

91 O 30/14



## **Landgericht Köln**

### **Beschluss**

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren  
zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung betreffend das Squeeze out  
der Sedo Holding AG

g e g e n

hat die 11. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln  
nach der mündlichen Verhandlung vom 13.03.2014 am 22.03.2016  
durch ihre Mitglieder und

beschlossen:

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 2,77 je Namensaktie werden zurückgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten einschließlich der Kosten der Anhörung der Abfindungsprüfer sowie die Kosten des gemeinsamen Vertreters. Die Antragsteller und die Antragsgegnerin tragen ihre außergerichtlichen Kosten jeweils selbst.

- III. Der Geschäftswert und der Wert für die vom Antragsgegner zu tragende Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,-- festgesetzt.

**Gründe:**

A.

1.

a)

Die Antragsgegnerin war mit 96,05 % des Grundkapitals von 30.455.890,00 €, nämlich mit 29.251.631 von 30.455.890 auf den Namen lautenden nennwertlosen Stückaktien Hauptaktionärin der Sedo Holding AG, Köln (im Folgenden: Gesellschaft). Die Antragsteller waren Minderheitsaktionäre.

Die Gesellschaft ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft, deren Gegenstand der Erwerb, das Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Unternehmen im In- und Ausland sowie die Erbringung von Marketing-, Vertriebs- oder sonstigen Dienstleistungen in den Bereichen Informations- und Telekommunikationstechnologie, Beratung von Unternehmen in Marketing-, Vertriebs- und Werbefragen sowie die Vermarktung von Informations- und Telekommunikationstechnologien und Produkten aus diesen Bereichen ist. Die Aktien der Gesellschaft sind zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und außerdem in den Freiverkehr in den inländischen Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart sowie in das elektronische Handelssystem XETRA einbezogen.

Die Gesellschaft ist Obergesellschaft der Sedo Holding Gruppe und hat sich als unabhängiger Anbieter von performancebasierten Marketinglösungen im Internet positioniert. Das Geschäftsmodell gliedert sich in die Geschäftsbereiche Affiliate-Marketing und Domain-Marketing. Das operative Geschäft wird über die Marken „affilinet“ und „Sedo“ betrieben.

Unter Affiliate-Marketing versteht man den Vertrieb über Partnerschaften im Internet. Grundlage dieses Geschäfts ist eine automatisierte und skalierbare Internetplattform. Diese Plattform ist mit ihren Performance-Marketing-Lösungen das Bindeglied zwischen den Online-Werbetreibenden als Anbietern von Partnerprogrammen und den Webseitenbetreibern als registrierten Vertriebspartnern. Über die Plattform bietet Affilinet zahlreiche Tools und Funktionalitäten für ein effizientes und erfolgreiches Affiliate-Marketing an.

Im Domain-Marketing stellt Sedo eine globale Handels- und Vermarktungsplattform für Domains im Domain-Sekundärmarkt bereit. Im Mittelpunkt stehen dabei Tools für den Kauf und Verkauf, die Bewertung sowie die erfolgsbasierte Monetarisierung von Domains. Gegen eine erfolgsabhängige Provision führt Sedo dabei Käufer und Verkäufer von Domains zusammen (Domain-Handel) und vermarktet „geparkte Domains“ im Auftrag der Inhaber an Werbetreibende und übernimmt die sichere Abwicklung der Übertragung. Daneben bietet Sedo die Erstellung von Wertgutachten für Domain-Namen an.

Die Gesellschaft ist Konzernobergesellschaft der Sedo Holding Gruppe. Sie wurde 1996 als 1&1 Multimedia Service GmbH gegründet und firmiert nach diversen Umfirmierungen und einer Umwandlung als Sedo Holding AG. Als Konzernholding konzentriert sich die Gesellschaft im wesentlichen auf zentrale Funktionen wie Controlling & Konzernrechnungslegung et cetera. Wegen der Konzernstruktur im einzelnen wird auf Seite 16 des Übertragungsberichts vom 09.12.2013 verwiesen.

Der Umsatz der Gesellschaft entwickelte sich von 2010 bis 2012 von 116.095 TEUR auf 132.695 TEUR. In 2012 bedeutete dies eine Umsatzsteigerung von 6,6 %, wovon auf das Segment Affiliate-Marketing eine Steigerung von 17,7 % entfiel. Im Segment Domain-Marketing war hingegen von 2011 auf 2012 ein Umsatzrückgang um 17,9 % zu verzeichnen. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war neben dem insgesamt rückläufigen Markt ein zunehmender Wettbewerb durch neue, preisaggressive Anbieter. Das Ergebnis ging von 27.350 TEUR in 2011 auf 24.938 TEUR in 2012 zurück. Die Anzahl der Mitarbeiter blieb mit 345 Ende 2012 im Wesentlichen konstant.

Grund für den Rückgang der Bruttomarge war die zunehmende Verschlechterung des Domain-Marketing-Geschäfts im ersten Halbjahr 2012, was zum 30.06.2012 zu einer Neubewertung dieses Geschäftszweiges und zu einer außerordentlichen Wertminderung des Geschäfts- oder Firmenwertes von 57,1 Mio EUR in der Zahlungsmittel generierenden Einheit Teilkonzern Sedo führte. Auch in der Einheit affilinet Frankreich kam es zu einer außerordentlichen Wertminderung um 3,2 Mio EUR zum 30.06.2012. Wegen der Ergebnisse im Einzelnen wird auf die Tabelle auf Seite 17 des Übertragungsberichtes verwiesen.

Für die ersten neun Monate des Jahres 2013 wird im Übertragungsbericht eine Umsatzsteigerung im Geschäftsbereich Affiliate-Marketing um 11,2% und ein weiterer Umsatzrückgang im Bereich Domain-Marketing um 13,3% (jeweils im Vergleich mit dem Vorjahr) mitgeteilt. Entgegen den Planungen, die eine Umsatzprognose von plus 10 % gegenüber 2012 vorsahen, wird im Übertragungsbericht von einem deutlich reduzierten Umsatzwachstum ausgegangen (5,6%). Wegen der Ertragslage per 30.09.2013 und der Hochrechnung zum 31.12.2013 wird verwiesen auf das Bewertungsgutachten S. 31.

b)

Mit Schreiben vom **10. Oktober 2013** richtete die Antragsgegnerin das förmliche Verlangen an den Vorstand der Sedo Holding AG, die Hauptversammlung gemäß § 327 a Abs. 1 S. 1 AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

In der ordentlichen Hauptversammlung der Sedo AG vom **3. Februar 2014** wurde der Beschluss gefasst, die auf den Namen lautenden Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327 a ff. AktG zu übertragen. Als Abfindung wurde ein Betrag von 2,77 EUR je auf den Namen lautende Aktie bestimmt. Die Höhe der Barabfindung war zuvor von der Antragsgegnerin in ihrem **Übertragungsbericht vom 09.12.2013** auf Grundlage einer von der

erstellten **gutachtlichen**  
**Stellungnahme vom 05.12.2013** festgelegt worden.

Der der von der Kammer mit Beschluss vom 16.10.2013 gerichtlich bestimmte sachverständige Prüfer hat in seinem **Prüfbericht vom 06.12.2013** die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bestätigt.

Die Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister erfolgte am 21.03.2014, die **Bekanntmachung im gemeinsamen Registerportal der Länder am selben Tag**.

In dem Übertragungsbericht vom 09.12.2013 wird ein objektivierter Unternehmenswert der Sedo Holding AG per 03.02.2014 in Höhe von 84,2 Millionen EUR ermittelt (Ertragswert 60,5 Mio EUR zzgl. Sonderwerte von 23,7 Mio EUR für nicht betriebsnotwendiges Vermögen in Form von überschüssigen liquiden Mitteln und steuerlichen Verlustvorträgen), was bei der zu Grunde gelegten Anzahl von 30.455.890 Aktien einem rechnerischen Wert von 2,77 EUR pro Aktie entspricht. Der durchschnittliche volumengewichtete Börsenkurs für einen vor Veröffentlichung der Ankündigung der gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme durch Pressemitteilung vom 02.10.2013 an eben diesem Tage endenden Dreimonatszeitraum (also vom 02.07.2013 bis 01.10.2013) wurde mit 2,32 EUR angegeben. Da dieser Wert unter dem zuvor ermittelten Unternehmenswert pro Aktie liegt, ist er für die Höhe der Abfindung irrelevant.

c)

Die von erstellte **gutachtliche Stellungnahme vom 05.12.2013** orientiert sich an den Grundsätzen IDW S 1 und erfolgte auf den Tag der Hauptversammlung als Stichtag. Bei Zugrundelegung des Ertragswertverfahrens kommt zu einem objektivierten Unternehmenswert der Gesellschaft zum Stichtag von rund 84,214 Mio. EUR.

Der Ermittlung dieses Wertes liegen neben den Ergebnissen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 (letzteres hochgerechnet) die im Rahmen des jährlichen Planungsprozesses vom Vorstand erstellte **Planungsrechnungen** für

die Jahre 2014 – 2016 (Planungsphase I) zu Grunde, die im November 2013 abgeschlossen und am 25.11.2013 vom Aufsichtsrat der Sedo verabschiedet wurde. Die Planungsrechnungen wurden für jedes der Geschäftssegmente (Affilinet, Sedo, Corporate) gesondert vorgenommen (vgl. GA S. 33 ff.). Auf der Grundlage dieser Planungen ist auch die Ewige Rente berechnet und wird dabei ein weiteres jährliches Wachstum von 1% angenommen.

Bei der auf dieser Planung basierenden Ermittlung des Ertragswertes legt einen **Basiszinssatz von 2,75%** (vor Abzug der persönlichen Einkommensteuern) bzw. nach Abzug der pauschalen Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,38 % einen solchen von **2,02 %** zugrunde. Die **Marktrisikoprämie** wird nach dem (Tax-) CAPM mit **5,5 %** (nach persönlicher Einkommensteuer), das unternehmensspezifische Risiko mit einem unternehmenseigenen **Betafaktor von 0,99** (unverschuldet), ermittelt aus einer aus vier Unternehmen bestehenden Peer Group, in Ansatz gebracht. Der Kapitalisierungszinssatz für die Jahre 2014 bis 2016 beträgt demnach 7,47%.

Für die ewige Rente (Planungsphase II ab 2017) ist ein **Wachstumsabschlag von 1,0 %** angesetzt. Für die ewige Rente ergibt sich sodann nachhaltig ein Kapitalisierungszinssatz von 6,47 % (siehe die Zusammenstellung S.49 des Gutachtens).

Unter Zugrundelegung der vorbeschriebenen Parameter gelangt zu einem Ertragswert per 03.02.2014 von 60,498 Mio. EUR. Hinzugerechnet wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen mit 22,5 Mio EUR, welches sich aus den Forderungen gegen verbundene Unternehmen (im wesentlichen Ausleihung von Liquidität an die Antragsgegnerin) in Höhe von rund 19,0 Mio EUR und aus Zahlungsmitteln bzw. Zahlungsmitteläquivalenten von rund 2,6 Mio EUR zusammen setzt

Daraus ergibt sich der Unternehmenswert von gerundet 84,214 Mio EUR, was einen Wert je Aktie von 2,77 EUR ergibt.

Diesen Wert hat anhand von Multiplikatoren plausibilisiert.

Wegen der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin wird auf das Bewertungsgutachten von                      Bezug genommen.

d)

Der sachverständige Prüfer                      gelangt unter Auseinandersetzung mit den Einzelheiten der Bewertungsparameter zu dem Ergebnis, dass die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung von 2,77 EUR je Aktie angemessen ist. Wegen der Einzelheiten wird auf den **Bericht des sachverständigen Prüfers vom 06.12.2013** verwiesen.

2.

Zur Begründung ihrer spätestens am 23.06.2014 eingegangenen Anträge machen die Antragsteller geltend, die festgesetzte Barabfindung von 2,77 € je Stückaktie sei zu niedrig und daher unangemessen. Einige Antragsteller vertritt die Auffassung, der Wert der zur Gesellschaft gehörenden Marken und Domains seien eigenständig zu ermitteln.

a) Planung

(1) Detailplanungsphase

(a) Einige Antragsteller sind der Auffassung, die von den Gutachtern und von dem Sachverständigen Prüfer für die Unternehmensbewertung gebilligten und zu Grunde gelegten Planannahmen seien zu pessimistisch und deshalb nicht plausibel.

Im Segment Affiliate Marketing sei das überproportionale Wachstum im mobilen Marketing nicht ausreichend berücksichtigt worden.

Auch die Wachstumsmöglichkeiten, die sich daraus ergäben, dass Deutschland im internationalen Vergleich ein Entwicklungsland darstelle („geringe Internetpenetration“), seien in der Planung unzureichend berücksichtigt.



Schließlich sei im Bereich Domain-Marketing der Umstand unzureichend gewürdigt, dass die Gesellschaft als einzige Wettbewerberin einen hohen Vorratsbestand an Domains habe.

Erkennbar sei auch nicht, dass in die Planung bereits jetzt bestehende Verbundeffekte eingeflossen seien, die sich aus der faktischen Konzernbildung ergeben könnten. Dies betreffe insbesondere die Bereiche Kundenakquisition, den Vertrieb sowie die Technik- und Software-Entwicklung.

(b) Die Annahme einer Vollausschüttung in der Detailplanungsphase entspreche nicht dem Ausschüttungsverhalten in der Vergangenheit und entspreche auch nicht der Üblichkeit.

## (2) Ewige Rente

(a) die Planung der Ergebnisse in der ewigen Rente bilde keine Fortschreibung der positiven Trendentwicklungen ab, dies im Wesentlichen mit der Begründung erheblichen Wettbewerbsdrucks. Der Übertragungsbericht bzw. die gutachtliche Stellungnahme von                    sehe das Unternehmen zu Unrecht in einem eingeschwungenen Zustand. Etwa der Antragsteller zu 63 weist hierzu darauf hin, dass die Gesellschaft im Segment Affiliate Marketing aufgrund ihrer Marktmacht (die Gesellschaft platziert auf Rang drei der deutschen Agenturen – selbst in der Lage sei, kleinere Anbieter zu verdrängen und so Marktanteile hinzu zu gewinnen. Für das Segment Domain-Marketing, in der die Gesellschaft eine weltweite Spitzenposition einnehme, gelte das erst recht. Ferner weist der Antragsteller zu 63 darauf hin, dass die Planung jedenfalls insofern inkonsistent sei, als die Investitionskosten für die Zeit der ewigen Rente aus dem Durchschnitt der entsprechenden Kosten aus der Detail Planungsphase (2014-2016) gebildet worden seien. In 2014-2016 sei ein jährliches Umsatzwachstum von durchschnittlich 8,61 % geplant, ab 2017 aber nur noch ein solches von 1%. Es sei nicht plausibel, gleichwohl die hohen Beträge Investitionskosten in Ansatz zu bringen.

(b) Die Ausschüttungsquote für die Zeit der ewigen Rente werde mit 50 % planwidrig angenommen. Es sei nicht ersichtlich, warum für die Zeit der ewigen

Rente von der bis dahin prognostizierten Vollausschüttungsannahme abgewichen werde. Die Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % sei überdies nicht branchenüblich.

(c) Kritisch sehen einige Antragsteller (insbesondere der Antragsteller zu 63, vergleiche Bl. 1477 ff. der Gerichtsakten) die typisierte Veräußerungsgewinnbesteuerung der thesaurierten Gewinne.

#### b) Kapitalisierungszinssatz

Die Bewertungsparameter entsprechen nicht der Realität.

##### (1) Basiszinssatz

Die Antragsteller sind der Auffassung, der Basiszinssatz sei mit 2,75 % zu hoch angesetzt.

So sei bereits die Orientierung an Anleihen der öffentlichen Hand als vermeintlich risikolose Vergleichsanlage unzutreffend. Auch diese Anleihen enthielten nämlich ein Zahlungsausfallrisiko und damit auch eine Prämie für die Übernahme dieses Risikos im Zinssatz. Richtigerweise müsse deshalb der Basiszinssatz, der die risikolose Alternativanlage abbilden solle, unterhalb der Kredite von Staatsanleihen liegen.

Das Abstellen auf eine Laufzeit von 30 Jahren halten einige Antragsteller für unrealistisch, weil die Gesellschaft sich stets in kürzeren Zeiträumen refinanzieren. Die Ansätze solcher Laufzeit adäquater Zinssätze ergäben einen deutlich niedrigeren Basiszinssatz als den in Ansatz gebrachten für eine 30 jährige Laufzeit. Bei kürzeren Laufzeiten sei der Zins niedriger.

Andere Antragsteller halten es für erforderlich, die zukünftigen Zuflüsse mit zeitlich kongruenten, laufzeitspezifischen Diskontierungssätzen zu verbarwerten. Man müsse deshalb für die jeweiligen Kapitalisierungszinssätze der einzelnen Planjahre die Zinssätze risikoloser Investments für ein Jahr, zwei Jahre, drei Jahre et cetera ansetzen.

Es sei überdies unberücksichtigt geblieben, dass auch die Rückzahlung deutscher Staatsanleihen durchaus risikobehaftet sei. Aus diesem Grunde sei der Zinssatz für zehnjährige Staatsanleihen von Norwegen oder der Schweiz in Ansatz zu bringen. Dieser betrage 1,00 - 1,1 % vor Steuern.

## (2) Risikozuschlag

Einige Antragsteller halten die Ermittlung des Risikozuschlages nach dem (Tax-) CAPM für unzutreffend und verweisen auf die insofern immer häufiger geübte Kritik auch in der jüngeren Rechtsprechung.

Die Marktrisikoprämie sei überdies auch nach der üblichen Ermittlungsmethode mit 5,5 % nach Steuern zu hoch angesetzt. Die angebliche Überrendite von Aktien gegenüber Anleihen sei im Übrigen einen Mythos. Die Zahlen neuerer Untersuchungen zeigten, dass in Wahrheit eine Überrendite überhaupt nicht festzustellen sei. Eine Studie der Deutschen Bank vom 12.09.2011 zeige, dass die Renditen aus Aktien in der Vergangenheit unter denen aus Staatsanleihen lagen. Jedenfalls sei es nicht zu rechtfertigen, die Marktrisikoprämie wegen der Finanzkrise höher anzusetzen. Insbesondere verweisen einige Antragsteller hierzu auf das vom Landgericht Hannover eingeholte Gutachten von Großfeld, der bei einer Anlagedauer von rund drei Jahren zu einer Risikoprämie von um die 3,0 % vor Steuern und damit zu einer Mehrrendite gelangt, die deutlich unter dem von Stehle als vertretbar bezeichneten Satz von 4,0-5,0 % liege.

Unberücksichtigt sei auch die Interdependenz der Ausschüttungshöhe zur Marktrisikoprämie. Die bisherigen sachverständigen Bewertungen ließen außer Ansatz, dass die Marktrisikoprämie sinke, wenn man die Ausschüttungsquote erhöhe.

Auch der das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum (Gesamt-) Marktportfolio abbildende Betafaktor sei mit 0,99 zu hoch angesetzt. Seine Ermittlung sei überdies fragwürdig, denn die herangezogene Peer-Group von nur vier Unternehmen sei keine belastbare Basis.

## c) Wachstumsabschlag

Auch der Wachstumsabschlag sei mit einem Prozent deutlich zu gering bemessen. Die bisherige dynamische Entwicklung des Marktes werde ausgeblendet. Entsprechend den von der EZB erwarteten Preissteigerungen sei wohl ein Wert von 2,5 % richtig. Jedenfalls dürfe der Wachstumsabschlag nicht unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate liegen.

#### d) Sonderwerte

Die Antragsteller beanstanden, dass Sonderwerte nur unzureichend berücksichtigt worden seien. Die Berechnung der steuerlichen Verlustvorträge als Sonderwert sei nicht nachvollziehbar. Auch die Annahme der betriebsnotwendigen Liquidität sei ohne weitere Angaben nicht verlässlich nachzuvollziehen.

3. Die Antragsgegnerin beantragt die Zurückweisung der Anträge, weil der Abfindungsbetrag angemessen sei.

Die Planannahmen seien plausibel, eine darüber hinausgehende Prüfung dürfe im Spruchverfahren nicht erfolgen. Dass der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer parallel geprüft hätten, sei nicht zu beanstanden. Ein derartiges Vorgehen sei effizient und seit langem üblich, in der Rechtsprechung sei ein derartiges Vorgehen anerkannt (BGH NZG 2006, 905 f.). Dass der Sachverständige Prüfer keine vollständig eigene Unternehmensbewertung durchgeführt habe, sondern eine Plausibilitätskontrolle der von der Antragsgegnerin vorgenommenen Unternehmens Verwertung, sei ebenfalls nicht zu beanstanden und entspreche der gängigen Praxis.

Auch die Einwände einer Vielzahl der Antragsteller gegen die Zugrundelegung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1) hält die Antragsgegnerin für unbegründet. Die Ertragswertmethode sei in der Rechtsprechung anerkannt und verfassungsrechtlich unbedenklich. Dabei sei die Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich, weil es den einen, wahren Unternehmenswert nicht gebe. Dies gelte auch bei der Beurteilung der

Planungsrechnung des Vorstands der Gesellschaft. Diese Planungen seien lediglich auf Plausibilität zu überprüfen. Es sei nicht Aufgabe des Gerichts, die Planung des Vorstands durch eine eigene Planung zu ersetzen. Bei Anlegung dieses Maßstabs sei von den Planzahlen des Vorstands der Gesellschaft auszugehen, wenn diese seien mit dem Sachverständigen Prüfer als plausibel anzusehen. Dabei sei auch zu berücksichtigen, dass das in der Planung zu Grunde gelegte Umsatz- und Ergebniswachstum eher als ambitioniert und daher günstig für die Minderheitsaktionäre anzusehen sei.

Auch die Herleitung des Ergebnisses für die ewige Rente, welches aus dem Ergebnis für das Jahr 2016 als Ausgangsbasis abgeleitet sei, sei nicht zu beanstanden. Die für die ewige Rente angenommene Wachstumsrate von ein Prozent sei ebenfalls nicht zu beanstanden in Anbetracht des unterschiedlichen Wachstumspotenzials der einzelnen Geschäftssegmente der Gesellschaft. Die hier angenommene Reinvestitionsrate nimm eins sei als Durchschnitt der Planjahre 2014-2016 ermittelt und für die ewige Rente angenommen worden.

Auch die Planannahmen zum Ausschüttungsforderung der Gesellschaft seien plausibel. Für die Detailplanungsphase ergebe sich die Annahme einer Vollausschüttung aus dem Fehlen sinnvoller Anlagealternativen. Es sei zwar zutreffend, dass die Gesellschaft in der Vergangenheit keine Ausschüttungen vorgenommen habe. Der Grund hierfür sei allerdings, dass für potentielle Akquisitionen im Mittel vorgehalten worden seien. Die für den Zeitraum der ewigen Rente angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % entspreche der Üblichkeit.

Der Ansatz einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung der in der ewigen Rente thesaurierten Beträge in Höhe des hälftigen Abgeltungssteuersatzes zuzüglich Solidaritätszuschlag (13,1875 %) entspreche der üblichen Typisierung.

Der Kapitalisierungszinssatz sei zutreffend ermittelt und bedürfe keiner Korrektur.

Auch die Sonderwerte seien richtig in Ansatz gebracht worden.

4.

a) Das Gericht hat zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tage hat der Vorsitzende der Kammer die Bekanntmachung der Bestellung zum gemeinsamen Vertreter im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst.

Der gemeinsame Vertreter schließt sich in seiner Stellungnahme den Einwendungen der Antragsteller an. Er hält wie diese die Planungsrechnung für nicht plausibel, beanstandet die Parameter zur Kapitalisierung der zukünftigen Erträge und regt eine neue Bewertung durch einen unabhängigen Sachverständigen an.

b) Einige Antragsteller beantragen ferner zur weiteren Sachverhaltsaufklärung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG der Antragsgegnerin aufzugeben, sämtliche Unterlagen vorzulegen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren.

c) In der mündlichen Verhandlung vom 11. Juni 2015 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer, angehört. Wegen des Ergebnisses seiner Anhörung wird auf das Sitzungsprotokoll vom 11.06.2015 verwiesen, ferner auf das Schreiben des sachverständigen Prüfers vom 22.06.2015 (Bl. 1671 ff. der Gerichtsakte), mit dem er die im Rahmen der Peer Group-Recherche erstellte sog. „Long List“ übersandt hat.

5. Wegen aller weiteren Einzelheiten des Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 11. Juni 2015.

**B.****AA. Zulässigkeit**

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

Alle Anträge sind gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG **rechtzeitig**, nämlich innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsprechend den Vorgaben des § 10 HGB eingegangen. Die Bekanntmachung erfolgte am 21.03.2014. Sämtliche Anträge sind bis spätestens zum 23.06.2014 (Montag) und damit fristgerecht bei dem Gericht eingegangen.

Alle Antragsteller sind im Sinne von § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG **antragsberechtigt**: Für alle Antragsteller mit Ausnahme der Antragstellerin zu 67 liegen Nachweise über die Aktionärseigenschaft zum Zeitpunkt der Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses und damit zum Zeitpunkt des Ausscheidens als Aktionär vor. Für die Antragstellerin zu 67 gilt dies wegen des Schweigens der Antragsgegnerin hierzu gemäß § 8 Abs. 3 SpruchG in Verbindung mit § 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.

Schließlich haben auch alle Antragsteller innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG **konkrete Einwendungen** gegen die Angemessenheit der von der Antragsgegnerin festgesetzten Abfindung erhoben, so dass auch die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 S. 2 Nr. 4 S. 1 SpruchG erfüllt sind. Danach sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Auch wenn einige Antragsteller vergleichsweise pauschal Einzelheiten der Unternehmensbewertung gerügt haben, reicht dies noch als hinreichende Begründung aus. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nämlich nicht überspannt werden (zutreffend und ausführlich LG München I, Beschluss vom 28.6.2013 – 5 HKO 18685/11 unter B.I.3.a, S. 21 f. des Beschlussabdrucks). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretheit der Einwendungen ist zu schließen, dass lediglich pauschale

Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (BGH NZG 2012, 191, 194 – bei Juris Rn. 23 f.).

## BB. Begründetheit

Vorab: Bewertungsverfahren (Ertragswertverfahren, keine Einzelbewertung der Marken)

Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG steht den ausgeschlossenen Aktionären eine angemessene Barabfindung zu. Gemäß § 327b Abs. 1 S. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung ist dann angemessen, wenn sie den vollen Wert der Beteiligung an dem Unternehmen repräsentiert, dem ausscheidenden Aktionär also eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Der damit maßgebliche Unternehmenswert wird nach der in der Rechtsprechung und im Schrifttum allgemein anerkannten Ertragswertmethode ermittelt (statt aller: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, I-26 W 5/07). Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird. Der Ertragswert des Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zukünftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es den einen exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag nicht gibt. Vielmehr



kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (BGH NZG 2001, 603; OLG Düsseldorf, a.a.O., bei Juris Rn. 103; LG München I, Beschluss vom 28.06.2013 – 5 HKO 18685/11 m.w.N.). Dabei ist die Ermittlung des Ertragswertes nach Maßgabe der derzeit aktuellen Unternehmensbewertungsrichtlinie des Instituts der Wirtschaftsprüfer S1 2008 (IDW S1 2008) eine anerkannte Expertenauffassung (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 420 ff.; AG 2010, 513 ff.).

Diesen Grundsätzen trägt die Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin Rechnung und ist deshalb aus methodischen Gründen nicht zu beanstanden.

Untergrenze der den ausgeschiedenen Aktionären zustehenden Abfindung ist der Börsenkurs. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist es mit Art. 14 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs den Börsenkurs der Aktien eines Unternehmens außer Betracht zu lassen (BVerfGE 100, 289). Da der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der Sedo Holding AG im maßgeblichen Zeitraum unterhalb der festgesetzten Abfindung lag, kommt ihm für das vorliegende Verfahren keine Bedeutung zu.

## I. Unternehmensplanung

Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung

verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere, ebenfalls letztlich nur vertretbare Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden. Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vergleiche OLG München, WM 1009, 1148 f.; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353 f.).

### 1. Vergangenheitsanalyse

Der Unternehmenswert wird zwar durch die Diskontierung der prognostizierten zukünftigen Erträge ermittelt, diese erwachsen aber aus der Vergangenheit (OLG Düsseldorf ZfG 2005, 280, 282; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Auflage Rn. 385). Die Vergangenheitsrechnungen sind gegebenenfalls zu bereinigen (Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Seite 303 ff.; Großfeld, Rn. 393). Dabei müssen insbesondere die Faktoren herausgerechnet werden, die in der Zukunft keine Erträge mehr generieren können.

Diesen Anforderungen genügt die der Festsetzung der Abfindung zu Grunde liegende Planung der Gesellschaft. Die Vergangenheitsanalyse umfasst mit den Jahren 2011 bis 2013 einen angemessenen Zeitraum. Dieser wird üblicherweise mit den letzten drei bis fünf Jahren vor der Detailplanungsphase angesetzt (Peemöller, Seite 303). Für diesen Zeitraum ist die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft von sorgfältig analysiert und die Ergebnisse für Zwecke der Unternehmensbewertung um außergewöhnliche und einmalige Vorgänge bereinigt worden. Der Sachverständige Prüfer hat die Analyse überprüft und als zutreffend bestätigt. Seiner Auffassung nach ist auch die Bereinigung der Vergangenheitszahlen zutreffend vorgenommen worden (Bl. 29 ff. des Prüfungsberichts).

## 2. Detailplanungsphase (2014 – 2016)

### a) Plausibilität wegen der zeitlichen Zusammenhänge, der Anlassbezogenheit der Planung und der personellen Identität

Die von \_\_\_\_\_ sowie von dem Sachverständigen Prüfer zu Grunde gelegte Planung bedarf keiner Korrektur wegen der zeitlichen Zusammenhänge. Auf der Grundlage der zeitlichen Zusammenhänge ist nicht feststellbar, dass der Sachverständige Prüfer etwa – wie von einigen Antragstellern gemutmaßt – keine eigene Prüfungsleistung erbracht hätte. Dass im vorliegenden Fall eine parallele Prüfung neben den Gutachtern von \_\_\_\_\_ stattgefunden hat, ist rechtlich unbedenklich (vergleiche BGH NZG 2006, 905 f.). Abgesehen hiervon ist nicht erkennbar, welchen Einfluss eine eventuelle zeitliche Enge bei der Erstellung der Planung in Vorbereitung der Begutachtung des Unternehmenswerts und die Parallelprüfung von Gutachter und sachverständige Prüfer auf die Qualität der Planung, insbesondere ihre Plausibilität haben soll. Allein der zeitliche Druck macht die Planung nicht unplausibel. Dasselbe gilt für die angebliche Anlassbezogenheit der Planung. Allerdings sind Anhaltspunkte dafür, dass die Planung anlassbezogen, also gerade im Hinblick auf den Bewertung Anlass erstellt wurde, nicht ersichtlich. Die Gesellschaft hat stets im Herbst eines Jahres ihre Planungsrechnung erstellt, so auch die Planungsrechnung, die Grundlage der vorliegenden Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin ist.

### b) Planungszahlen

Die von \_\_\_\_\_ und dem Sachverständigen Prüfer zu Grunde gelegte Planung ist auch nicht aus sachlichen Gründen zu beanstanden. So sind die prognostizierten Umsatzerlöse aus den bereinigten und aus der Vergangenheitsanalyse gewonnenen Erlösen entwickelt.

Auch dies hat der Sachverständige Prüfer in der mündlichen Verhandlung im Einzelnen und überzeugend erläutert. Hier hat der Sachverständige Prüfer insbesondere ausgeführt, dass die Gesellschaft in den Jahren 2011 bis 2013 eher optimistisch geplant habe. Dies ergebe sich daraus, dass die Planungsziele jeweils nicht erreicht worden seien. Der Sachverständige hat dies anhand der Umsatzzahlen und des EBIT belegt. Danach sind im Jahr 2011 die Planungsziele bei den Umsatzerlösen um 7,4 %, im Jahr 2012 um 14 % und im Jahr 2013 (bezogen auf den 31.12.2013) ebenfalls um etwa 14 % verfehlt worden. Auch die EBIT-Planzahlen sind in den genannten Jahren deutlich verfehlt worden. Vor dem Hintergrund der in der jüngeren Vergangenheit realisierten Werte seien deshalb auch die in der Detailplanungsphase angenommenen Ergebniszahlen („Contribution“), die einen Anstieg von 2,9 % in 2013 auf 4,1 % in 2016 auswiesen, als optimistisch anzusehen. Dies ist auch für die Kammer überzeugend und lässt keinen Raum für die Annahme, die Planung der Gesellschaft sei insgesamt zu pessimistisch und benachteilige die Antragsteller.

Nachvollziehbar ist vor diesem Hintergrund auch der Umstand, dass für die Detailplanungsphase ein höheres Wachstum zugrundegelegt wird als für die ewige Rente. Hierzu hat der Sachverständige Prüfer in seiner Stellungnahme (Seite 36) sowie anlässlich seiner Anhörung überzeugend dargelegt, dass die Gesellschaft sich für die Jahre 2014 bis 2016 durch die auf den Markt kommenden neuen Domains (New Generic Top Level Domains = new gTLD) eine Sonderkonjunktur erhofft hat. Der Sachverständige Prüfer hat ferner mitgeteilt, dass sich diese Erwartungen, die in die Planung eingeflossen ist, jedenfalls für das Jahr 2014 nicht realisiert habe und anzunehmen sei, dass für das Jahr 2015 dasselbe gelten werde. Überdies ist zu berücksichtigen, dass die erhoffte Sonderkonjunktur ohnehin ein einmaliger Vorgang ist, der für die ewige Rente keine Berücksichtigung finden kann.

Synergie-Effekte sind zu Recht nicht in die Unternehmensbewertung eingeflossen. Die Bewertung der Gesellschaft hat auf der Basis "stand alone" zu erfolgen, so dass durch den Squeeze Out entstehende Verbundvorteile

nicht zu berücksichtigen sind. Die Bewertungspraxis geht vielmehr von der Fiktion der fortbestehenden Unabhängigkeit der Gesellschaft aus (BGHZ 138, 136, 140 – ASEA/BBC II; OLG Celle AG 1999, 128, 130; BayObLG AG 1996, 127, 128; OLG Düsseldorf AG 2000, 323; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327).

#### c) Ausschüttungsquote Detailplanungsphase

Eine Änderung der Planung ist auch nicht deswegen veranlasst, weil die Gesellschaft mit einer Ausschüttungsquote von 100 % für die Jahre der Detailplanung geplant hat. Hierzu hat der Sachverständige Prüfer zunächst überzeugend ausgeführt, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung des Unternehmenskonzepts sowie nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung standen. Die Antragsgegnerin hat verdeutlicht, dass in Anbetracht des Fehlens konkreter anderweitiger Verwendungsmöglichkeiten für thesaurierte Beträge eine Ausschüttung an die Aktionäre als bestmögliche Verwendungsalternative anzusehen sei. Dies hat der Sachverständige Prüfer auch für die Kammer überzeugend als nachvollziehbar bezeichnet: Vor dem Hintergrund, dass die Gesellschaft weder verzinsliche Verbindlichkeiten hat, noch in der Zukunft Unternehmensakquisitionen geplant seien, für die weitere finanzielle Mittel benötigt würden, seien im Rahmen der Bewertung die Annahmen zu Ausschüttungsverhalten für den Detailplanungszeitraum nicht zu beanstanden. Solche anderweitigen Anlagemöglichkeiten für die erwarteten Erlöse haben die Antragsteller auch nicht aufzeigen können, so dass die Annahme einer Vollausschüttung der Gewinne in den Jahren 2014 bis 2016 für die Unternehmensbewertung nicht zu beanstanden ist.

### 3. Ewige Rente

Auch die Planung für die „Ewige Rente“ ist nachvollziehbar und nicht gegenüber dem Übertragungsbericht durch andere Parameter zu ersetzen.

Dies gilt zunächst für die Ausschüttungsquote von 50 %. Diese Quote orientiert sich an derjenigen, die am deutschen Kapitalmarkt in der Vergangenheit festzustellen ist (vgl. auch Großfeld, Rn. 561) und ist nicht zu beanstanden. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote bei den Aktiengesellschaften liegt zwischen 40 und 60 %. Die vorliegend vorgesehene Ausschüttungsquote von 50 % liegt innerhalb der Bandbreite, wie sie aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtsbekannt angenommen wird. Anders als in der Detailplanungsphase, in der auf die konkreten Planungen abzustellen ist, die hier von einer vollständigen Ausschüttung ausgegangen sind, ist dieser Ansatz in der Ewigen Rente nicht möglich, weil es keine Planansätze des Unternehmens mehr gibt.

Auch hinsichtlich der Vorgehensweise im Übertragungsbericht zur Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern ist die von der Antragsgegnerin vorgelegte Unternehmensbewertung nachvollziehbar und deshalb mit dem sachverständigen Prüfer nicht zu beanstanden. Dies gilt insbesondere auch für den Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung der thesaurierten Beträge in Höhe des hälftigen Steuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin von 13,1875 %, der eine Haltedauer von 25 Jahren unterstellt (dazu Großfeld, Rn. 491). Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für

Deutschland gibt (vgl. Großfeld, Rn. 491), ergibt sich eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängen mag und dies für Deutschland nicht zwingend ist, kann es bei dem angesetzten Steuersatz verbleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511f.; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211).

## II. Kapitalisierungszins

Der Ertragswert der Gesellschaft wird durch Diskontierung der künftigen Ertragsüberschüsse, wie sie sich aus der Planungsrechnung der Gesellschaft ergeben, auf den Bewertungsstichtag (Tag der Hauptversammlung, hier 03.02.2014) ermittelt. Nach IDW S1 setzt sich der Kapitalisierungszinssatz zusammen aus der Rendite einer quasi risikolosen Alternativenanlage (Basiszins), die um einen Bewertungsobjekt spezifischen Risikozuschlag erhöht wird. Der Risikozuschlag errechnet sich aus dem Produkt der Marktrisikoprämien, die der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer risikolosen Wertpapieranlage entspricht, und dem so genannten Betafaktor, der die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens abbilden soll. Ferner ist die Ertragsteuerbelastung des Investors zu

berücksichtigen. In der Phase der ewigen Rente ist zudem eine Korrektur durch einen so genannten Wachstumsabschlag vorzunehmen, die der Wachstumsperspektive des zu bewertenden Unternehmens Rechnung tragen soll.

## 1. Basiszins

### a) Orientierung an Anleihen der öffentlichen Hand

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach in der obergerichtlichen Rechtsprechung vorherrschenden Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen inländischen Wertpapieren der öffentlichen Hand als quasi risikolosen Alternativenanlage. Dabei ist auch zu beachten, dass die Alternativenanlage fristenadäquat zu der unterstellten zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist.

Die Bestimmung des Basiszinssatzes ist hier anhand der aktuellen Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank (IDW S1 2008, Tz. 117; vergleiche ferner die Empfehlungen des Arbeitskreises Unternehmensbewertung – nunmehr Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft [FAUB] Nr. 1-2/2005, S.70) erfolgt. Das ist nicht zu beanstanden (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 41 m.w.N. aus der obergerichtlichen Rechtsprechung). Die Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode beruht auf Schätzwerten, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen sogenannter Kupons ermittelt wurden, also von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen (zum Ganzen Großfeld, Rn. 649 ff.). Die Bewertungsgutachter sowie der sachverständige Prüfer haben für den Zeitraum bis Februar 2014 für den Basiszinssatz einen abgerundeten Wert von 2,50 % festgestellt.

Das Postulat einiger Antragsteller, der Basiszinssatz müsse darunter angesetzt werden, weil auch die Vergleichsanlagen einem



Zahlungsausfallrisiko unterlägen und damit ebenfalls eine Prämie für die Übernahme dieses Risikos enthielten, bleibt ohne Erfolg.

Maßgeblich sind die durchschnittlichen Zinskonditionen für einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 42 m.w.N), also vor der Hauptversammlung vom 03.02.2014. Hierzu hat der Sachverständige Prüfer ausgeführt, dass sich für einen Dreimonatszeitraum bis zum Ende seiner Tätigkeit (06.12.2013) ein einheitlicher Basiszins i.H.v. 2,76 % feststellen lasse, der unter Berücksichtigung der Rundungsregelung auf  $\frac{1}{4}$ -Prozentpunkte auf 2,75 % anzusetzen sei. Eine eigene Abfrage der Kammer für den Stichtag 03.02.2014 unter [www.basiszinsskurve.de](http://www.basiszinsskurve.de) hat einen Basiszinssatz von 2,739 % ergeben, was nach der Rundung zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf das nächste Viertelprozent ebenfalls 2,75 % ergibt. Jedenfalls im vorliegenden Fall, in dem die Rundung lediglich zu einer Erhöhung um 0,011 Prozentpunkte (vor Steuern!) führt, ist die geringfügige Aufrundung nicht zu beanstanden (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 42 a.E.). Damit ergibt sich ein Basiszins von 2,75 % vor Steuern bzw. 2,02 % nach Abzug der Abgeltungssteuer von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag.

#### b) Laufzeit/Laufzeitäquivalenz

Zu Recht weisen einige Antragsteller darauf hin, dass bei der Vergleichsbetrachtung die langfristige Anlage im Unternehmen, die als unendlich gedacht wird, einer ähnlich langfristigen anderen Anlage gegenüber gestellt werden müsse. Eine zeitlich unbegrenzte Anleihe der öffentlichen Hand gibt es indessen nicht, weshalb in der Bewertungspraxis Anleihen mit mindestens zehnjähriger Laufzeit und länger, soweit möglich auch 30-jährige Anleihen zu betrachten sind (Großfeld, Rn. 645).

Auch die Rüge einiger Antragsteller, dass für die konkreten Planjahre nicht die konkreten Basiszinssätze aus der Zinsstrukturkurve herangezogen wurden,

sondern die Zinssätze auch in zeitnahen Planungszeiträumen aus einer ewigen Zinsstrukturkurve abgeleitet worden sind, bleibt erfolglos. Die Verwendung eines typisierten einheitlichen laufzeitkonstanten Basiszinssatzes anstelle von laufzeitspezifischen Zinsen hat den Zweck, die Vergleichbarkeit zu erleichtern und gleichzeitig die Komplexität der Modellierung zu verringern. Das ist aus Praktikabilitätsgründen nicht zu beanstanden und entspricht der üblichen Vorgehensweise in der obergerichtlichen Praxis (so wörtlich OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 44).

### c) Nationalität der risikolosen Vergleichsanlage

Als Standard für die Bewertung deutscher Unternehmen gelten nach überkommener Auffassung Anleihen der *deutschen* öffentlichen Hand, weil davon auszugehen ist, dass der Ausscheidende sein Gelddarlehen darin anlegen wird (vergleiche Großfeld, Rn. 661). Die Zugrundelegung etwa norwegischer oder schweizerischer Vergleichsanlagen hat schon wegen der unterschiedlichen Währungen und den daraus resultierenden Währungskursrisiken auszuscheiden. Dem entsprechend verlangen die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 2008) in Tz. 116, bei Bestimmung des Basiszinssatzes von dem landesüblichen Zinssatz für eine quasi risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen.

## 2. Risikozuschlag

### a) (Tax-) CAPM als maßgebliches Bewertungsmodell

Die marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags erfolgt in der obergerichtlichen Praxis nahezu durchgängig entsprechend IDW S 1 unter Anwendung des Capital Asset Pricing Model's (CAPM), welches auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite und der Rendite des

Marktportfolios beruht (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.5.2009 – I-26 W 5/07 – bei Juris Rn. 118 ff. und vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 46; siehe die zahlreichen Nachweise bei Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs zwischen § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a AktG, Seite 472 in Fußnote 2442). Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der Marktrisikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe (Betafaktor) berechnet.

Die Ermittlung eines Risikozuschlages mithilfe des CAPM ist sachgerecht. Hierzu hat das Oberlandesgericht Düsseldorf ausgeführt:

„Dessen Heranziehung ist sachgerecht, auch wenn es sich um ein vereinfachendes Modell mit entsprechend teilweise restriktiven Annahmen handelt. Gleichwohl ist es zumindest gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlages durch die Aufgliederung der Risikobetrachtung in das allgemeine Risiko von Anlagen in Aktien einerseits und das spezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens andererseits methodisch transparenter (...). Es vermag die empirisch betrachteten wahren Aktienrenditen realitätsnah näher zu erklären, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet (...). Die vorgetragenen Bedenken ... geben daher keinen Anlass, von diesem Modell abzuweichen.“ (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 46; ausführlicher mit demselben Ergebnis OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.5.2009 – I-26 W 5/07, bei Juris Rn. 118 ff.; ausführlich zum Ganzen Lauber, a.a.O., S. 469 ff.).

Dem schließt die Kammer sich an. Es ist deshalb nicht zu beanstanden, dass die Bewertungsgutachten die Marktrisikoprämie mithilfe des (Tax-) CAPM ermittelt haben.

#### b) Marktrisikoprämie

Nach den Hinweisen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 03.12.2009 und vom 10.01.2012 wird unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008 eine Marktrisikoprämie von 4,0 - 5,0 % nach persönlichen Ertragssteuern bzw. ein Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Rand dieser Bandbreite für sachgerecht gehalten. Für den vorliegenden Bewertungsfall mit dem Stichtag 03.02.2014 relevant sind ferner die Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung vom 19.09.2012. Hier hält es der FAUB für sachgerecht, bei der Prognose der Marktrisikoprämie durch die Finanzmarktkrise veränderte Einflussparameter zu berücksichtigen, so dass sich im Vergleich zu den letzten Jahren höhere Marktrisikoprämien rechtfertigen ließen und schlägt vor, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämien an einer Bandbreite von 5,5 % bis 7 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5 % bis 6 % (nach persönlichen Steuern) zu orientieren. Unter dem 27.06.2013 hat der FAUB weiterhin eine Marktrisikoprämie zwischen 5,0 % und 6,0 % nach persönlichen Steuern für sachgerecht erachtet. Vor diesem Hintergrund hat die Marktrisikoprämie mit dem Mittelwert 5,5 % der vom FAUB empfohlenen Bandbreite in Ansatz gebracht.

Der Sachverständige Prüfer hat hierzu erläutert, dass vor dem Hintergrund der derzeit ungeklärten modelltheoretischen Zusammenhänge, der fehlenden Empirie und des Erfordernisses einer objektivierten Wertfindung einer Erhöhung der Marktrisikoprämie aus Anlass der Finanzmarktkrise durchaus kritisch zu sehen sei, die Orientierung an den fachlichen Vorgaben des IDW sei jedoch methodisch vertretbar, so dass der von angesetzte Wert plausibel sei.

In oben bereits wiederholt zitierten Beschluss hat das OLG Düsseldorf ausgeführt, es sei angemessen, der Empfehlung des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie zu folgen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 48, Rn. 50 ff. mit sorgfältiger Auseinandersetzung zu den gegen die Empfehlung des IDW vorgebrachten Einwendungen, die mit den im

vorliegenden Verfahren erhobenen Einwendungen weitgehend identisch sind). Die Empfehlungen des IDW stellen zwar keine Rechtsnorm dar, seien aber eine wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte Expertenauffassung, die in der Bewertungspraxis und in der Rechtsprechung beachtet werde. Der Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Ermittlung der Marktrisikoprämie bedürfe es nicht.

Dem folgt die Kammer. Damit ist der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 %, also dem Mittelwert des vom FAUB in den Hinweisen vom 19.09.2012 empfohlenen Rahmens von 5,0 bis 6,0 %, nicht zu beanstanden.

#### c) Beta-Faktor

Mit dem Betafaktor wird der allgemeine Risikozuschlag an das konkrete Risiko des zu bewertenden Unternehmens angepasst. Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Ist der Betafaktor größer als 1, liegt das individuelle Risiko über dem des Marktdurchschnitts, ein Betafaktor von kleiner als 1 bedeutet, dass das individuelle Risiko unterdurchschnittlich ist (statt aller: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 58 – m.w.N.). Ist das zu bewertende Unternehmen nicht an der Börse notiert, wird eine Gruppe vergleichbarer und börsennotierter Unternehmen (Peer Group) gebildet, um den unternehmensspezifischen Betafaktor zu ermitteln. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. – soweit es sich um ein nicht börsennotiertes Unternehmen handelt – derjenige einer Peer Group oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein. Bei den empirisch gewonnenen Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen handelt es sich um sog. levered Beta, also Betafaktoren der verschuldeten Unternehmen. Aus diesen ist daher unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungsgrade die sog. unlevered - unverschuldeten - Betafaktoren zu ermitteln, die das

Geschäftsrisiko (operating Beta) ausdrücken. Diese unlevered Betafaktoren werden dann, z.B. durch Bildung des Medians oder des arithmetischen Mittels, zu einem unlevered Beta-Faktor aggregiert. Dieser muss sodann an den Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens angepasst (relevered) werden. Der Verschuldungsgrad bestimmt sich aus dem Verhältnis der Marktwerte von Fremd- und Eigenkapital (OLG Düsseldorf, a.a.O.; Großfeld, Rn. 807 ff.).

Diesen Grundsätzen entspricht die Ermittlung des Betas für das zu bewertende Unternehmen. Den von den Bewertungsgutachtern aus der Peer-Group abgeleiteten unverschuldeten Betafaktor von 0,99 bestätigt der sachverständige Prüfer aufgrund eigener Recherchen als zutreffend. Hierzu hat der Sachverständige Prüfer anlässlich seiner Anhörung in der mündlichen Verhandlung vom 11.06.2015 ergänzend ausgeführt, dass er über die Bloomberg-Plattform eine eigene Analyse durchgeführt habe. Die in die wir Group aufgenommenen Unternehmen seien nach Unternehmensgegenstand, Größe und Verbreitung in etwa mit der Sedo Holding AG vergleichbar. Der Sachverständige Prüfer hat sodann im Einzelnen überzeugend erläutert, wie er zudem auch von ihm bestätigten Betafaktor von 0,99 gelangt ist. Auch die Kammer hat keinen Anlass, den genannten Wert in Frage zu stellen.

### III. Wachstumsabschlag

Auch der Wachstumsabschlag ist mit 1,0 % nicht zu beanstanden.

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 denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 66 m.w.N.). Die Höhe des Abschlags hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass das Unternehmen die Fähigkeit besitzen, die laufende Geldentwertung aufzufangen und gegebenenfalls an seine Kunden

weiterzugeben, so dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen insoweit einer Geldentwertung entzogen werden kann. Dabei ist davon auszugehen, dass jedes Unternehmen in gewissem Umfang die Inflationsrate ausgleichen kann. Der Wachstumsabschlag ist umso höher, je mehr das Unternehmen in der Lage ist, der Geldentwertung entgegenzuwirken. Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen. Er ist ebenso nicht anzusetzen, soweit es sich bei den geplanten Erträgen um Größen handelt, die unter Einbeziehung von Preissteigerungen und Wachstumserwartungen ermittelt wurden, wie dies regelmäßig bei den Erträgen in der Detailplanungsphase der Fall ist. In der Praxis liegen Wachstumsabschläge zwischen 0,5% und 3%, der Durchschnitt liegt bei 1,2% (vgl. Großfeld, Rn. 1054 ff., 1061 a.E.).

Ausgehend von diesen Grundsätzen hat der Bewertungsprüfer einen Wachstumsabschlag von 1,0 % ermittelt. Der Sachverständige Prüfer hat diesen Ansatz mit ausführlicher Begründung, die für die Kammer in jeder Hinsicht überzeugend ist, gebilligt. Danach ist es für die Kammer auch nachvollziehbar, dass die noch in der Detailplanungsphase angenommenen signifikanten Wachstumsraten nicht auf den Zeitraum der ewigen Rente übertragen werden können. Ein derartiges hohes Wachstum, das zudem durch einmalige Effekte bedingt war („new gTLD“), ist in Anbetracht des hohen Wettbewerbsdrucks und der Besonderheiten des Marktsegments, in dem die Gesellschaft tätig ist, unwahrscheinlich. Auch sind Erweiterungsinvestitionen im Unternehmenskonzept der Gesellschaft nicht vorgesehen. Aus diesem Grund wäre es fehlerhaft, das deutliche Ergebniswachstum des Detailplanungszeitraums in der ewigen Rente fortzuschreiben.

Soweit einige Antragsteller geltend machen, der Wachstumsabschlag müsse der Inflationsrate zum Bewertungsstichtag entsprechen bzw. der Wachstumsabschlag sei in Ansehung der nachhaltig erwarteten Inflationsrate zu gering bemessen, rechtfertigt dies keine andere Bewertung. Der Wachstumsabschlag muss nicht zwingend in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate angesetzt werden, da er keinen Inflationsausgleich bezweckt.

Maßgebend für seine Bemessung ist vielmehr, ob das Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite, wie Material- und Personalkosten, durch entsprechende eigene Preissteigerungen an seine Kunden weiter zu geben. Die Annahme, dass die Erträge der Sedo AG jeder Beeinträchtigung durch die Geldentwertung entzogen wären, liegt indessen fern.

Die Annahme eines Wachstumsabschlags unterhalb der erwarteten Inflationsrate ist auch nicht deshalb unplausibel, weil das Unternehmen damit in der Phase der ewigen Rente schrumpft. Empirische Untersuchungen belegen, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen mit durchschnittlich 1,7 % in der Vergangenheit regelmäßig hinter der Inflation mit durchschnittlich 3,7 % zurückblieb, weil es den Unternehmen nicht gelungen ist, die Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzseite abzuwälzen (vgl. dazu MünchKomm-Paulsen, AktG, 4. Auflage 2015, § 305 Rn. 134).

#### IV. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen sind im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswertes Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen anzusetzen. Betriebsnotwendig sind diejenigen Vermögensgegenstände, die das Unternehmen benötigt, um Überschüsse zu erzielen. Bei Finanzmitteln wird dies grundsätzlich vermutet (OLG München, Beschluss vom 17.07.2007 - 31 Wx 60/06, bei juris Rn. 51; BayObLG AG 2006, 41/44). Bei Gegenständen oder Grundstücken, die nicht mit Produktion oder Vertrieb verbunden sind und zum Ertrag nichts beitragen, ist der Wert als Sonderwert zu erfassen und dem betriebsnotwendigen Vermögen hinzuzurechnen (vergleiche Großfeld, Rn. 1158 ff.).

##### 1.

Demgemäß hat in nicht zu beanstandender Weise nicht betriebsnotwendiges Vermögen von 22,546 Mio EUR zum Ertragswert hinzu



gerechnet. Der Betrag setzt sich zusammen aus Forderungen gegen verbundene Unternehmen (im Wesentlichen Darlehensrückzahlungsansprüche gegen die Antragsgegnerin) in Höhe von rund 19,0 Mio EUR sowie freien Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalenten von rund 2,6 Mio EUR. Der Sachverständige Prüfer hat hierzu ausgeführt, dass der Forecast der Konzernbilanz der Sedo AG per 31.12.2013 flüssige Finanzmittel von 7,149 Mio € sowie Forderungen gegen verbundene Unternehmen von 19,1 Mio EUR ausweise. Insgesamt betragen die liquiditätsnahen Vermögenswerte der Sedo per 31.12.2013 somit 26,249 Mio EUR, wovon der Vorstand der Sedo einen Teil von 22,546 Mio EUR als nicht betriebsnotwendig eingestuft habe. Nach Auffassung des sachverständigen Prüfers ist diese Ermittlung sachgerecht erfolgt, Erkenntnisse über darüber hinaus gehendes wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen lägen nicht vor, weshalb der Ansatz nicht zu beanstanden sei.

Dem schließt die Kammer sich an. Soweit einige Antragsteller auch die Differenz von ca. 3,7 Mio EUR zwischen dem als Sonderwert in Ansatz gebrachten Betrages von 22,546 Mio EUR und der gesamten Liquidität als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ansehen wollen, ist das nicht überzeugend. Es ist ohne weiteres als naheliegend nachvollziehbar, dass die Gesellschaft liquide Mittel in der Größenordnung der sonstigen finanziellen Verpflichtungen als betriebsnotwendige Mittel vorhält.

2.

Ebenfalls als Sonderwert hat die erwarteten künftigen Steuerminderzahlungen aus steuerlichen Verlustvorträgen der ausländischen Tochtergesellschaften DomCollect, affilinet Ltd. und affilinet France SAS auf den Bewertungsstichtag diskontiert und dem Ertragswert in Höhe von 1,171 Mio EUR hinzu gerechnet. Der Sachverständige Prüfer hat die Berechnung nachvollzogen und gebilligt. Es sind aus diesem Grunde auch für die Kammer keine Anhaltspunkte erkennbar, die es rechtfertigen könnten, einen höheren Betrag in Ansatz zu bringen. In der mündlichen Verhandlung ist dieser Punkt von den Antragstellern auch nicht weiter hinterfragt worden.

**Zusammenfassend** ist festzuhalten, dass der Unternehmenswert der Sedo Holding AG mit 84,2 Mio € im Übertragungsbericht der Antragsgegnerin auf der Grundlage der gutachtlichen Stellungnahme von [redacted] zutreffend ermittelt wurde. Dies entspricht einem Wert je Aktie von 2,77 €. Der sachverständige Prüfer, der der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren als in besonderer Weise sachkundig und verlässlich bekannt ist, hat bestätigt, dass sich ausgehend von dem Ertragswert und dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und des Sonderwertes der Unternehmenswert der Sedo AG zum 03.02.2014 (Stichtag) mit ihr diesem Wert errechnet. Die Richtigkeit dieser Berechnung wird bestätigt durch die zur Plausibilisierung vorgenommene vergleichende Marktbeobachtung mittels Multiplikatorverfahren. Dabei gelangen sowohl [redacted] wie auch der sachverständige Prüfer in seiner eigenen Analyse zu Werten, die unterhalb des mittels der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswertes liegen. Dieser ist deshalb nach Überzeugung der Kammer jedenfalls nicht zum Nachteil der ausgeschlossenen Aktionäre als zu niedrig angesetzt anzusehen.

#### V. Kosten der Alternativanlage

Eine Korrektur der Barabfindung um die Kosten für die Alternativanlage sowie um Neben- und Zusatzkosten kommt nicht in Betracht. Eine Berücksichtigung dieser Kosten steht im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben des § 327 b Abs. 1 AktG, wonach die Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft berücksichtigen muss. Die genannten Kosten haben hiermit nichts zu tun. Ein Ausgleich der durch den Squeeze Out verursachten sonstigen Nachteile sieht das Gesetz nicht vor.

#### VI. Kosten

Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 1 SpruchG n.F. (inhaltlich identisch mit § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG a.F.). Schuldner der Gerichtskosten ist danach der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung ist hier kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, denn die Anträge hatten keinen Erfolg.

Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 2 SpruchG n.F. Anwendung. Danach tragen die Antragsteller ihre Kosten grundsätzlich selbst. Eine Erstattung durch den Antragsgegner kommt nur dann in Betracht, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Solche Gründe, die eine Abweichung vom gesetzlich vorgesehenen Regelfall trotz des Unterliegens der Antragsteller geböten, sind nicht ersichtlich.

Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, ist der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen.

Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des Gemeinsamen Vertreters.