Zunächst grenzte sie das Bewertungsobjekt ab. Bei diesem handelt es sich um die hotel.de AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften. Grundlage der Ertragswertermittlung ist deren Planungsrechnung. Als Sonderwert

berücksichtigte die Gutachterin lediglich bei der hotel.de AG liquide Mittel, Wertpapiere des Umlaufvermögens und Finanzanlagen als nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Stichtag der Bewertung der Gutachterin ist der 30.08.2013 als der zur Zeit der Begutachtung erwartete Termin der beschlussfassenden Hauptversammlung. Dabei wurde als technischer Bewertungsstichtag der 31.12.2012 zugrunde gelegt und der zu diesem Tag ermittelte Unternehmenswert auf den 30.08.2013 aufgezinnt.

- b) Schließlich arbeitet die Gutachterin das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung heraus: Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse. Ausgangspunkt der Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, deren Zweck darin besteht, die wesentlichen Ursachen für die Höhe und die Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum herauszuarbeiten. Um die wesentlichen und wirksamen Erfolgsfaktoren herauszubilden, bereinigte die Gutachterin die Jahresergebnisse des historischen Betrachtungszeitraums um die wesentlichen außergewöhnlichen, periodenfremden und einmaligen Erträge und Aufwendungen. Die Vergangenheitsanalyse erfolgte dabei auf Grundlage der Jahresabschlüsse der Jahre 2010 bis 2012 für die hotel.de AG und deren Tochtergesellschaften. Die Zukunftserfolge leitete die Gutachterin aus der für die hotel.de AG erstellte Mittelfristplanung für die Jahre 2013 bis 2016 ab, die in eine nachhaltige Ergebnisprognose mündet.

Insoweit ging die Gutachterin dabei von folgenden Jahresergebnissen in T€ aus, wobei die Zahlen für das Jahr 2012 das Jahresergebnis vor Ergebnisabführung darstellen:

hotel.de Jahresergebnisse in TEUR	FY2010 Ist	FY2011 Ist	FY2012 Ist
hotel.de AG	1.784	1.074	994
hotel.info booking Ltd.	2	4	6
hotel.info France S.A.R.L.	14	12	12
hotel.info reservas hoteleras S.L.	4	6	10
hotel.info Italia S. r. L.	-1	-2	-3
hotel.info HI GmbH	4	1	4
hotel.info PTE. Ltd.	-	8	15

Hotel.info reservas hoteleras Ltda.	-	-	-60
--	---	---	-----

Der Ergebnisbetrag der Tochtergesellschaften in den Jahren 2010 bis 2012 war für die Gutachterin von untergeordneter Bedeutung. Dementsprechend konzentrierte sie sich hinsichtlich der Vergangenheitsanalyse ausschließlich auf die hotel.de AG.

Im Rahmen dieser Analyse bereinigte sie die Zahlen der Ertragslage der Jahre 2010 bis 2012 um einmalige und nicht betrieblich bedingte Aufwendungen und Erträge. Ferner nahm sie einige Umgliederungen zur Verbesserung der analytischen Aussagekraft und Vergleichbarkeit der Zahlen vor, um die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Gesellschaft präziser abzubilden. Eingestellt in die Analyse wurden insbesondere folgende Umstände:

- Bereinigung um in den Jahresabschlüssen enthaltene ertragswirksame Auflösungen von Rückstellungen
- Eingetretener und von einer Versicherung regulierter Betrugsschaden in 2010 bei Erträgen und dem damit korrespondierenden Aufwand
- Gewinne und Verluste aus dem Abgang von Sach- und Finanzanlagevermögen
- Währungskursdifferenzen
- Abfindungszahlungen aufgrund deren einmaligen Charakters
- Rechtsberatungskosten im Zusammenhang mit der Übernahme der Gesellschaft

Die bereinigte Ertragslage stellt sich damit wie folgt dar:

hotel.de AG GuV inkl. Bereinigungen TEUR	FY2010		FY2011		FY2012	
	bereinigt	in % UE	bereinigt	in % UE	bereinigt	in % UE
Umsatzerlöse	36.172	100,0	41.024	100,0	45.530	100,0
Sonstige betriebliche Erträge	903	2,5	1.055	2,6	442	1,0
Personalaufwand	-13.539	-37,4	-16.159	-39,4	-17.451	-38,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20.986	-58,0	-24.953	-60,8	-26.778	-58,8
EBITDA	2.550	7,0	967	2,4	1.743	3,8
Abschreibungen	-861	-2,4	-960	-2,3	-1.028	-2,3
EBIT (bereinigt)	1.689	4,7	7	0,0	714	1,6
Bereinigungen	340	0,9	1.176	2,9	-214	-0,5
EBIT (berichtet lt. JA)	2.028	5,6	1.183	2,9	500	1,1
Erträge aus Wertpapieren und Ausleihungen	509	1,4	449	1,1	547	1,2
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	90	0,2	79	0,2	50	0,1
Abschreib. auf Finanzanl. und Wertpapiere	0	0,0	-65	-0,2	0	0,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-13	0,0	-35	-0,1	-12	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2.614	7,2	1.610	3,9	1.086	2,4
Außerordentliches Ergebnis	0	0,0	0	0,0	0	0,0
EBT	2.614	7,2	1.610	3,9	1.086	2,4
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-830	-2,3	-536	-1,3	-91	-0,2
Aufwand aus Ergebnisabführung					-994	-2,2
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1.784	4,9	1.074	2,6	0	0,0

Quelle: Unternehmensinformation; Analyse

Vor diesem Hintergrund errechnete die Gutachterin über den historischen Zeitraum 2010 bis 2012 ein durchschnittliches Wachstum der Umsatzerlöse von 12,2% pro Jahr. Sie stellte in ihre Betrachtungen auch die sonstigen betrieblichen Erträge der Gesellschaft sowie die Entwicklung des Personalaufwandes und der Mitarbeiterzahlen ein. Die Gutachterin stellte eine im Verhältnis zur Entwicklung des Gesamtumsatzes überproportionale Steigerung der Personalaufwendungen fest und erklärt diese mit dem von der Gesellschaft verfolgten Expansionskurs. Unter Berücksichtigung der sonstigen Aufwendungen sah die Gutachterin eine schwankende Entwicklung des EBITs und errechnete schließlich folgende Werte:

Für 2010: TEUR 1.689

Für 2011: TEUR 7

Für 2012: TEUR 714

Auch die Vermögenslage analysierte die Gutachterin. Sie stellte zuletzt einen Anstieg des Anlagevermögens um TEUR 2.950 von TEUR 13.054 auf TEUR 16.004 fest. Dieser ist darin begründet, dass die Gesellschaft angesichts der geringen Verzinsung auf dem Tagesgeldkonto liquide Mittel in Anleihen von Unternehmen höchster Bonität investiert hat. Zudem hält nach den Feststellungen der Gutachterin die Gesellschaft einen hohen Bestand an Finanzanlagen, der zum 31.12.2012 TEUR 13.471 betrug. Dabei verfügt die Gesellschaft über ein sehr geringes Maß an Verbindlichkeiten

gegenüber Kreditinstituten. Ihr operatives Geschäft finanziert sie nämlich fast ausschließlich durch Eigenmittel.

- c) Aus diesen Planzahlen der Konzerngesellschaften vollzog die Gutachterin die Planung der Hotel.de AG nach und untersuchte den Prozess, die Datengrundlage und die Treue der Planung. Auffallend war insoweit ein eher niedriger Grad der Planungstreue. Deren Analyse erfolgte zunächst auf Grundlage der jeweiligen Budgetplanungen für die Jahre 2010 bis 2012. Für alle drei Planjahre verzeichnete die Gutachterin deutliche Planverfehlungen. Diese betragen – bezogen auf das EBIT – im Planjahr 2010 -16,7%, im Planjahr 2011 -56,4% und für das Planjahr 2012 -77,9 % und dokumentieren einer immer deutlicher werdende Verfehlung der angestrebten Werte. Aber auch die Planungstreue der Mittelfristplanung wurde analysiert. Grundlage waren insoweit die Mittelfristplanungen aus den Jahren 2009 bis 2011 für die Geschäftsjahre 2011 und 2012. Dabei fiel auf, dass sich die Mittelfristplanungen der Gesellschaft mit einem Vorlauf von zwei Jahren stark am Vertrieb orientierten. Zeichnete sich eine schlechtere Performance ab, kam es in der Regel zu Anpassungen bei dem Umsatzerlösen und den Aufwandspositionen. Insgesamt konstatiert die Gutachterin zusammenfassend, dass die Analyse des Plan-Ist-Vergleichs bezogen sowohl auf die Budget- als auch auf die Mittelfristplanung für eine grundsätzlich ambitionierte Planungshaltung der Gesellschaft in der Vergangenheit spricht. Weiter stellte die Gutachterin einen Vergleich der Mittelfristplanung der Gesellschaft für die Jahre 2012 bis 2018 mit der für die Jahre 2013 bis 2019 an. Zurückgreifen konnte sie dabei auf eine ein Jahr zuvor durchgeführte Unternehmensbewertung, die im Rahmen des Abschlusses des Ergebnisabführungsvertrages zwischen und der Gesellschaft. Dazu berücksichtigte sie die geplanten Ergebnisse von und der Gesellschaft zur Bestimmung der angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG bzw. des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG. Damit standen der Gutachterin letztlich zwei leicht zeitversetzte Mittelfristplanungen und damit eine breite Basis zur Prüfung der Planungstreue zur Verfügung. Als wesentliche Unterschiede in beiden Planungen arbeitete die Gutachterin folgende Merkmale heraus: Reduktion des angenommenen Kundenwachstums, Berücksichtigung der verfolgten Wachstumsstrategie durch große Wettbewerber (booking.com), wachsender Marktanteil der Metasearcher und Preisvergleichsrechner, von denen zwei durch Wettbewerber der Gesellschaft übernommen wurde (Trivago durch Expedia, Kayak durch Priceline), die Gründung zahlreicher Nischenanbieter im Bereich der Last-Minute-Buchungen und insgesamt steigende Marketingkosten. Zudem berücksichtigte sie die erfolgte Fortentwicklung

der Unternehmensstrategie und der Abstimmung innerhalb der -Gruppe: und die Gesellschaft entschieden sich dafür, einzelne Teilmärkte jeweils dem anderen Partner zu überlassen und sich in der Markterschließung in Bezug auf die Hotelaquise zu fokussieren. Umgesetzt wurde diese Entscheidung bereits in Südamerika und Ostasien. In seiner Planung ging der Vorstand der Gesellschaft davon aus, dass durch diese Aufteilung auch bei einem Umsatzniveau von ca. 75 Mio €, der für das Jahr 2019 geplant war, die unverändert als nachhaltig erachtete EBITDA-Marge von etwa 10 % zu erreichen ist. Die Annahme des Margenniveaus basierte dabei auf der Annahme, dass die auf dem Umsatzniveau erreichbaren Skaleneffekte im Marketing-, Personal- und Sachkostenbereich bereits vollständig realisiert sind.

- d) Die Gutachterin vollzog die tatsächlich erzielten Synergieeffekte nach. Danach konnte bereits im Jahr 2012 ein Teil des geplanten Synergiepotentials tatsächlich umgesetzt werden. Niedergeschlagen hat sich dieses insbesondere durch den Abschluss zweier Kooperationsverträge, mit denen zum einen die gemeinsame Nutzung des sog. Contents, d. h. der buchbaren Hotels in der Gruppe und zum anderen eine Zusammenarbeit beim Einkauf, vor allem bei der Gewinnung und Verhandlung von Provisionssätzen bei Hotelketten. Der damit erreichte Zusammenschluss in der Hotelaquise und das gemeinsame Buchungsvolumen bewirkten, dass nun grundsätzlich die Provision auf den Übernachtungspreis einschließlich Frühstück berechnet wird. Dieser Effekt ist nach den Feststellungen der Gutachterin als zusätzlicher Deckungsbeitrag in die aktuelle Planung eingeflossen.
- e) Auf der so gewonnenen Tatsachengrundlage vollzog die Gutachterin daraufhin die Planung der Gesellschaft und die Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse nach. Grundlage ihrer Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft der zu bewertenden Gesellschaft einschließlich deren Tochtergesellschaften war die vorbeschriebene Analyse der Vergangenheitsdaten der Jahre 2010 bis 2012. Analysiert hat sie daran anknüpfend die Mittelfristplanung der Jahre 2013 bis 2016, die der Vorstand der Gesellschaft auf eine nachhaltige Ergebnisprognose übergeleitet hat. Diese Überleitung spiegelt die Planung der Jahre 2017 bis 2019 wider. Dabei schied die Gutachterin nachvollziehbar das Planjahr 2016 aus der weiteren Betrachtung aus; denn insoweit stellen das Wachstum hinsichtlich der Internationalisierung und Expansion der Gesellschaft sowie die erst später prognostizierten Skaleneffekte im Marketing- und Personalbereich Sondereffekte dar, die eine Einbeziehung des Jahres

2016 in die Analyse der Planung kontraindizieren. Um die Auswirkungen der Maßnahmen der Jahre 2013 bis 2016 adäquat fortzuentwickeln, wurde der Planungshorizont um die Jahre bis 2019 verlängert. Die Prüferin übernahm die von der Gesellschaft erstellte Planungsrechnung der Jahre 2013 bis 2019 weitgehend. Sie machte jedoch Ausnahmen für aus ihrer Sicht bewertungstechnisch notwendige Anpassungen: Teile der liquiden Mittel, die verzinslichen Wertpapiere des Umlaufvermögens sowie Teile der Finanzanlagen stellten sich der Gutachterin als nicht betriebsnotwendig dar und wurden deshalb gesondert bewertet. Folglich war das prognostizierte Zinsergebnis anzupassen. Unterstellt wurde ferner eine teilweise Ausschüttung der jeweiligen Jahresergebnisse. Dies bedingte die Erforderlichkeit einer Neuberechnung der Ertragsteuern auf Basis eines durchschnittlichen Steuersatzes von 31,62%, bezogen auf die steuerliche Bemessungsgrundlage. Insoweit vermochte die Gutachterin keine für die Ertragswertermittlung wesentlichen Unterschiede zwischen der steuerlichen Bemessungsgrundlage und dem handelsrechtlichen Vorsteuerergebnis zu identifizieren. Dementsprechend setzte sie vereinfachend die Ertragsteuer auf Basis des prognostizierten handelsrechtlichen Vorsteuerergebnisses an.

- f) Somit stellt sich die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre 2013 bis 2019 sowie für das der ewigen Rente zu Grunde liegende nachhaltige Jahr 2020ff. wie folgt dar:

hotel.de AG	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV*
TEUR											
Umsatzerlöse	36.172	41.024	45.530	49.472	53.660	57.695	61.497	65.447	69.489	73.513	74.618
Sonstige betriebliche Erträge	903	1.055	442	510	600	600	600	600	600	600	606
Personalaufwand	-13.539	-16.159	-17.451	-18.625	-18.625	-18.625	-18.625	-18.625	-18.625	-18.625	-18.811
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20.986	-24.953	-26.778	-28.871	-32.477	-35.817	-39.105	-42.208	-45.141	-47.814	-48.292
EBITDA	2.550	968	1.743	2.486	3.158	3.853	4.367	5.214	6.323	7.675	8.121
EBITDA-Marge	7,0%	2,4%	3,8%	5,0%	5,9%	6,7%	7,1%	8,0%	9,1%	10,4%	10,9%
Abschreibungen	-861	-960	-1.028	-914	-1.044	-1.112	-1.184	-1.258	-1.320	-1.375	-1.487
EBIT	1.689	7	714	1.572	2.114	2.742	3.183	3.956	5.002	6.300	6.634
EBIT-Marge	4,7%	0,0%	1,6%	3,2%	3,9%	4,8%	5,2%	6,0%	7,2%	8,6%	8,9%
Bereinigungen	340	1.176	-214								
EBIT (Jahresabschluss)	2.028	1.183	500	1.572	2.114	2.742	3.183	3.956	5.002	6.300	6.634
Finanzergebnis	586	427	584	63	26	11	12	12	13	14	13
EBT	2.614	1.610	1.085	1.635	2.140	2.753	3.194	3.968	5.015	6.314	6.647
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-830	-536	-91	-517	-677	-870	-1.010	-1.255	-1.586	-1.996	-2.102
Aufwand aus Ergebnisabführung			-994								
Jahresüberschuss	1.784	1.074	0	1.118	1.463	1.882	2.184	2.713	3.429	4.317	4.545

*Terminal Value

Quelle: Unternehmensinformationen; Analyse

- aa) Die Ableitung der Umsatzerlöse erfolgte stufenweise. Die Planungssystematik ermittelt zuerst das Brutto-Buchungsvolumen anhand der Anzahl der (Neu- und Bestands-)Kunden und deren jeweiligen Buchungsvolumens. Dabei gilt der Neukunde im Folgemonat seiner Registrierung als Bestandskunde.

Sodann werden Abschläge vorgenommen für Stornierungen vor Anreise, die zeitliche Differenz zwischen Buchung und Anreise und für das nicht provisionsfähige Buchungsvolumen bei Großkunden. Zwischenergebnis ist das provisionsfähige Netto-Abreisevolumen. Dieses wird multipliziert mit dem durchschnittlichen Provisionssatz, von dem dann Erlösschmälerungen abgezogen werden. Ergebnis ist der Netto-Provisionserlös.

- bb) Die Gutachterin vollzog dabei die in der Planung der Gesellschaft avisierten Wachstumsraten – so ging der Vorstand für das Jahr 2013 von einem monatlichen Neukundenzuwachs von 69.000 – vor dem Hintergrund der davor tatsächlich erzielten Wachstumsraten für realisierbar. Dabei attestierte die Gutachterin der Gesellschaft, dass sie durch verstärkte Akquise von Hotels ihr Angebot verbreitern konnte, wozu auch die Internationalisierungsstrategie ihren Beitrag leistete. Gleichwohl stellte sie angesichts eines Rückgangs der Wiederholungsbuchungsquote eine Abweichung von der Prognose für das Jahr 2012 fest. Die Erklärung findet sie in dem Umstand, dass die Kunden vermehrt Preisvergleichsportale nutzten und sich kaum an einen Anbieter banden. Vor dem Hintergrund der so gleichwohl erzielten Wachstumsraten erachtete sie daher die Entwicklung der Wiederholungsbuchungsquote und die prognostizierte Wachstumsrate von etwa 5% pro Jahr für realistisch.
- cc) Plausibel war für die Gutachterin auch die Planung des Buchungsvolumens je Kundengruppe. Die Gesellschaft differenziert insbesondere nach nationalen und internationalen Neu- und Bestandskunden sowie nach privaten und Geschäftskunden. Die Entwicklung des durchschnittlichen Buchungsvolumens ist dabei von der stark vorangetriebenen Internationalisierung geprägt: Ausländische Bestands- und Neukunden führen zu einem deutlich höheren Buchungsvolumen als deutsche. Dies betrifft den Preis je Übernachtung und die Zahl der Übernachtungen.
- dd) Schließlich vollzog die Gutachterin auch die Ableitung des Netto-Buchungsvolumens und die Höhe der vorgenommenen Abschläge und erachtete die Vorgehensweise der Gesellschaft für plausibel. Die Berechnung des provisionsfähigen Netto-Abreisevolumens wurde danach unter Berücksichtigung eines auf aktuellen Erfahrungswerten beruhenden Stornierungsniveaus von ca. 22,9 % für fristgerechte Stornierungen sowie eines Abschlags für die zeitliche Differenz zwischen der Reservierung und der

tatsächlichen Abreise des Kunden. Diese betrug im Jahr 2012 im Durchschnitt 32 Tage. Diesen Wert legte der Vorstand der Gesellschaft für seine weitere Planung als Konstante zugrunde. Der Abschlag trägt dem Umstand Rechnung, dass die Herleitung der bisherigen Parameter der Planung auf das Datum der Reservierung abstellt und sich der tatsächliche Umsatz erst am Tag der Abreise realisiert und feststeht. Die Höhe des Abschlags wurde konstant auf 21,6% des Buchungsvolumens in der Planung festgesetzt.

- ee) Den Brutto-Provisionserlös ermittelte die Gesellschaft dann anhand des durchschnittlichen Provisionssatzes. Dieser konnte in der Vergangenheit kontinuierlich gesteigert werden und wird aus einem Mix aus sehr unterschiedlichen Vertragstypen mit unterschiedlichen Hotels gebildet. Die Gesellschaft ging dabei in ihrer Planung davon aus, einen durchschnittlichen Provisionssatz von bis zu 14,0 % erzielen zu können. Diese Erwartung hält die Gutachterin im Wesentlichen für realistisch, geht jedoch von einem Wert aus, der knapp unter 14 % liegt. Für diese Einschätzung herangezogen wurde der Durchschnittssatz der Provisionen von insgesamt 13 betrachteten Buchungsportalen, der bei 14,9 % Provision liegt. Dass die Gutachterin – mit dem Vorstand der Gesellschaft einen deutlich niedrigeren Provisionssatz annimmt, liegt an folgenden Umständen: Die AGB der Gesellschaft weisen 15% als Standardprovision aus. Dieser Wert lässt sich indes allein schon deshalb nicht erreichen, weil mit größeren Hotelketten aufgrund deren Marktmacht sich eine derartige Provision nicht vereinbart werden kann. Die Gutachterin hält auch die vom Vorstand der Gesellschaft angesetzten Erlösschmälerungen von 7 % für plausibel. Diese resultieren aus späten Stornierungen oder Buchungen, zu denen der Kunde nicht erscheint. In beiden Fällen bekommt die Gesellschaft keine Provision. Zudem kann sich die tatsächliche Aufenthaltsdauer von der ursprünglich gebuchten unterscheiden. Insgesamt addieren sich diese Effekte auf 7% Schmälerung auf, was dem Niveau der Jahre 2010 bis 2012 entspricht.
- ff) Auch hinsichtlich der Planung der übrigen Umsatzerlöse erachtet die Gutachterin die Planung der Gesellschaft für schlüssig. Neben den Provisionen aus der Vermittlung von Hotelübernachtungen erzielt die Gesellschaft Erlöse aus Buchungen im Tagungsbereich und Werbeerlöse sowie Eintragungsgebühren für das Einstellen von Weblinks von Hotels. Insoweit erkennt die Gutachterin Schwierigkeiten für die Abgabe einer validen

Prognose und geht – mit dem Vorstand der Gesellschaft – ab den Jahren 2013/2014 von moderat steigenden Erlösen aus.

- gg) Weiter leitete die Gutachterin die sonstigen Erträge und Aufwendungen ab und hielt auch hier die Planung der Gesellschaft für plausibel. Sonstige Erträge entstehen der Gesellschaft nur aus der Überzahlung von Kunden. Insoweit geht die Planung von einem konstanten Niveau aus. Beleg für die Stimmigkeit der Planung der Gesellschaft auch insoweit ist der Umstand, dass sich dieser Trend aus der Entwicklung der Überzahlungen in den Jahren 2010 bis 2012 ablesen lässt. Hinsichtlich der Aufwendungen für das Personal basiert die Planung nach Feststellung der Gutachterin auf einer detaillierten Kopfplanung je Fachbereich, wobei durchgängig jährliche Steigerungsraten der Gehälter angenommen wurden. Diese sind je nach Abteilung mit Werten zwischen 3% - 6 % angesetzt, betreffen allerdings nur das Inland. Für den Auslandsbereich liegt ein mehrjähriger, detaillierter Plan nicht vor. Vielmehr wurden Gesamtbudgets für die bereits bestehenden Tochtergesellschaften erstellt. Die Gutachterin analysierte zunächst den bisherigen Anteil der Personalkosten an den Gesamtkosten der Gesellschaft und ermittelte für das geplante Auslandsbudget für die Jahre 2013 bis 2016, dass Sach- und Personalaufwand jeweils 50% des Budgets ausmachen. Als zentrale Annahme für den Personalbereich in der der Planung der Gesellschaft ermittelte die Gutachterin die Umsetzung der strategischen Vorgabe, dass bei dem unterstellten Umsatzwachstum das Gesamtvolumen an Personalaufwand im Zeitablauf auf dem Volumen des Jahres 2013 eingefroren werden soll. Dabei wurde bei durchschnittlich jährlichen Gehaltszuwächsen konsequent eine Reduktion der Gesamtzahl der Beschäftigten bei der Gesellschaft angenommen. Die Gutachterin stellt hinsichtlich des Personalaufwands im Vergleich zu den ansteigenden Umsatzerlösen eine unterproportionale Entwicklung fest. So sinkt die geplante Personalaufwandsquote von 42,5% im Jahr 2011 auf 36,9 % im Jahr 2016. Diese geplante degressive Entwicklung des Personalaufwands im Verhältnis zum Umsatz erachtet die Gutachterin insgesamt für plausibel.
- hh) Zu den sonstigen geplanten Aufwendungen stellt sie im Wesentlichen vier Bereiche fest, in denen die Gesellschaft Kosten hat: Marketing, IT-Ausstattung, Internationalisierung und übrige Aufwendungen. Während der IT-Bereich in den (Plan-)jahren 2010 bis 2016 weitgehend auf gleichem Niveau

bleibt, fällt auf, dass sich der Aufwand für Marketing fast verdoppelt und der für die Internationalisierung mehr als vervierfacht. Im Verhältnis zum Umsatz stellt die Gutachterin zutreffend fest, dass die prognostizierten Aufwendungen für die IT unterproportional zum Umsatzwachstum steigen. Dieser Umstand ist für sie Beleg der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells; denn es ist nachvollziehbar, dass nur die bestehende Ausstattung erhalten werden muss und sich die Investitionen in die Erweiterung des Speicherplatzes und andere Hardware in Grenzen halten kann. Nachvollziehbar ist auch die Erwartung von sinkenden Kosten für die Speicherung von Daten angesichts der sich derzeit vollziehenden zunehmenden Virtualisierung der Speichermedien. Für die Gutachterin spiegelt ferner der Bereich der Internationalisierung einerseits die Erweiterung der bisherigen Auslandsgesellschaften und die Gründung weiterer Tochtergesellschaften und andererseits der strategische Rückzug aus Asien wider. Dabei stellte die Gutachterin einen starken, mit der strategischen Ausrichtung und dem Aufbau des Auslandsgeschäfts einhergehenden Anstieg der Aufwendungen in der Planung der Gesellschaft fest. Auch aus ihrer Sicht nachvollziehbar ist dieser Anstieg begründet mit dem Ausbau der Niederlassung in Brasilien im Jahr 2012 sowie weitere Neugründungen im Zusammenhang mit der Erschließung des südamerikanischen Marktes, wobei die Kosten einer Neugründung auf 400.000 bis 500.000 € beziffert werden. Zu den übrigen in die Planung eingestellten Aufwendungen, die sich bis 2016 um etwa 70% erhöhen sollten, gehören u. a. die im handelsrechtlichen Jahresabschluss ausgewiesenen bezogenen Leistungen, Raum- und Reisekosten sowie Aufwendungen für Forderungsausfälle, Kosten für externe Dienstleister, Entwicklungsleistungen und den Betrieb von Call-Centern in bestimmten Ländern. Auch nach den Feststellungen der Gutachterin stellen die Marketingaufwendungen auch im Planungszeitraum die wesentlichsten Sachkosten der Gesellschaft dar, wobei der Fokus auf der Suchmaschinenwerbung liegt. Die Gutachterin beschreibt dabei eingehend die Bemühungen der Gesellschaft, herauszuarbeiten, für welche Suchanfragen eine bei Google als beherrschendem Akteur kostenpflichtige Werbung auch den nötigen Zulauf auf die eigene Website generiert. Sie konstatiert einen überwiegenden Erfolg, der sich darin niedergeschlagen hat, dass es der Gesellschaft in der Vergangenheit gelungen ist, mithilfe einer präzisen Kosten-Nutzen-Analyse in diesem Bereich Preiserhöhungen teilweise zu kompensieren. Aber auch in anderen Feldern der Werbung der eigenen Website ist die Gesellschaft aktiv und arbeitet etwa daran, ihre Website stets

so zu optimieren, dass sie bei Suchanfragen im kostenlosen Bereich etwa bei Google möglichst weit oben erscheint. Insgesamt erachtet die Gutachterin die Herleitung des sonstigen Aufwands auf Basis der Vergangenheit und des erwarteten Wachstums in der Geschäftstätigkeit für plausibel. Auch das von der Gesellschaft prognostizierte Investitionsniveau sowie die hieraus abgeleiteten Abschreibungen erachtet sie ebenfalls für nachvollziehbar. Zusammenfassend stellt die Gutachterin fest, dass die Planung der Entwicklung der Ertragslage insgesamt auf Basis der unterstellten Prämissen schlüssig ist: Die Gesellschaft plant mit einem Anstieg der Zahl der Buchungskunden und der Höhe der Durchschnittsprovision ein durchschnittliches Wachstum von 7,8 % pro Jahr bis 2016. Beim bereinigten EBIT erwartet sie ein durchschnittliches Wachstum in Höhe von 39% pro Jahr.

- g) Die Gesellschaft nahm indes nach den Feststellungen der Gutachterin an, dass das Umsatz- und Ertragsniveau im Jahr 2016 noch nicht als nachhaltig angesehen werden kann, sondern weiteres Wachstum und Skalierbarkeit des Geschäftsmodells zu erwarten ist.

aa) Sie verlängerte deshalb die bisherige Mittelfristplanung um drei weitere Geschäftsjahre, um daraus ein nachhaltiges Ertragsniveau im Sinne eines eingeschwungenen Zustands abzuleiten. Grundlage der Planung war dabei die Erkenntnis der Gesellschaft, dass nicht nur der Umsatz weiter wachsen muss, sondern – in Relation zum Umsatz überproportional – preis- und mengenbedingte Erhöhungen der Marketingaufwendungen notwendig sind. Kernprämisse für die Ableitung bildet ein jährlicher Umsatz von 75 Millionen €, um eine als nachhaltig erachtete EBITDA-Marge von 10 % zu erreichen. Für das geplante Ergebnis 2019 als geeignete Basis für das geplante nachhaltige Ergebnis der Jahre 2020ff. hat die Gesellschaft sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der erwarteten langfristigen Wachstumsrate von 1 % fortgeschrieben. Die Notwendigkeit von Anpassungen ergab sich lediglich bei der Ableitung der Provisionserlöse und des nachhaltigen Abschreibungsniveaus. Insgesamt ergeben sich nach der Planung der Gesellschaft folgende Erträge und Umsatzerlöse:

hotel.de AG	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Gewinn- und Verlustrechnung	Plan	Plan	Plan	Plan	TV*
TEUR					
Umsatzerlöse	61.497	65.447	69.489	73.513	74.618
Sonstige betriebliche Erträge	600	600	600	600	600
Personalaufwand	-18.625	-18.625	-18.625	-18.625	-18.810
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-39.105	-42.208	-45.141	-47.814	-48.290
EBITDA	4.367	5.214	6.323	7.675	8.123
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>7,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,9%</i>
Abschreibungen	-1.184	-1.258	-1.320	-1.375	-1.480
EBIT	3.183	3.956	5.002	6.300	6.643
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,9%</i>
Finanzergebnis	12	12	13	14	14
EBT	3.194	3.968	5.015	6.314	6.657
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1.010	-1.255	-1.586	-1.996	-2.100
Aufwand aus Ergebnisabführung					
Jahresüberschuss	2.184	2.713	3.429	4.317	4.557

*Terminal Value

Quelle: Unternehmensinformationen: Analyse

hotel.de AG	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020ff.
Umsatzerlöse	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
in TEUR					
Provisionserlöse	59.622	63.513	67.493	71.452	72.536
Erlöse für Tagungsbuchungen	607	638	669	703	710
Werbeerlöse	578	606	637	669	675
Eintragungsgebühren	390	390	390	390	394
Übrige Erlöse	300	300	300	300	303
Umsatzerlöse	61.497	65.447	69.489	73.513	74.618

Quelle: Unternehmensinformationen

Die jährliche absolute Ergebnissteigerung in den Jahren 2017 bis 2019 gegenüber der Mittelfristplanung für die vier Jahre davor ist bedingt durch die relative Reduktion im Personalbereich gegenüber den Umsatzerlösen.

- bb) Dabei konstatiert die Gutachterin, dass das prognostizierte Margenniveau von ca. 10 %-EBITDA, das die Planung für das Jahr 2019 vorhersagt, nur aufgrund der Aufteilung der weltweiten Marktbearbeitung mit erzielt werden kann. Nachvollziehbar und plausibel beschreibt die Gutachterin die eher schwierige Position der Gesellschaft auf dem Weltmarkt: Diese muss sich gegen wesentlich größere Konkurrenten behaupten. Im Inland hat die

Gesellschaft zusammen mit der Antragsgegnerin die Marktführerschaft inne. Das Buchungsvolumen namhafter internationaler und längst etablierter Konkurrenten wie Priceline.com oder Expedia ist indes 24 bis 72mal größer. Eine Verschiebung des Buchungsvolumens zugunsten der Gesellschaft ist dabei nicht zu erwarten. Vielmehr können diese Unternehmen auf ihren hohen Bekanntheitsgrad und die Realisierung höherer Fixkostendegressionen setzen. Die Gesellschaft muss sich also „anstrengen“. Dies gilt umso mehr, als das Bereitstellen einer gleichbleibenden, jederzeit verfügbaren Servicequalität in vielen verschiedenen Sprachen für eine kleine Gesellschaft relativ gesehen kostenintensiver ist als für einen größeren Konkurrenten. Vor diesem Hintergrund erachtet die Gutachterin die geplante Entwicklung der Ertragslage für die Jahre 2017 bis 2019 für plausibel und für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der Jahre 2020ff. für geeignet.

- h) Anschließend befasste sich die Gutachterin mit der Vermögenslage der Gesellschaft und die Aussichten ihrer Entwicklung. Ausgangspunkt der Betrachtung war die Bilanz der Gesellschaft zum 31.12.2012. Auf dieser Basis und unter bestimmten Prämissen leitete sie Planbilanzen für die 2013 bis 2020ff. ab.

hotel.de AG	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Bilanz	Ist*	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
TEUR									
Anlagevermögen	4.047	2.900	2.147	2.335	2.451	2.558	2.671	2.796	2.824
Immaterielle Vermögensgegenstände/Sachanlagen	1.805	1.991	2.147	2.335	2.451	2.558	2.671	2.796	2.824
Finanzanlagen	2.242	909	0	0	0	0	0	0	0
Umlaufvermögen	7.964	8.956	9.682	10.376	11.036	11.708	12.386	13.051	12.872
Forderungen / sonstige Vermögensgegenstände	6.122	6.977	7.553	8.107	8.630	9.173	9.729	10.283	10.385
Flüssige Mittel	1.843	1.979	2.129	2.268	2.405	2.535	2.657	2.768	2.487
Rechnungsabgrenzungsposten	478	483	488	493	498	503	508	513	518
Aktiva	12.490	12.339	12.317	13.204	13.985	14.769	15.565	16.360	16.215

hotel.de AG	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Bilanz	Ist*	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
TEUR									
Eigenkapital	4.778	4.778	4.833	5.505	6.160	6.666	7.208	7.764	7.842
Rückstellungen	2.827	3.201	2.962	3.024	2.998	3.132	3.247	3.356	3.080
Steuerrückstellungen	80	426	160	194	140	245	331	411	106
Sonstige Rückstellungen	2.747	2.775	2.802	2.830	2.859	2.887	2.916	2.945	2.975
Verbindlichkeiten	4.711	4.185	4.345	4.496	4.645	4.788	4.926	5.054	5.105
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	45	0	0	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	966	1.028	1.157	1.276	1.393	1.503	1.608	1.703	1.720
Sonstige Verbindlichkeiten	3.700	3.157	3.189	3.220	3.253	3.285	3.318	3.351	3.385
Rechnungsabgrenzungsposten	173	175	177	179	181	182	184	186	188
Passiva	12.490	12.339	12.317	13.204	13.985	14.769	15.565	16.360	16.215

* in der Bilanz 2012 wurde eine fiktive Kapitalherabsetzung i.H.v. TFIUR 19.233 bereits berücksichtigt (vgl. Kapitel F.IV.2)

Quelle: Unternehmensinformationen; Analyse

Zu diesen Prämissen gehören insbesondere die Fortentwicklung der immateriellen Vermögensgegenstände und Sachanlagen, die (schrittweise)

Auflösung der als nicht betriebsnotwendig erachteten Finanzanlagen und der Kapitalrücklage der Gesellschaft im Hinblick auf die Generierung der notwendigen Liquidität zur Finanzierung des künftigen Geschäfts, die künftige Finanzierung der Gesellschaft über Lieferantenkredite nach vollständiger Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und eine Fortschreibung aller weiteren Bilanzpositionen mit einer jährlichen Wachstumsrate von 1,0 %.

i) Sodann erstellte die Gutachterin eine Kapitalflussrechnung:

hotel.de AG Kapitalflussrechnung TEUR	2013 Plan	2014 Plan	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 ff. TV
Jahresüberschuss	1.118	1.463	1.882	2.184	2.713	3.429	4.317	4.545
-/+ Zinsergebnis	-63	-26	-11	-12	-12	-13	-14	-13
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen auf das Anlagevermögen								
	914	1.044	1.112	1.184	1.258	1.320	1.375	1.487
+/- Zunahmen/Abnahme der Rückstellungen	373	-239	62	-26	134	115	109	-276
-/+ Zunahme/Abnahme der Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sonstige	-860	-581	-560	-528	-548	-561	-558	-108
+/- Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Verbindlichkeiten	-479	162	153	151	145	139	130	52
= Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	1.003	1.824	2.638	2.954	3.689	4.430	5.359	5.688
+ Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Anlagevermögens	1.333	909	0	0	0	0	0	0
- Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen	-1.100	-1.200	-1.300	-1.300	-1.365	-1.433	-1.500	-1.515
= Cashflow aus Investitionstätigkeit	233	-291	-1.300	-1.300	-1.365	-1.433	-1.500	-1.515
= Free Cashflow	1.236	1.533	1.338	1.654	2.324	2.997	3.859	4.173
-/+ Veränderung Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	-45	0	0	0	0	0	0	0
- Auszahlungen an Unternehmenseigner	-1.118	-1.409	-1.210	-1.529	-2.208	-2.888	-3.761	-4.468
-/+ Zinsergebnis	63	26	11	12	12	13	14	13
= Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.100	-1.383	-1.199	-1.517	-2.195	-2.875	-3.747	-4.455
Zahlungswirksame Veränderung des Finanzmittelfonds								
	136	150	139	137	129	122	111	-281
Finanzmittelfonds am 1.1.	1.843	1.979	2.129	2.268	2.405	2.535	2.657	2.768
Finanzmittelfonds am 31.12.	1.979	2.129	2.268	2.405	2.535	2.657	2.768	2.487

Quelle: Unternehmensinformationen; Analyse

Diese belegte ihr, dass die Gesellschaft aufgrund des starken Umsatzwachstums einen erheblichen Finanzierungsbedarf im Working Capital, also dem Umlaufvermögen abzüglich der kurzfristigen Verbindlichkeiten, einen erheblichen Finanzierungsbedarf hat.

j) Auf Basis der Planungsanalyse und der Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse ermittelte die Gutachterin den aus ihrer Sicht angemessenen Kapitalisierungszinssatz.

(1) Dabei erläutert die Gutachterin zunächst die grundsätzliche Methodik zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes. Ermittelt wird dabei die

Alternativrendite zum Bewertungsobjekt als aus dieser Anlagemöglichkeit zu erzielende Rendite, zusammengesetzt aus einer risikolosen Komponente, dem sog. Basiszins und einer das unternehmerisches Risiko widerspiegelnden Marktrisikoprämie. Das Vorgehen der Gutachterin orientiert sich dabei weitgehend an den Vorgaben des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB). Dies betrifft insbesondere die empfohlene Höhe der Marktrisikoprämie, für die der FAUB derzeit eine Bandbreite von 5% bis 6% für sachgerecht hält. Die Gutachterin hat sich dazu entschlossen, insoweit auf einen niedrigeren Wert zu setzen und hält eine Marktrisikoprämie von 4,5 % für angemessen. Zur Begründung verweist sie darauf, dass bei einer isolierten Erhöhung der Marktrisikoprämie eine Erhöhung des Kapitalisierungszinssatzes und damit eine – den Antragstellern ungünstige - Reduktion des Ertragswertes eintreten. Letztlich folgte die Gutachterin der alten Empfehlung des FAUB aus dem Jahre 2009 und hielt den Mittelwert zwischen 4,0% und 5%, mithin also 4,5% für die Marktrisikoprämie für angemessen.

- (2) Entsprechend der im Ertragswertverfahren üblichen Vorgehensweise berücksichtigte die Gutachterin auch die spezifische Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens. Dies wird durch die Anwendung des sog. Beta-Faktors gewährleistet. Dabei handelt es sich um das Maß für das systematische, nicht diversifizierbare Risiko einer Kapitalanlage. Es errechnet sich mittels linearer Regression der jeweiligen Aktienrendite auf die Marktrendite. Die Gutachterin analysierte auf Basis von Kapitalmarktdaten Beta-Faktoren von der Gesellschaft selbst und von vergleichbaren Unternehmen, die die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft bestmöglich widerspiegeln und die sie in der sog. Peer-Group zusammenfasste. Dabei zog sie nur solche Unternehmen heran, deren Kapitalmarktdaten ein hinreichendes statistisches Signifikanzniveau ausweisen. Die Gutachterin setzte sich ferner auseinander mit der Wahl des Beobachtungszeitraumes, des Renditeintervalles und der zu verwendenden Aktienindizes. Sie entschied sich, der Ermittlung des Beta-Faktors einen 5-jährigen Zeitraum auf Basis eines monatlichen Zeitintervalls in Relation zum marktbreitesten Vergleichsindex des jeweiligen Landes zugrunde zu legen, in dem das „Vergleichsunternehmen“ seinen Sitz hat. Welche Unternehmen für die Peer-Group in Betracht kommen, ermittelte sie ferner anhand einer Branchenstudie und einer Branchensuche über einen Informationsdienstleister. Aufnahme in

die Peer-Group fanden letztlich die Unternehmen CTRIP.com aus China und PRICELINE.COM INC, ORBITZ WORLDWIDE und EXPEDIA INC aus den USA. Für sie errechnet sich ein durchschnittlicher unverschuldeter Beta-Faktor von 1,27. Diesen Wert setzte die Gutachterin in Relation zum Beta-Faktor der Gesellschaft: Zu dessen Ermittlung untersuchte sie zunächst den Kursverlauf und das tägliche Handelsvolumen deren Aktien über einen Zeitraum von fast sieben Jahren. Als Zäsur in der Kursentwicklung und deren Relevanz für ihr Gutachten arbeitete sie nachvollziehbar den Umstand heraus, dass am 14.10.2011 die Gründungsaktionäre der Gesellschaft die Öffentlichkeit über den Verkauf von 61,1% der Aktien an die Antragsgegnerin informierten, die damit die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt hatte. Die Gutachterin sah in der Veröffentlichung der Übernahme der Aktienmehrheit eine Strukturmaßnahme, deretwegen die danach zu verfolgenden Kurse grundsätzlich zur Schätzung des künftigen unternehmensspezifischen Risikos ungeeignet seien. Konsequenterweise folgert sie daraus, dass die Messperiode für die Ermittlung des Beta-Faktors am Tag der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme enden muss. Dies gilt für die Gutachterin umso mehr, als nach der Veröffentlichung der Übernahme der Aktienmehrheit offenkundig war, dass die Antragsgegnerin auch ein Pflichtangebot an alle Aktionäre abgeben wird, was wiederum zu Spekulationen geführt hat. Diese wirkten sich naturgemäß auf den Börsenkurs der Aktien der Gesellschaft aus und führte dazu, dass der Zeitraum nach der Veröffentlichung für die Ableitung des Beta-Faktors als Schätzung des künftigen unternehmensspezifischen Risikos per se ungeeignet ist. Zum 13.10.2011 errechnete die Gutachterin einen unverschuldeten Beta-Faktor der Gesellschaft von 0,912. Angesichts seiner Abweichung zum Durchschnittswert der Peer-Group legte sie diesen Wert als besten Indikator für den künftigen Beta-Faktor der Gesellschaft zugrunde.

- (3) Die Gutachterin hat weiter in ihre Betrachtung eingestellt, dass für die Jahre 2020ff. und die dort zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse keine detaillierten Unternehmensplanungen mehr vorliegen. Aufgrund Inflation und der Preis-, Mengen und Strukturveränderungen hat die Gutachterin indes einen nachhaltigen Anstieg der Überschüsse unterstellt. Finanzmathematisch berücksichtigt hat sie diese Faktoren durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz. Bei der Bestimmung dessen Größe stützt sie sich auf empirische Untersuchungen, die gezeigt haben, dass es in Deutschland einen langfristigen Zusammenhang zwischen Gewinnwachstum und

Inflationsrate gibt. Danach beträgt das realisierte Gewinnwachstum im Durchschnitt nur ca. 45-50% der Inflationsrate. Die Gutachterin erwartete – bezogen auf den Bewertungsstichtag – eine zukünftige Inflationsrate von 2,0 %. Dementsprechend unterstellt sei ein jährliches Wachstum der zu kapitalisierenden Überschüsse aufgrund der vier vorgenannten Faktoren um 1,0 %.

- k) Als maßgebliches weiteres Kriterium für die Ermittlung des Ertragswerts der Gesellschaft befasste sich die Gutachterin mit dem Wert des betriebsnotwendigen Vermögens. Ausgangspunkt insoweit ist die Feststellung der künftigen Gewinnausschüttungsquote. In den ersten beiden Jahren nach dem Börsengang gab es keine Gewinnausschüttung, um aus den erwirtschafteten Mitteln das angestrebte Wachstum zu finanzieren. Ab dem Jahr 2008 änderte sich das: Die Dividendenpolitik war ab diesem Jahr darauf ausgerichtet, das erzielte Jahresergebnis fast vollständig an die Aktionäre auszuschütten. Ab dem Jahr 2012 wurde aufgrund des mit der Antragsgegnerin abgeschlossenen Ergebnisabführungsvertrages das Ergebnis vollständig an diese weitergeleitet. Die Dividendenpolitik der Gesellschaft basierte dabei auf dem Umstand, dass aufgrund des Börsenganges im Jahr 2006 genug liquide Mittel vorhanden waren, um den geplanten Wachstumspfad zu finanzieren. Soweit sie noch zur Verfügung stehen, sind sie derzeit in verzinslichen Wertpapieren angelegt. In ihrer Bewertung unterstellt die Gutachterin indes eine andere Dividendenpolitik; denn sie nimmt eine fiktive Auskehrung nur der nicht betriebsnotwendigen Liquidität im Wege der Auflösung der Kapitalrücklage an. Die Gutachterin zieht daraus die Konsequenz, dass die zukünftig erwirtschafteten liquiden Mittel teilweise zur Finanzierung des Wachstums benötigt werden. Einen Vergleich zur Ausschüttungspolitik der unmittelbaren Wettbewerber der Gesellschaft hält sie insoweit nicht für sinnvoll. Denn diese ist gekennzeichnet durch die Finanzierung des rasanten Wachstums der Konkurrenzunternehmen. Deshalb stellen sie – so die Gutachterin nachvollziehbar und plausibel – keinen geeigneten Maßstab für die Ableitung einer Ausschüttungsquote für die Nachhaltigkeit dar. Die Gutachterin ermittelte – bezogen auf die letzten 10 Jahre – eine durchschnittliche Ausschüttungsquote von 57% bis 74%. In ihrer Konsequenz nachvollziehbar orientiert sie sich unterhalb des unteren Randes und legt der Bewertung eine Ausschüttungsquote von einheitlichen 50 % zugrunde. Zur Ermittlung des Ertragswertes leitete sie folgende Gewinnverwendungsrechnung ab:

hotel.de AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Gewinnverwendung	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
TEUR								
Jahresüberschuss	1.118	1.463	1.882	2.184	2.713	3.429	4.317	4.545

Für die Finanzierung des Wachstums notwendige tatsächliche Thesaurierung:

	0	54	672	655	506	541	556	78
--	---	----	-----	-----	-----	-----	-----	----

Ebene des Anteilseigners:

Entziehbarer Überschuss	1.118	1.409	1.210	1.529	2.208	2.888	3.761	4.468
Ausschüttung	559	732	941	1.092	1.357	1.715	2.159	2.273
Ausschüttungsquote	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
abzgl. Abgeltungssteuer/SolZ	-147	-193	-248	-288	-358	-452	-569	-599
Wertbeitrag aus Ausschüttung	412	539	693	804	999	1.262	1.589	1.673
Fiktive Thesaurierung	559	677	269	437	851	1.173	1.602	2.195
abzgl. typisierte Kursgewinnsteuer/SolZ	-74	-89	-35	-58	-112	-155	-211	-289
Wertbeitrag aus Thesaurierung	485	588	233	379	739	1.018	1.391	1.906
Nettoeinnahmen	897	1.127	926	1.183	1.738	2.281	2.980	3.579

Quelle: Analyse

Ausgangspunkt der Berechnung ist die für die Finanzierung des Wachstums notwendige tatsächliche Thesaurierung, Ergebnis der für die Jahre 2013 bis 2019 sowie 2020ff. Auf Basis der Jahresergebnisse der Gesellschaft errechnete die Gutachterin unter Anwendung der maßgeblichen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze für die vorgenannten Jahre bzw. Zeiträume folgenden Ertragswert des betriebesnotwendigen Vermögens:

hotel.de AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Betriebsnotwendiges Vermögen	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
TEUR								
Jahresüberschuss	1.118	1.463	1.882	2.184	2.713	3.429	4.317	4.545
tatsächliche Thesaurierung	0	-54	-672	-655	-506	-541	-556	-78
Typisierte Ertragsteuern	-221	-282	-284	-346	-470	-607	-781	-889
Nettozufluss beim Gesellschafter	897	1.127	926	1.183	1.738	2.281	2.980	3.579
Kapitalisierungszinssatz	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%	4,76%
Barwertfaktoren	0,9455	0,8940	0,8453	0,7993	0,7557	0,7146	0,6756	14,1926
Barwerte	848	1.007	783	946	1.313	1.630	2.014	50.793

Ertragswert zum 31. Dezember 2012 59.334

Quelle: Analyse

Somit gelangte die Gutachterin zum technischen Bewertungsstichtag, dem 31.12.2012 zu einem Ertragswert für das betriebsnotwendige Vermögen der Gesellschaft in Höhe von TEUR 59.334.

- l) Aber auch den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hat sie in ihre Bewertung der Gesellschaft eingestellt. So konnte sie zum Stichtag 31.12.2012 einen nicht unbedeutenden Bestand an Wertpapieren im Wert von insgesamt TEUR 13.747 und weitere Finanzanlagen im Wert von TEUR 729 feststellen, zudem liquide Mittel von TEUR 8.842, eine Kapitalrücklage von TEUR 15.608 und eine Kapitalrücklage in Höhe von TEUR 4.653. In Ansehung der

Unternehmensplanung für die Jahre 2013 bis 2019 erachtet die Gutachterin nicht in vollem Umfang diese – unmittelbar liquidierbaren – Vermögenswerte nicht in vollem Umfang für notwendig, um das geplante Wachstumskonzept zu finanzieren. Sie suchte dann nach vorteilhaften Alternativen für die Verwendung dieses Vermögens. Nachvollziehbar fand sie zwei: den Verbleib des Vermögens im Unternehmen zur Generierung künftiger Erträge einerseits und der direkte Zufluss an die Aktionäre im Wege der Auflösung der Kapitalrücklage und der Auskehrung eines Teils des Bilanzgewinnes. Die zweite Alternative fand sie besser, da der für die Diskontierung der Erträge zugrunde liegende Kapitalisierungszinssatz von ca. 5,76% p. a. höher ausfällt als die unterstellte Verzinsungserwartung des Vermögens innerhalb des Unternehmenskonzeptes, das eine Verzinsung der liquiden Mittel zu 0,5 % p. a. bzw. der Finanzanlagen zu 3,5 % vorsah. Ohne dies zunächst im Detail näher zu erläutern, ermittelte die Gutachterin aus den vorgenannten Vermögenswerten in einem Gesamtwert von TEUR 43.579 lediglich TEUR 5.113 als betriebsnotwendig und demgegenüber TEUR 38.466 als nicht betriebsnotwendig. Ihre Berechnung begründete sie dann en Detail mit der Berücksichtigung gesetzlicher Vorschriften etwa des § 150 Abs. 2 AktG, der fiktiven Auflösung der Kapitalrücklage in Höhe von TEUR 15.233 gemäß der vorgenannten zweiten Alternative und der Grenze für einen ausreichenden Bestand an Eigenkapital. Außerdem ermittelte die Gutachterin die notwendigen Mittel für die Kapitalrücklage und die Auskehrung des Bilanzgewinnes. Letztlich stellte die Gutachterin ein nicht betriebsnotwendiges Vermögen in Höhe von TEUR 19.233 fest. Dieses setzt sich wie folgt zusammen: TEUR 7.000 freie liquide Mittel, TEUR 11.957 Finanzanlagen und TEUR 276 Wertpapiere des Umlaufvermögens.

m) Abschließend fasste sie ihre Ergebnisse wie folgt zusammen: Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögen beläuft sich nach ihren Feststellungen auf TEUR 59.334. Zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögen in Höhe von TEUR 19.233 errechnet sie einen Ertragswert zum 31.12.2012 von TEUR 78.567. Mit dem in Ansatz gebrachten Aufzinsungsfaktor von 1,0379 errechnet sie einen Ertragswert zum 30. August 2013 von TEUR 81.541. Tatsächlich ergibt die Multiplikation des „Ertragswerts 2012“ mit dem Aufzinsungsfaktor indes einen Wert von TEUR 81.544. Auf den Wert der einzelnen Aktie wirkt sich dieser Rechenfehler nur geringfügig aus. Statt der von der Gutachterin ermittelten 21,74 € je Aktie beläuft sich der Ertragswert je Aktie auf 21,75 €.

- n) Auf die Berechnung der kapitalisierten Ausgleichszahlung, dem Squeeze-out-Verfahren war ja der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vorausgegangen, verzichtete die Gutachterin. Zur Begründung stellte sie auf die Entscheidung des OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04.07.2012, Az.: 26 W 11/11, ab. Sie interpretierte diese Entscheidung dahingehend, dass zwischen mehreren Strukturmaßnahmen strikt zu trennen sei.
- o) Den mit dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert plausibilisierte die Gutachterin anhand einer vergleichenden Marktbewertung mittels des sog. Multiplikator-Verfahrens. Danach errechnet sich der Wert eines Unternehmens aus dem Produkt einer Bezugsgröße des Unternehmens mit einem Multiplikator von Vergleichsunternehmen. Die Gutachterin gewann dabei nachvollziehbar keine Anhaltspunkte dafür, dass der auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert der zu bewertenden Gesellschaft nicht plausibel ist.
- p) Sodann setzte die Gutachterin den Ertragswert zum Börsenwert des Unternehmens. Dabei arbeitet sie konsequent die unterschiedlichen Ansätze beider Methoden heraus. Der Unternehmenswert repräsentiert danach den Barwert sämtlicher prognostizierter Überschüsse auf der Grundlage intern verfügbarer Informationen. Demgegenüber hängt die Bildung des Börsenkurses nur von den extern verfügbaren Informationen und von vielfältigen weiteren Einflussfaktoren ab wie etwa Übernahmeerwartungen, Spekulationen, Änderungen des Zinsniveaus, politischen Momenten und allgemeinen Börsentendenzen. Die Gutachterin setzt sich auch mit der einschlägigen Rechtsprechung zu der Frage auseinander, wie sich aus ihrer Sicht der Börsenwert im Sinne einer Unternehmensbewertung errechnet und auf die Wertbestimmung auswirkt: Im Hinblick auf den Eigentumsschutz der ausscheidenden Minderheitsaktionäre darf die zu gewährende volle Entschädigung bei der Bestimmung der Abfindung nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen. Maßgeblich ist danach der Referenzkurs, der gebildet ist aus den in einem Zeitraum von drei Monaten festgestellten und berücksichtigungsfähigen Kursen. Der dabei vorgegebene letzte Tag dieses Zeitraumes ist die Bekanntgabe des Squeeze-out-Verfahrens als Stichtag. Die Gutachterin hat sich dazu entschieden, insoweit auf den 23.05.2013 abzustellen. An diesem Tag erfolgte die Veröffentlichung des Squeeze-out in Form einer „Corporate News“ auf der Homepage „hotel.de“. Der Referenzzeitraum ist damit der 23.02.2013 bis zum 22.05.2013. Bei der Ermittlung des Börsenwertes konnte die Gutachterin dabei nicht auf einen von der BaFin gemeldeten

gewichteten durchschnittlichen inländischen Durchschnittskurs ermittelt werden. Vielmehr ermittelte sie den volumengewichteten Durchschnittskurs basierend auf den im Bloomberg-Informationssystem veröffentlichten Daten für den vorgenannten Referenzzeitraum. Die Aktie, die im elektronischen Handelssystem Xetra sowie an verschiedenen deutschen Börsen gehandelt wurde, wies dabei eine Kursspanne von 26,23 € bis 33,60 € auf, wobei im Referenzzeitraum mit 0,85% der gesamten Aktien des Unternehmens, mithin also 31.953 Aktien gehandelt wurden. Dementsprechend ermittelte die Gutachterin einen Mindestpreis für die Aktie der hotel.de AG von gerundet € 28,75.

q) Abschließend verglich die Gutachterin den von ihr ermittelten Ertragswert je Aktie von 21,74 € je Aktie mit diesem Kurswert. Ihr Fazit: Die Barabfindung je Aktie beträgt **28,75 €** je Aktie. Wegen weiterer Einzelheiten der Bewertung wird auf das von der Antragsgegnerin als Anlage zu dem Übertragungsbericht übergebene Gutachten im LO „Anlagen Antragsgegnerin“ Bezug genommen.

3. Mit Beschluss vom 29.05.2013 hat das Gericht zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung

bestellt. Dabei ist es einem entsprechenden Vorschlag der Antragsgegnerin gefolgt. Die Prüfung erfolgte in der Zeit vom 29.05. bis zum 23.07.2017 in den Geschäftsräumen des Unternehmens vor Ort in Nürnberg und in den Büros der Prüferin in Essen. In ihrem Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Antragsgegnerin kommt sie zu dem Ergebnis, dass die festgelegte Barabfindung in Höhe von 28,75 €Aktie angemessen ist. Wegen weiterer Einzelheiten zu dem Bericht der Prüferin wird auf den von der Antragsgegnerin übergebenen Bericht über die Prüfung im LO „Anlagen Antragsgegnerin“ verwiesen.

4. Zum Gang des Spruchverfahrens

Mit Anträgen, bei Gericht eingehend vom 26.10.2013 bis 27.01.2014, haben insgesamt 62 Antragsteller die festgelegte Barabfindung als unangemessen niedrig angegriffen und die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung gem. §§ 327 a Abs.1, 327 b Abs.1, 327 f AktG i.V.m. den Vorschriften des SpruchG verlangt. Im Wesentlichen bringen die Antragsteller vor:

Die Planung sei anlassbezogen erfolgt (Ast zu 31) und insgesamt zu pessimistisch (Ast zu 9, 14, 15, 18, 27, 29, 30, 33, 34, 35-41, 44, 49, 50, 62). Die Bereinigung der Erträge 2009 bis 2011 sei nicht nachzuvollziehen (Ast 16, 26, 32, 46, 48, 51). Zu Unrecht sei die Höhe der Provisionen nicht bei Planung berücksichtigt (Ast zu 1). Die Provisionserlöse seien viel zu konservativ und ohne Berücksichtigung der internationalen Expansion geplant (Ast zu 3 – 7, 11, 12). Die Stornierungsquote sei in der Planung pauschal zu hoch angesetzt (Ast zu 11, 12, 30). Angesichts des Anstieges der Marketingaufwendungen seien die geplanten Provisionserlöse unplausibel (Ast zu 3 – 7, 10, 58). Die Planung berücksichtige auch nicht die Vorteile, die sich für Hotelbranche aus gesenktem MWSt-Satz ergeben (Ast zu 1). Die Mitbewerber des Unternehmens hätten deutlich höhere EBIT-Margen (Ast zu 8, 16, 26, 44, 48, 49, 50, 51, 58). In der Planung sei der Anstieg des Gesamtumsatzerlöses von 2011 auf 2012 nicht berücksichtigt (Ast zu 1). Durch die Aufteilung der Märkte im Einkaufskooperationsvertrag sei das Ergebnis schon im Vorfeld der Maßnahme negativ beeinflusst worden (Ast zu 10). Zu verzeichnende Synergien blieben unberücksichtigt (Ast zu 9, 44, 49, 50). In Phase II der Planung würde zu Unrecht nur noch mit einem Umsatzwachstum von 1,50% kalkuliert, obwohl in den Vorjahren ein höheres Wachstum verzeichnet werden konnte (Ast zu 18). In der Phase I der Planung erfolge die Thesaurierung ohne entsprechenden Wertbeitrag bei Anteilseignern (Ast 11, 12, 31). In Phase II sähe die Planung zu Unrecht eine Wachstumsthesaurierung vor (Ast zu 11, 12, 31, 42, 45, 47). Verbreitet wird zudem beanstandet, dass der Basiszins zu hoch angesetzt sei (Ast zu 8, 10, 14, 15, 16, 18, 24, 25, 26, 28, 31, 32, 43, 46, 48, 51, 52, 53, 54-57, 58, 60, 61, 62). Dies gilt auch hinsichtlich der Marktrisikoprämie, die mit 4,5% zu hoch bemessen sei (Ast zu 3 – 7, 8, 9, 10, 11, 12, 14, 15, 16, 18, 20-23, 24, 25, 26, 28, 31, 32, 34, 35-41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54-57, 58, 59, 60, 61) und des Beta-Faktors. Der für diesen angenommene Wert von 0,91 sei ebenfalls überhöht (Ast zu 3 – 7, 9, 10, 11, 12, 14, 15, 24, 25, 28, 32, 33, 34, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 53). Demgegenüber sei der Wachstumsabschlag zu niedrig angesetzt (Ast zu 3 – 7, 9, 10, 11, 12, 14, 15, 16, 18, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35-41, 42, 43, 44, 45, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54-57, 58, 60, 61). Auch sei das Sondervermögen falsch bewertet. Hier seien die flüssigen Mittel genauso in Ansatz zu bringen (Ast zu 27, 29, 30) wie die Markenrechte (Ast zu 9, 28). Eine Kapitalisierung der Ausgleichszahlung sei nicht erfolgt (Ast zu 3 – 7, 31). Bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen seien auch die Vorerwerbe (Ast zu 9). Der Börsenkurs sei zu niedrig berechnet (Ast zu 26, 28, 32, 43, 53, 60, 61).

4. Die Kammer hat mit Beschluss vom 31.01.2014

als gemeinsamen Vertreter für die Aktionäre der Hotel.de AG, die nicht an dem Verfahren beteiligt sind, bestellt. Der Beschluss wurde im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Der gemeinsame Vertreter hat sich mit Schriftsatz vom 21.05.2014 geäußert und ebenfalls die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung auf einen höheren Wert als 28,75 € beantragt. Auch er kritisiert die Ermittlung des Börsenkurses. Da die Aktien des Unternehmens seit dem 02.01.2012 lediglich noch im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt worden seien, hätte das Unternehmen nicht mehr der Ad-hoc-Pflicht gem. § 15 WpHG unterliegen. Deshalb hätte von der BaFin kein gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs für die Aktien von hotel.de ermittelt werden können. Der aus seiner Sicht zutreffend ermittelte Börsenkurs von 28,75 € je Aktie stelle die Wertuntergrenze für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung dar. Der Frage, ob durch die von der Antragsgegnerin und hotel.de geschlossene Einkaufskooperationsvereinbarung Synergieeffekte eingetreten sind, die bei der Planung unberücksichtigt gelassen wurden, bedürfe weiterer Erläuterung durch die Antragsgegnerin. Der Risikozuschlag in Höhe von 4,10 % sei zu hoch. Das CAPM-Verfahren dürfe nicht zur Anwendung kommen. Auch sei der angesetzte Wachstumsabschlag mit 1,0 % zu niedrig angesetzt. Angemessen sei vielmehr ein Wert von 1,5 %. Unter Zugrundelegung dieser Werte und Prämissen ergäbe sich ein über dem Börsenkurs liegender Unternehmenswert. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den genannten Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters (Bl. 76 ff d.A.) Bezug genommen.

5. Die Antragsgegnerin hat mit Schriftsatz ihrer Bevollmächtigten vom 02.05.2014, 16.10.2014 und vom 11.02.2015 die festgelegte Barabfindung verteidigt. Wegen Einzelheiten insoweit wird auf diese Schriftsätze Bl. 23 ff., 123 ff. und Bl. 163 ff. d. A. nebst Anlagen Bezug genommen.
6. Die Kammer hat mit Verfügung vom 30.10.2015 (Bl. 202 d. A.) Termin zur mündlichen Verhandlung und Beweisaufnahme auf den 17.03.2016 bestimmt. Im Termin sind zwei Mitarbeiter der Prüferin angehört worden. Wegen der Einzelheiten wird auf das Protokoll, aufgenommen in dem Termin, Bl. 218 ff. d. A. verwiesen.

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung und einer angemessenen Ausgleichszahlung sind zulässig und hinreichend substantiiert.

- I. Die Anträge sind zulässig.

1. Gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG ist ein Antrag auf Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung, wie einer angemessenen Barabfindung, binnen einer Frist von drei Monaten nach Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister zu stellen. Vorliegend wurde der Beschluss am 22.10.2013 eingetragen und die Eintragung am 25.10.2013 im Handelsregisterbekannt gemacht. Die Antragsfrist lief somit am 27.01.2014 aus, §§ 16 Abs.2 FamFG, 222 Abs.1 und Abs.2 ZPO, §§ 187 Abs.1, 188 Abs. 2, 193 BGB. Sämtliche Anträge sind innerhalb dieser Frist eingegangen.
 2. Alle Antragsteller sind auch antragsbefugt.
 - a) Nach § 3 Satz 1 Nr. 2 i. V .m. § 1 Nr. 3 SpruchG ist nur der Antragsteller antragsbefugt, der im Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist, § 3 Abs.1 S. 3 SpruchG, und der einen Anspruch auf Zahlung einer Barabfindung gem. § 327b AktG hat. Denn wer ausgeschiedener Aktionär im Sinne des § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG ist, bestimmt sich nach materiellem Recht. Dabei genügen die Antragsteller den Anforderungen einer fristgerechten Antragsbegründung, wenn sie binnen offener Antragsfrist die genannten Voraussetzungen darlegen (vgl. Simon, SpruchG, 2007, Rn. 40 zu § 4 m.w.N.). Nur dann, wenn die Antragsgegnerin die Aktionärsstellung eines Antragstellers in Zweifel zieht, hat der Antragsteller Nachweise durch Urkunden zu erbringen.
 - b) Im vorliegenden Fall ist die Aktionärsstellung zum Zeitpunkt des Übertragungsbeschlusses keines der Antragsteller von der Antragsgegnerin bestritten worden.
 3. Schließlich steht den Antragstellern auch ein allgemeines Rechtsschutzbedürfnis zur Seite.
- II. Die Anträge der Antragsteller sind auch (in vielen Fällen gerade noch) hinreichend substantiiert.

C.

Die Anträge sind aber unbegründet, soweit die Antragsteller die Bestimmung einer höheren Barabfindung begehren.

- I. Gem. §§ 327 a Abs.1, 327 b Abs.1 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin den Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung für deren Aktien zu bezahlen. Eine Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, § 327 b Abs.1 Satz 1 AktG, dem vollen Wert der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs entspricht (st. Rspr. vgl. z.B. BVerfG, Beschluss vom 17.04.1999, 1 BvR 1613/94, Rz. 51 ff, zitiert nach juris, BGH in NJW 2003, 3272 und BayObLG in NJW-RR 1996, 1125, 1126).

Im vorliegenden Fall steht zur Überzeugung des Gerichts fest, dass die erfolgte Barabfindung je Aktie angemessen ist, wie sie die Gutachterin und Prüferin zutreffend auf Basis des maßgeblichen Börsenkurses „festgesetzt“ haben.

- II. Keinen durchgreifenden Bedenken begegnet die unterbliebene Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung des Unternehmenswertes der AG wie von der Gutachterin vorgenommen.

1. Die Gutachterin hat den Unternehmenswert u. a. nach der Ertragswertmethode bestimmt. Dies ist nicht zu beanstanden. Diese Methode ist allgemein anerkannt (st. Rspr. vgl. z.B. BGH in AG 2003, 627/628 und BayObLG in BayObLGZ 1998, 231/235). Nach dieser Methode, näher definiert zum Stichtag durch die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1 i. d. F. 2008“, bestimmt sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, wobei dieser Wert durch Diskontierung der den Anteilseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüssen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens. Unter Berücksichtigung dessen bestmöglicher Verwertung wurden dementsprechend nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, die einzeln veräußert werden können, ohne die Fortführung des Unternehmens zu beeinträchtigen, mit dem Barwert der Nettoüberschüsse aus der Einzelveräußerung dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert hinzugerechnet.

- III. Die gutachterliche Stellungnahme der im
Rahmen des Berichtes über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin, der Prüfbericht der gerichtlich bestellten Prüferin

und die Ausführungen ihrer Mitarbeiter bei ihrer Anhörung durch das Gericht im Erörterungstermin am 17.03.2016 sind geeignet und ausreichend, um über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Wert des Unternehmens der AG zu bestimmen. Weiterer Aufklärungsbedarf besteht nicht. Die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens ist somit nicht erforderlich (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2011, 21 W 3/11, Rn. 41, und Beschluss vom 30.08.2012, 21 W 14/11, Rn. 37, jeweils zitiert nach juris).

- IV. Nach Auskunft der tätig gewordenen Wirtschaftsprüfer konnte die Prüferin ihrer Arbeit unbeeinträchtigt nachgehen. Ihr hatten sämtliche Unterlagen, die nach ihrer fachlichen Auffassung für die Prüfung erforderlich gewesen seien, zur Verfügung gestanden. Sie hatte danach sämtliche Informationen, die sie für notwendig erachtete, erhalten, und es wurden ihr bei der Prüfung in fachlicher Hinsicht keine Einschränkungen auferlegt.
- V. Die Kammer macht somit die unter Ziffer III. genannten Unterlagen zur Grundlage ihrer Schätzung des Unternehmenswertes. Dabei folgt sie Gutachterin und Prüferin bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse.

1. Vorweg zum Prüfungsmaßstab der Kammer:

Die Kammer ist nach wie vor der Auffassung, dass jede Bestimmung eines Unternehmenswertes nach betriebswirtschaftlichen Bewertungsmethoden wegen der eingeschränkten Erkenntnisquellen, auf denen sie beruht, und wegen der jeder Prognose innewohnenden Unsicherheit keinen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert ergibt. Dem Gericht kommt daher die Aufgabe zu, diesen Wert unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (st. Rspr. zum Prüfungsmaßstab, vgl. z.B. BGH ZIP 2001, 734/736; BayObLG AG 2006, 41/43, OLG München, zuletzt Beschluss vom 06.02.2013, 31 Wx 520/11, S. 8 und Beschluss vom 07.02.2013, 31 WX 122/12, S. 8, OLG Stuttgart ZIP 2004, 712/714). Dabei müssen es die Verfahrensbeteiligten, nachdem auch jedes gutachtliche Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten existiert und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände hieraus einen Wert als angemessen erachtet (vgl. BayObLG, OLG München und OLG Stuttgart, jeweils a.a.O.).

2. Maßgeblich für die Kammer sind die Prognosen und Planungen des betroffenen Unternehmens. Es ist nicht Aufgabe der Kammer, anstelle der Prognosen über die künftige Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge im Übertragungsbericht eigene Prognosen aufzustellen. Denn die dortigen Prognosen sind das Ergebnis von unternehmerischen Entscheidungen der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage jedoch annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - ebenfalls nur vertretbare - Annahmen der Kammer ersetzt werden (st. Rspr. vgl. z.B. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006, 20 W 5/05, Rn. 65, zitiert nach juris).
3. Grundlage der Wertermittlung ist somit zunächst die Planung der Hotel.de AG.
 - a) Ausweislich des Gutachtens zum Unternehmenswert der Hotel.de AG erfolgt eine Planung für den gesamten Konzern. In der Planungsrechnung sind die Tochtergesellschaften als separate Budgets für jede Gesellschaft berücksichtigt. Die von der Gutachterin erläuterte Planungsrechnung bildet damit eine Gruppenplanung ab. Dabei verglich sie die Ergebnisse von hotel.de mit denen der einzelnen Tochtergesellschaften.
 - b) Konkret lagen der Bewertung und Prüfung durch die Gutachterin insbesondere zugrunde die Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses und Lagebericht der hotel.de AG für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012, interne betriebswirtschaftliche Auswertungen zur Ertragslage und zu nicht finanziellen Leistungsindikatoren der Jahre 2010 bis 2012 sowie der ersten vier Monate 2013, die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der hotel.de AG für die Jahre 2013 bis 2016 sowie die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre 2017 bis 2019, die Personalplanung der hotel.de AG für die Jahre 2013 bis 2019, Satzung und Handelsregisterauszug des Unternehmens, eine Übersicht über Eventualverbindlichkeiten, Bürgschaften und sonstige finanzielle Verpflichtungen mit Angabe ihrer Höhe und deren Bedingungen. Befragt wurden ferner der Vorstandsvorsitzender der hotel.de AG und der Leiter des Bereichs Finanzen,
 - c) Diese Planung ist nach den Feststellungen der Prüferin und den Angaben ihrer Mitarbeiter hierzu im Termin vom 17.03.2016 in sich abgestimmt, nachvollziehbar

und geeignet, Grundlage einer angemessenen Ertragswertermittlung zu sein. Sie ist, wie oben dargelegt, somit grundsätzlich von der Kammer anzuerkennen und zur Grundlage der Schätzung des Unternehmenswertes zu machen. Dies gilt umso mehr, als die Prüferin ausdrücklich betont, dass ihr alle erbetenen Auskünfte und benötigten Informationen vorlagen und ihr die benannten Auskunftspersonen uneingeschränkt zur Verfügung standen. Auch die durchgeführte Parallelprüfung brachte danach keinerlei Schwierigkeiten mit sich, sondern trug ersichtlich zur Effizienz der Prüfung der Gutachterin bei.

4. Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter gegen die Planung erhobenen Bedenken greifen nicht durch. Die Einwendungen gegen die Planung sind unter Ziff. 4 zusammengefasst (s. o.). Sie erweisen sich indes als nicht stichhaltig: Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Ausführungen der beiden Mitarbeiter der Prüferin im Anhörungstermin vom 17.03.2016. Nachvollziehbar und plausibel konnten diese erläutern, dass ihre Betrachtung der Planung der hotel.de AG auf besonders breiter Grundlage steht; denn es liegt hier die Besonderheit vor, dass kurz vor dem aktuellen Spruchverfahren ein weiteres durchgeführt wurde, in dem der Wert des Unternehmens geprüft wurde. Der Übertragungswert betrug damals 23,16 € je Aktie und wurde durch das Gericht um 0,90 € erhöht. Grundlage dieser Entscheidung und der Bemessung des Übertragungswertes war noch eine andere Planung der hotel.de AG. Die Prüferin war daher in der Lage, zwei sich ersichtlich deutlich unterscheidende Planungen miteinander zu vergleichen und insbesondere zu prüfen, ob sich die erste Planung in der Realität verwirklicht hat. Die Prüferin konnte nachvollziehbar darlegen, dass die neue Planung zu Recht deutlich niedrigere Planzahlen aufwies als die im ersten Spruchverfahren geprüften. Sie konnte daher die alte Planung neu bewerten und stufte diese für das erste Planjahr als ambitioniert und danach als sehr ambitioniert ein. Dabei ließ die Prüferin erkennen, dass sie sich mit den der Planung zugrunde gelegten Zahlen detailliert befasst hat. Danach war für das Jahr 2012 nach der alten Planung, die im ersten Spruchverfahren geprüft wurde, ein Umsatz von 49 Mio. € erwartet worden. Realisieren ließen sich tatsächlich lediglich 45 Mio. €. Beim EBIT fiel der Vergleich noch deutlicher aus: Von den geplanten 2,3 Mio. € ließ sich nicht einmal ein Drittel realisieren. Dass vor diesem Hintergrund die Planung des Unternehmens in der Folgezeit deutlich nach unten korrigiert wurde, ist damit ohne weiteres nachvollziehbar und plausibel. Auch die weiteren Einwände der Antragsteller gegen die Planung gehen ins Leere: So blieben nach den Ausführungen der Mitarbeiter der Prüferin im Anhörungstermin die Synergieeffekte gerade nicht unberücksichtigt, sondern waren Gegenstand der

Erörterungen mit hotel.de und flossen in die Planung ein. Auch die Bestimmung des 31.12.2012 als Bewertungsstichtag durch die Prüferin wirkt sich nicht (negativ) auf den Unternehmenswert aus. Denn es erfolgte die entsprechende Aufzinsung auf den 30.08.2013 als vorliegend maßgeblichen Bewertungsstichtag. Dass man zum gleichen Betrag kommt, wenn man vom 31.12.2013 kommend auf den 30.08.2013 abzinst, ist logisch. Die gerügten Defizite in der Vergangenheitsanalyse vermochten die Prüfer nicht auszumachen. Vielmehr sind für sie Bereinigungen bei der Analyse zu Recht erfolgt. Danach ging es im Wesentlichen um die Bewertung einmaliger Vorgänge, die sich in der Planung so nicht fortschreiben ließen. Die Prüfer kamen insoweit zu dem Schluss, dass die Planungsrechnungen von hotel.de nicht nur vertretbar, sondern sogar geboten gewesen seien. Auch konnten sie den von vielen Antragstellern gerügten Anlassbezug der Planung nicht feststellen. Die Prüfer beschrieben dem Gericht ausführlich das System der Planung von hotel.de: Diese erfolgte innerhalb eines auf vier Jahre angelegten Turnussystems. Das erste Jahr dieses Turnus war danach immer das aktuelle Budgetjahr, die weiteren drei Jahre des Turnus die nächsten Planjahre. Wie bereits festgestellt, fanden die Prüfer keine Indizien dafür, dass die (2.) Planung zu pessimistisch war. Gleichwohl stellten sie eine alternative Berechnung an, der sie die als deutlich zu optimistisch eingestufte erste Planung zugrunde legten. Ergebnis war ein Wert von etwas mehr als 24,00 € je Aktie, der aber noch deutlich unter dem maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurs liegt. Die Prüfer fanden auch keine Anhaltspunkte für externe Einflüsse auf die Planung von hotel.de. Dies gilt insbesondere seitens der Antragsgegnerin. Dass der Unternehmensbewertung nicht die alte, schon aus den vorerwähnten Gründen als überholt anzusehende Planung zugrunde gelegt werden kann, ergibt sich für die Prüferin und ihre im Termin angehörten Mitarbeiter auch daraus, dass für die Marktrisikoprämie ein Wert von weniger als 3,5 % angenommen werden müsste. Dies ist nachvollziehbar. Zum einen widerspräche ein derartiger Wert den allerdings nicht in Stein gemeißelten Empfehlungen des FAUB, die insoweit einen Wert zwischen 5,0% und 6,0 % vorschlagen. Zum anderen läge ein solcher Wert, so die Mitarbeiter der Prüferin nachvollziehbar, außerhalb des Bereichs der verfügbaren Marktdaten. Ihn der Planung zugrunde zu legen, verbietet sich daher. Auch die Einwände verschiedener Antragsteller gegen den von Gutachterin und Prüferin in Ansatz gebrachten Wachstumsabschlag greifen nicht durch. So konnten die Mitarbeiter der Prüferin im Rahmen ihrer mündlichen Anhörung nachvollziehbar begründen, weshalb ein Wachstumsabschlag von mehr als 1% nicht gerechtfertigt ist. Aber selbst dann, wenn man den Rügen und Argumenten der Antragsteller insoweit folgte, wirkte sich dies nicht auf die Entscheidung und die Unternehmensbewertung

aus. Die Mitarbeiter der Prüferin stellten bei ihrer Anhörung verschiedene Vergleichsrechnungen an, bei denen sie die Werte, die seitens der Antragsteller teilweise vertreten wurden, der Berechnung zugrunde legten. Selbst bei aus ihrer Sicht unververtretbaren Werten, wie sie von Antragstellerseite vorgeschlagen worden waren, etwa für den Wachstumsabschlag von 1,5 % und für die Marktrisikoprämie von 4 %, kommen sie zu einem Aktienwert von 28,29 € und damit auf einen Wert unterhalb des ermittelten Börsenkurses. Dieser Wert wurde ermittelt auf Basis der optimistischsten Alternativrechnung der Antragsteller. Damit lässt sich auch bei den aus Sicht der Antragsteller optimistischen Eckdaten kein Unternehmenswert begründen, der oberhalb des maßgeblichen Börsenkurses liegt.

II. Die Kammer erachtet auch den Basiszins nicht zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre als zu hoch angesetzt.

1. Im Ertragswertverfahren werden die Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens als Kapitalisierungszinssatz herangezogen. Dabei setzen sich die Eigenkapitalkosten zusammen aus einem risikolosen Zinssatz (= Basiszins) und dem Risikozuschlag für das verschuldete Unternehmen. In der Phase der ewigen Rente werden zudem nachhaltige Wachstumseffekte, die als stetig wachsende finanzielle Überschüsse angenommen werden, dadurch berücksichtigt, dass der Kapitalisierungszins um einen Wachstumsabschlag gekürzt wird.

2. Dies vorausgeschickt gilt für die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes:

a) Der Basiszins repräsentiert eine risikolose und zu dem Zahlungsstrom aus dem zu bewertenden Unternehmen laufzeitäquivalente Kapitalmarktanlage (vgl. Dörschel u.a., Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung 2. Aufl. 2012, S. 50, m.w.N.). Der Basiszinssatz ist daher regelmäßig aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere, also aus landesüblichen Zinssätzen für (quasi-)risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abzuleiten. Denn der Abzinsung der zukünftigen Erträge auf den Stichtag liegt die Vorstellung zugrunde, den Betrag zu ermitteln, der bei einem realistischen Zins Erträge bringt, die den zu erwartenden Unternehmensgewinnen entsprechen.

c) Zu ermitteln ist somit der, aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig laufzeitäquivalente, also auf Dauer zu erzielende einheitliche Nominalzinssatz (st. Rspr. vgl. z.B. OLG München, Beschluss vom 02.04.2008,

31 Wx 85/06, Rn. 25, mit Verweisen auf die betriebswirtschaftliche Literatur und Beschluss vom 19.01.2006, 31 Wx 92/05, Rn. 27, zitiert jeweils nach juris). Dabei darf zur Prognose der langfristigen Zinsentwicklung nicht in erster Linie darauf abgestellt werden, ob zum Zeitpunkt des Stichtags eine Niedrigzinsphase herrscht, sondern es ist eine Gesamtschau unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung der Vergangenheit anzustellen (vgl. OLG München, a.a.O. und OLG Stuttgart, Beschluss vom 01.10.2003, 4 W 34/93, Rn. 33 f, jeweils zitiert nach juris).

- d) Diesen Erwägungen wird die Annahme eines Basiszinssatzes von 2,25 % gerecht. Die Prüferin erläutert die Annahme diesen Zinssatzes im Wesentlichen wie folgt: Zunächst wurde entsprechend der Empfehlung des IDW von einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten ausgegangen, die von der Deutschen Bundesbank bereitgestellt werden. Hierzu wurden Durchschnittsgrößen über den Dreimonatszeitraum von 01.04.2013 bis 30.06.2013 erhoben. Die Prüferin konnte der Gutachterin insoweit konstatieren, die Empfehlungen des IDW in vollem Umfang umgesetzt zu haben. Dabei nahm sie eine eigenständige Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes vor und hinterfragte einzelne Empfehlungen des IDW. Dies gilt insbesondere für die Länge des für die Durchschnittsbildung verwendeten Zeitraums bei der Ableitung der Zinsstrukturkurve. Hier grenzte sich die Prüferin deutlich von den Hinweisen des FAUB ab, nach denen aus ihrer Sicht aktuelle Zinsentwicklungen nur mit einer deutlichen Verzögerung abbildet werden und die danach ermittelten Basiszinssätze möglicherweise nicht die Verhältnisse am Bewertungsstichtag widerspiegeln. Nach Auffassung der Prüferin sollen im Hinblick auf das Stichtagprinzip nur solche Schwankungen der Zinssätze bereinigt werden, die keinen anhaltenden Trend aufweisen und somit auch von einer Marktenge bzw. Schätzfehlern geprägt sein könnten. Dies verkürzt den Betrachtungszeitraum auf 30 Tage. Dieser Zeitraum bietet – so die Prüferin plausibel und nachvollziehbar – den Vorteil, dass aktuelle Zinsentwicklungen relativ zeitnah abgebildet werden können. Weiterer Vorteil ist, dass sich damit kurzfristige Schwankungen glätten und sich Schätzfehler reduzieren lassen. Konsequenter zog die Prüferin bei der Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes zunächst den 30.06.2013 als Endstichtag der Durchschnittsbildung und die spezifischen finanziellen Überschüsse der hotel.de heran und verkürzte den Zeitraum der Durchschnittsbildung auf 30 Tage. Folge ist die Berücksichtigung eines näher am Tag der Hauptversammlung liegenden Betrachtungszeitraumes und der

kurzfristigen Zinsentwicklung. Im Ergebnis vollzieht die Prüferin die von der Gutachterin ermittelten Werte nach und gelangt danach zu einem etwas höheren Wert von 2,48% für den einheitlichen Basiszinssatz. Dieser Wert bildet aber noch nicht die Risiken der zukünftigen Entwicklung und die persönlichen Steuern ab. Dementsprechend ließ die Prüferin bei der Ermittlung des Basiszinssatzes zunächst einen Risikozuschlag vor und nach persönlichen Steuern einfließen. Im Ergebnis landet die Prüferin damit bei einem Basiszinssatz von 2,38%. Der von der Gutachterin in Ansatz gebrachte Wert von 1,66% ist für sie angesichts der Abweichung von der eigenen Berechnung vertretbar. Damit macht die Prüferin deutlich, dass sie den von der Gutachterin angesetzten Wert eher zum unteren Rand des in Betracht kommenden Spektrums zählt.

- e) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO vom Gericht zu schätzen ist.
- aa) Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. zuletzt LG München I, Beschluss vom 31.07.2015, Az.: 5 HKO 16371/13, Rn. 285 m. zahlreichen weiteren Nachweisen).
- bb) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt. Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der

langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagemöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. insoweit LG München I, Beschluss vom 31.07.2015, Az.: 5 HKO 16371/13, Rn. 287ff., OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512;; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG1. Aufl., Anh § 11 Rn. 126 f.).

- cc) Das Gericht vermag grundsätzlich und in Fortführung seiner bisherigen Rechtsprechung der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM generell den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus anderen

Spruchverfahren ist bekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine sog. Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. LG München I, Beschluss vom 31.07.2015, Az.: 5 HKO 16371/13, Rn. 287ff m. w. N.).

- dd) Auch ist die Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW- Standards empfohlen wird, nicht unbedingt ein taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus, als es die IDW-Standards vorsehen. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hiermit nicht in Übereinklang. Weiterhin kommt es bei Anwendung des arithmetischen Mittels als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu Verzerrungen in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht ein Jahr ist (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPG 2006, 1005, 1017 f.).
- ee) Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Andererseits führt das geometrische ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes, wenn die Anlageperiode nicht gleich ein Jahr ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

- ff) Insoweit erweist es sich daher grundsätzlich am praktikabelsten, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen. Dabei ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Insoweit können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt sich dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta Faktor. Das (Tax-)CAPM geht von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt (vgl. S. 29 des Prüfberichts). Dabei vermag das Gericht grundsätzlich indes den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen, die entsprechend der auch im Prüfbericht in Bezug genommenen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierende implizit ermittelten Marktrisikoprämie von den Bewertungsgutachtern angesetzt und von den Vertragsprüfern nicht beanstandet wurde.
- gg) Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist generell nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages.
- hh) Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und

Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (vgl. dazu Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell - vorliegend also zum Ertragswertverfahren - sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5 HK O 16505/08).

- ii) Gegen den Ansatz einer mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründeten höheren Marktrisikoprämie spricht weiterhin der Umstand, dass die Vergangenheitszahlen, die zu der vom IDW bislang zugrunde gelegten ursprünglichen Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung der Abgeltungssteuer mit Werten zwischen 4,0 % und 5,0 % führte, bereits mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Auf- wie auch des Abschwungs umfasste. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem - wenn auch überraschend raschen - erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. hierzu LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.;

Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.;
Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der
Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.).

- jj) Diese These ist allerdings nicht unumstritten. Vielmehr wird ebenso vertreten, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren. Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, ist ein Ansatz einer Marktrisikoprämie, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, grundsätzlich sachgerecht (vgl. LG München, a. a. O.).
- kk) Für den grundsätzlichen Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5 % nach Steuern sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die zurückgegriffen werden kann. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. LG München, a. a. O.). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund gedrängt. Der Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe, scheint jedenfalls nicht weniger gut geeignet, um die Marktrisikoprämie festzulegen.
- ll) Angesichts dieser Überlegungen, denen es ungeachtet der unterschiedlichen - auch vor dieser Kammer vorgenommenen - Erklärungsversuche zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW - an einer verlässlichen empirischen Grundlage fehlt, sieht die

Kammer im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO grundsätzlich die „Schnittmenge“ von 5,0 % als sachgerecht an.

- mm) Vorliegend kommen die Prüferin und die Gutachterin übereinstimmend zu dem Wert von 4,50 %. Sie folgen dabei im Wesentlichen den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung. Die Prüferin verkennt nicht, dass angesichts des historisch niedrigen Zinsniveaus und unter Berücksichtigung von Studien zu internationalen Marktrisikoprämien Anhaltspunkte dafür vorliegen, die Marktrisikoprämie entgegen dem Interesse der Antragsteller eher höher festzulegen. Gleichwohl folgt sie insoweit der Gutachterin und legt ihrer Berechnung einen Wert von 4,5% zugrunde.
- nn) Auch der Bewertung zugrunde gelegte Beta-Faktor ist nach den überzeugenden Ausführungen der Sachverständigen und der Prüferin nicht zu beanstanden. Dieser Faktor drückt das Verhältnis zwischen dem allgemeinen Marktrisiko hier auf einem alten und gesättigten Markt, wie dies der Mitarbeiter der Prüferin nachvollziehbar herausgestellt hat, und dem individuellem, unternehmensspezifischen Risiko aus, dem vorliegend im Wesentlichen einer Vergleichsgruppenanalyse aus dem Bereich der Online-Reiseportale wie Priceline oder Expedia, die – auch dies lag ersichtlich nahe – in vergleichbaren Märkten aktiv sind. Durchgreifende Bedenken gegen die Ermittlung des Faktors und die Zusammensetzung der Peer-Group wurden nicht vorgebracht und drängen sich auch nicht auf. Dabei wird nicht verkannt, dass die Gutachterin aus Sicht der Prüferin einen etwas zu niedrigen Beta-Faktor von 0,91 ermittelt hat. Die Gutachterin hatte zunächst einen Wert von 0,912 ermittelt. Dieser Wert liegt in der von der Prüferin ermittelten Bandbreite der Beta-Faktoren der von ihr in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen. Auf den unternehmenseigenen Beta-Faktor von hotel.de stellt die Prüferin dabei ausdrücklich nicht ab. Begründet wird dies mit der fehlenden Belastbarkeit dieses Wertes. Die Prüferin betonte im Rahmen ihrer Anhörung, dass der Beta-Faktor von ihr auf einen deutlich höheren Wert, nämlich 1,05 festgesetzt worden wäre. Indes kommt sie plausibel zu der Schlussfolgerung, dass der Beta-Faktor jedenfalls nicht zu hoch bemessen ist.

nn) Auch der in Ansatz gebrachte Wachstumsabschlag in Höhe von 1% ist nicht zu beanstanden.

(1) Bei der Bewertung von Unternehmen wird die Planung der zukünftigen Entwicklung in zwei Phasen unterteilt, die Detailplanungsphase der nächsten drei bis fünf Jahre und die sich daran anschließende Phase der ewigen Rente. Die erste dieser beiden Phasen berücksichtigt dynamische Entwicklungen wie Preis- oder Mengensteigerungen unmittelbar bei der Prognose der finanziellen Überschüsse. Die zweite berücksichtigt nachhaltige Wachstumseffekte in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse. Diese können im Kalkül durch Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um den sog. Wachstumsabschlag berücksichtigt werden. Die Höhe des Wachstumsabschlags in der Phase der ewigen Rente ist dabei von der individuellen Situation des zu bewertenden Unternehmens und damit von einer Vielzahl von Faktoren abhängig. In diesem Zusammenhang ist insbesondere zu untersuchen, ob sich das zu bewertende Unternehmen in einem idealtheoretischen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet oder ob die jährlichen finanziellen Überschüsse zwar noch Veränderungen unterliegen, jedoch mit konstanter Rate wachsend fortgeschrieben werden können. Dabei impliziert die Fortschreibung der finanziellen Überschüsse mittels einer konstanten Wachstumsrate, dass Erträge wie Aufwendungen und damit auch die Ergebnisgröße mit gleicher Rate wachsen (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 317ff.). Mit dem Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass eine Geldentwertung bei der Anlage in einem Unternehmen nicht in gleichem Umfang eintritt wie bei Kapitalanlagen in festverzinslichen Wertpapieren, bei der der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält. Seine Höhe hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass Unternehmen die Fähigkeit besitzen, die laufende Geldentwertung aufzufangen und gegebenenfalls an Kunden weiterzugeben, so dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen insoweit einer Geldentwertung entzogen werden kann (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21.01.2008, Az.: 26 W 6/06)

(2) Vorliegend gehen Gutachterin und Prüferin von einem Wachstumsabschlag in Höhe von 1,00 % aus. Die Prüferin erläuterte im Rahmen ihrer Anhörung plausibel, wie sie diesen Wert ermittelt hat. Ausgangspunkte war eine Analyse

der auf vier Jahre ausgedehnte Detailplanungsphase und der sich daran anschließenden drei Jahre. Anhaltspunkte dafür, dass man in diesem relativ weit in die Zukunft reichenden Zeitraum ein wertsteigerndes Wachstum von mehr als 1,00 % erzielen kann, vermochte die Prüferin nicht zu entdecken. Sie modellierte dabei das Wachstum, das zusätzliche Werte generiert, und grenzte es vom Inflationswachstum ab. Auch dies ist logisch und nachvollziehbar. Dies gilt umso mehr, als die Prüfer im Rahmen ihrer Anhörung überzeugend erläutert haben, dass sie das Wachstum für das Unternehmen extra modelliert hat. Nach ihren Ausführungen hat sie sich insoweit bewusst gegen die vom IDW vorgeschlagene Methode entschieden. Das Ergebnis ihrer genauen Prüfung ist, dass ein Wert für den Wachstumsabschlag von mehr als 1 % nicht als sachgerecht angesehen werden kann. Darüber hinaus hält sich der für den Wachstumsabschlag ermittelte Wert von 1% genau in der Mitte der sonst in der Rechtsprechung hierfür angesetzten 0 bis 2 % (so LG Düsseldorf, Beschluss vom 30.08.2012, Az.: 31 O 4/06: 1%; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.09.2011, Az.: 20 W 4/10: 0,7%; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23.07.2015, Az.: 12a W 4/15: 1,5%).

oo) Vor diesem Hintergrund beziffert die Kammer den Barwert einer Aktie wie folgt:

- (1) Beim Basiszinssatz wird ein Wert von 2,02% angenommen. Es handelt sich dabei um den Mittelwert von Prüferin und Gutachterin, für die der Wert der Prüferin von 1,66% ersichtlich am unteren Rand des vertretbaren Spektrums lag. Der von ihr selbst favorisierte Wert weicht deutlich von diesem ab. Daher erscheint es sachgerecht, den Mittelwert zwischen beiden Positionen der Schätzung des Unternehmenswertes zugrunde zu legen. Die Marktrisikoprämie taxiert die Kammer auf 4,75 %. Die Prüferin hielt den Wert von 4,5% eher zu niedrig, folgt aber Gutachterin ersichtlich zugunsten der Kleinaktionäre. Ein belastbares Kriterium für die Zugrundelegung eines als zu niedrig empfundenen Wertes ist dem Gericht nicht ersichtlich. Dieses ging bislang bei seinen Schätzungen üblicherweise von einem Schätzwert von 5,0% aus. Eine Korrektur des üblichen Schätzwertes von 5,0% um 0,25% scheint vorliegend angebracht. Dieser Wert liegt deutlich über dem von der Prüferin als zu niedrig empfundenen und deutlich unter dem sonst üblichen Schätzwert, den die Prüferin selbst nicht in Erwägung gezogen hat. Beim

Betafaktor setzt die Kammer mit einem Wert von 0,98 ebenfalls auf eine vermittelnde Lösung zwischen Gutachterin und Prüferin, deren nachvollziehbaren Bedenken dadurch Rechnung getragen werden kann. Beim Wachstumsabschlag folgt die Kammer Prüferin und Gutachterin. Die Ableitung dieses Wertes ist plausibel und nachvollziehbar. Der Wert von 1,0 % ist auch sonst ein üblicher Wert im Gegensatz zu den von verschiedenen Antragstellern angenommenen deutlich höheren Werten, die sich für die Prüferin als nicht realitätsbezogen darstellten.

- (2) Hieraus ergibt sich folgende Berechnung: Der Kapitalisierungszinssatz errechnet sich aus der Addition von Basiszinssatz und Risikoprämie als Produkt aus Marktrisikoprämie und Betafaktor. Unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlages errechnet sich ein Wert von 5,675%. Bezogen auf die ab 2013 erwarteten bereinigten Ergebnisse, wie sie die Gutachterin festgestellt hat, errechnet sich ein (nicht abgezinster) Unternehmenswert von 73.945 T€. Hieraus wiederum folgt ein Wert je Aktie von 19,72 €.
- pp) Auch dieser Wert ist niedriger als Börsenwert, wie ihn Gutachterin und Prüferin/Börsenwert ermittelt haben:
- (1) Prüferin und Gutachterin sind bei Ermittlung des Börsenwertes korrekt im Sinne der Vorgaben der obergerichtlichen Vorgaben vorgegangen. Art. 14 Abs. 1 GG verlangt nicht, dass gerade der Börsenkurs zum Bewertungsstichtag zur Untergrenze der Barabfindung gemacht wird. Da die Eingliederungskonditionen den Marktteilnehmern vor diesem Stichtag jedenfalls während der mindestens einmonatigen Einberufungsfrist zur Hauptversammlung, auf der über die Eingliederung abgestimmt wird, bekannt sind, hätten Interessenten sonst die Möglichkeit, den Börsenkurs während dieser Zeit auf Kosten des Mehrheitsaktionärs in die Höhe zu treiben. Wie der Stichtag festzusetzen ist, gibt die Verfassung nicht vor. Entscheidend ist allein, dass die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses einem Missbrauch beider Seiten begegnen. Sie können insoweit etwa auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe des Unternehmensvertrags zurückgreifen. Zwar muss die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft "im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung" über die Eingliederung berücksichtigen. Zu den im Berücksichtigungszeitpunkt maßgeblichen

Verhältnissen gehört aber nicht nur der Tageskurs, sondern auch ein auf diesen Tag bezogener Durchschnittswert. Der Bundesgerichtshof hat auf der Grundlage der Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts mit Beschluss vom 12. März 2001 (BGHZ 147, 108) entschieden, dass für die Festsetzung der angemessenen Barabfindung sowohl der Börsenkurs zum Stichtag der Hauptversammlung als auch ein auf den Stichtag bezogener Durchschnittskurs in Betracht kämen, der aus den für einen bestimmten Zeitraum festgestellten Kursen gebildet wird. Aus Gründen der Rechtssicherheit sei auf einen auf den Stichtag im Sinne des § 320 b Abs. 1 Satz 5 AktG bezogenen Durchschnittskurs abzustellen. Dabei sei ein Referenzzeitraum von drei Monaten, der unmittelbar vor der Hauptversammlung der beherrschten Aktiengesellschaft liege, erforderlich, aber auch ausreichend, um den vom Bundesverfassungsgericht angesprochenen Missbrauchsgefahren wirksam begegnen zu können (vgl. BVerfG, Beschluss vom 29.11.2006, Az.: 1 BvR 704/03, Rn. 11ff. m. w. N., zitiert nach juris).

- (2) Diesen Vorgaben wurde vorliegend entsprochen. Gutachterin und Prüferin haben den Börsenkurs zutreffend nach dem nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt. Grundsätzlich wären die Daten der BaFin als Berechnungsgrundlage heranzuziehen. Dies war vorliegend indes nicht möglich; denn aufgrund des Status des Unternehmens lagen der BaFin diese nicht vor. Konsequenterweise ermittelten Prüferin und Gutachterin anhand selbst erhobener Daten den volumengewichteten Durchschnittskurs für den Zeitraum vom 23.02.2013 bis 22. Mai 2013 als dem letzten Tag vor Ankündigung der Strukturmaßnahme. Unter Zugrundelegung der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg wertete die Prüferin für jede Woche im dreimonatigen Referenzzeitraum aus, wie viele Aktien gehandelt wurden und wie hoch der jeweilige Handelsumsatz war. Daraus errechnete sie für jede Woche den durchschnittlichen Börsenkurs unter Berücksichtigung des Umsatzvolumens. Gutachterin und Prüferin kamen sodann übereinstimmend und mathematisch zutreffend auf einen volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs von 28,75 €.
- (3) Vor dem Hintergrund dieser Feststellungen war der Börsenkurs als damit als maßgeblich für die Unternehmensbewertung anzusehen. Es ist nämlich mit

Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar, wenn bei der Unternehmensbewertung der Kurswert der Aktie außer Betracht bleibt. Das ergibt sich daraus, dass die Entschädigung und folglich auch die Methode ihrer Berechnung dem entzogenen Eigentumsobjekt gerecht werden müssen. Das Aktieneigentum ist - im Vergleich zu einer Beteiligung an einer Personenhandelsgesellschaft oder an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung - nicht zuletzt durch seine Verkehrsfähigkeit geprägt. Das gilt vor allem für die börsennotierte Aktie. Sie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Insbesondere Kleinaktionären, die regelmäßig nicht über alle relevanten Informationen verfügen, steht kein anderer Maßstab zur Verfügung, an dem sie den Wert dieses spezifischen Eigentumsobjekts messen könnten. Der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch den Unternehmensvertrag oder die Eingliederung erleidet, stellt sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar. Dieser ist mit dem Börsenkurs der Aktie regelmäßig identisch. Da der Verkehrswert aber die Untergrenze der "wirtschaftlich vollen Entschädigung" bildet, die Art. 14 Abs. 1 GG für die Entwertung oder Aufgabe der Anteilsrechte fordert, steht es mit diesem Grundrecht grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs. Sonst erhielten die Minderheitsaktionäre für ihre Aktien weniger, als sie ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Mehrheitsaktionärs bei einem Verkauf erlöst hätten. Diese Anforderung steht auch im Einklang mit der Praxis, die in anderen Rechtsgebieten geübt wird, wenn es um die Feststellung von Unternehmens- oder Aktienwerten geht. So bemisst sich etwa der Wert verkaufter Gegenstände, die einen Markt- oder Börsenpreis haben, nach diesem (vgl. §§ 385, 1221, 1235 Abs. 2, 1295 BGB, § 376 Abs. 2 und 3 HGB). Im Steuerrecht ist als Wert der an einer deutschen Börse zugelassenen Wertpapiere der niedrigste am Stichtag amtlich notierte Kurs anzusetzen (§ 11 Abs. 1 BewG). Zugewinn- und Pflichtteilsansprüche sind gegebenenfalls auf der Grundlage von Börsenkursen zu ermitteln. Schließlich knüpft auch das Aktiengesetz selbst im Zusammenhang mit einem zulässigen Bezugsrechtsausschluss in § 186 Abs. 3 Satz 4 an den Börsenpreis an. Die Argumente, die gegen die Gleichsetzung des Werts einer Unternehmensbeteiligung mit dem Börsenkurs der Aktie sprechen, zwingen nicht dazu, den Börsenkurs bei der Feststellung von Abfindung oder Ausgleich gänzlich außer Betracht zu lassen. Das Gebot, bei der Festsetzung der

angemessenen Entschädigung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse. Eine Überschreitung ist verfassungsrechtlich unbedenklich. Es kann aber auch verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten. Da Art. 14 Abs. 1 GG keine Entschädigung zum Börsenkurs, sondern zum "wahren" Wert, mindestens aber zum Verkehrswert verlangt, kommt eine Unterschreitung dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az.: 1 BvR 1613/94, Rn. 61ff. m. zahlreichen w. N., zitiert nach juris).

- (4) Anhaltspunkte, die es rechtfertigten, den Unternehmenswert unterhalb des Börsenwertes als Verkehrswert anzusetzen, sind vorliegend nicht ersichtlich. Damit stellt der über dem Ertragswert liegende Börsenwert von 28,75 € als Untergrenze für die Bemessung des Unternehmenswert den angemessenen Abfindungsbetrag je Aktie dar. Dieser Wert liegt auch über dem nichtvolumengewichteten Durchschnittkurs von 28,62 €.

- III. Damit erweisen sich alle Anträge unbegründet. Das Ergebnis von Gutachterin und Prüferin ist nicht zu beanstanden;

D.

- I. Nach § 15 Abs. 1 SpruchG sind die Gerichtskosten, einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters, von der Antragsgegnerin zu tragen. Das Ergebnis des Verfahrens gibt keinen Anlass, eine abweichende Entscheidung zu treffen. Zwar wurden die Anträge der Antragsteller auf Erhöhung der Barabfindung im Ergebnis zurückgewiesen. Dies führt vorliegend indes nicht dazu, dass ihnen auch die Gerichtskosten aufzuerlegen wären. Denn gem. § 15 Abs. 1 SpruchG können die Gerichtskosten nur dann ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Dies ist nicht schon dann der Fall, wenn die Antragsteller wie vorliegend im Verfahren unterlegen sind (vgl. Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 15 SpruchG Rn. 17). Vielmehr ist die Frage der Billigkeit auch mangels eines entsprechenden, auf den Verfahrensausgang gerichteten Verweises wie in § 15 Abs. 2 SpruchG nach dem Normzweck des Spruchverfahrensgesetzes zu beurteilen: Dieses will alle Minderheitsgesellschafter gleich behandeln und eine Verbesserung des Umtausch- oder Beteiligungsverhältnisses oder der Gegenleistung ermöglichen, Beeinträchtigungen des Anteilseigentums abwehren und dort Ausgleich schaffen, wo

abfindungswertbezogene Rügen gegen eine Strukturmaßnahme nicht eingewandt werden können (Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 1 SpruchG Rn. 2). Damit hat das Spruchverfahren eine objektive Komponente, die durch die Stellung des gemeinsamen Vertreters im Spruchverfahren belegt wird. Dieser soll die Interessen der Anteilseigner schützen, die nicht selbst einen Antrag gestellt haben. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Anteilseigner (Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 6 SpruchG Rn. 1). Der gemeinsame Vertreter kann das Verfahren selbst nach Rücknahme aller Anträge der Anteilseigner fortsetzen, etwa um die Gewährung von Sondervorteilen an alle oder einzelne Antragsteller zu verhindern (Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 6 SpruchG Rn. 15). Auch dies ist Beleg dafür, dass die Überprüfung der Abfindung nicht nur im Einzelinteresse des jeweiligen Antragstellers liegt, sondern auch in dem Interesse der Gesamtheit der Anteilseigner und damit des Unternehmens bzw. Konzerns insgesamt. Da sich die Anträge nicht als rechtsmissbräuchlich darstellen und die Ermittlung der angemessenen Barabfindung in Punkten kritisieren, die regelmäßig Gegenstand auch der gerichtlichen Prüfung im Rahmen des Spruchverfahrens sind, wäre es unbillig, sie mit den Gerichtskosten zu belasten.

- II. Im Hinblick auf die den beteiligten Antragstellern entstandenen Kosten der zweckentsprechenden Rechtsverfolgung gilt die Regelung des § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten insoweit ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Vorliegend waren die Anträge der Antragsteller erfolglos. Mit ihren Einwendungen gegen Gutachten und Prüfbericht nebst Ergänzung konnten sie nicht durchdringen. In Ermangelung von Anhaltspunkten, die zu einer anderen Beurteilung Anlass bieten könnten, entspricht es daher der Billigkeit, die Antragsteller ihre im Sinne des § 15 Abs. 2 SpruchG notwendigen Kosten selbst tragen zu lassen.
- III. Der Geschäftswert beträgt 200.000 €. Er ergibt sich aus § 74 S. 1 2. Halbsatz GNotKG. Als Geschäftswert ist grundsätzlich der Betrag anzunehmen, der von den Inhabern außenstehender Aktien nach Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Da eine solche Forderung indes nicht besteht, verbleibt es für den Geschäftswert beim gesetzlichen Mindestbetrag von 200.000 €.

IV. Die Festsetzung der Auslagen und der Vergütung des gemeinsamen Vertreters folgt aus § 6 Abs.2 SpruchG. Auf Grundlage des oben genannten Geschäftswertes von 200.000 € ergibt sich folgende Berechnung:

1,3 Verfahrensgebühr Nr. 3100 VV RVG	€	2.360,80
1,2 Terminsgebühr Nr. 3104 VV RVG	€	2179,20
Pauschale Nr. 7002 VV RVG	€	20,00
Umsatzsteuer auf die Vergütung nach Nr. 7008 VV RVG	€	866,40
Gesamt	€	5426,40

V. Die Anordnung der Veröffentlichung dieser Entscheidung folgt aus § 14 Nr. 3 SpruchG.

F.

Gegen diesen Beschluss finden die Rechtsmittel der Beschwerde oder der Sprungrechtsbeschwerde statt.

I. Rechtsmittel der Beschwerde

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht Nürnberg-Fürth, Fürther Straße 110, 90429 Nürnberg, einzulegen. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass, § 38 Abs. 3 FamFG. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeine Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

II. Rechtsmittel der Sprungrechtsbeschwerde

Gegen diesen Beschluss findet auf Antrag unter Übergehung der Beschwerdeinstanz unmittelbar die Rechtsbeschwerde (Sprungrechtsbeschwerde) statt, wenn die Beteiligten in die Umgehung der Beschwerdeinstanz einwilligen und der Bundesgerichtshof die Sprungrechtsbeschwerde zulässt. Der Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde und die Erklärung der Einwilligung gelten als Verzicht auf das Rechtsmittel der Beschwerde.

Die Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist durch Einreichung eines Schriftsatzes (Zulassungsschrift) beim Bundesgerichtshof, Herrenstraße 45 a, 76133 Karlsruhe, zu beantragen.

Die Frist für die Einlegung des Antrags auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde beträgt einen Monat. Sie beginnt mit der Zustellung des in vollständiger Form abgefassten Beschlusses, spätestens aber mit Ablauf von fünf Monaten nach dem Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

In dem Antrag muss dargelegt werden, dass die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts erfordert. Für den Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist die Vertretung durch einen beim Bundesgerichtshof zugelassenen Rechtsanwalt erforderlich, der die Zulassungsschrift zu unterschreiben hat.

Die schriftliche Erklärung der Einwilligung des Beschwerdegegners ist dem Zulassungsantrag beizufügen oder innerhalb der oben genannten Frist zur Einlegung des Rechtsmittels beim Bundesgerichtshof einzureichen.