

Landgericht München I
Az. 5HK 16585/15



In dem Spruchverfahren



wegen Barabfindung



erlässt das Landgericht München, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 12.1.2017, 19.10.2017, 14.12.2017 und
1.3.2018 am 29.8.2018 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Sky Deutschland AG zu leistende Barabfindung wird auf € 6,77 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 17.9.2015 mit einem Zinssatz von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller – ausgenommen die Antragsteller zu 2), zu 35) und zu 113), die ihre außergerichtlichen Kosten selbst tragen.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu leistende Vergütung werden auf € 3.203.259,39 festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Hauptversammlung der Sky Deutschland AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft – eine über ein in 931.114.937 auf den Namen lautende nennwertlose Stückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 931.114.937,- verfügende börsennotierte Gesellschaft – fasste am 22.7.2015 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung von € 6,68 auf die Antragsgegnerin zu übertragen. Der Unternehmensgegenstand der Sky Deutschland AG liegt in der Veranstaltung, Vermarktung und Verbreitung von Fernsehsendungen durch Übertragungsmedien aller Art, insbesondere im Rahmen des durch Teilnehmerentgelte finanzierten Fernsehens („Pay-TV“), in der Herstellung, Beschaffung, Veräußerung, Vermarktung und Verbreitung von Fernseh-, Film-, Hörfunk- und Medienproduktionen aller Art sowie sonstiger immaterieller Rechte, in der Erbringung, Beschaffung und Vermarktung von Dienstleistungen im Bereich der Kommunikation und der elektronischen Medien unter Einschluss der Bereitstellung und Vermarktung von Anschlüssen und Übertragungsleistungen sowie im Merchandising-, Event- und Multimedia-Geschäft und Persönlichkeits-Marketing.

Am 17.2.2015 veröffentlichte der Vorstand der Gesellschaft eine Ad hoc-Mitteilung über die Übermittlung des förmlichen Verlangens der Antragsgegnerin nach Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine angemessene Barabfindung auf sie. In einem Zeitraum von drei Monaten vor diesem Tag belief sich der umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Sky-Aktie auf € 6,68 entsprechend einem Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 19.3.2015.

Bereits am 3.9.2014 hatte die Antragsgegnerin den Aktionären der Sky Deutschland AG ein Angebot zum Erwerb sämtlicher Aktien der Gesell-



schaft zum Preis von € 6,75 je Aktie unterbreitet. Der Vorstand und der Aufsichtsrat vertraten in einer gemeinsamen Stellungnahme zu dem Übernahmeangebot (Anlage AG 20) die auf eine Fairness Opinion der Bank of America Merrill Lynch, Abteilung Corporate Advisory (im Folgenden: Merrill Lynch), gestützte Auffassung, das Erwerbsangebot zu einem Preis von € 6,75 sei aus finanzieller Sicht nicht angemessen.

b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 22.7.2015 erstattete

eine von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebene gutachtliche Stellungnahme über die Ermittlung des Unternehmenswertes der Sky Deutschland AG zum 22.7.2015 (Anlage AG 2), wobei zu diesem Zweck die Ertragswertmethode angewandt wurde. Die Bewertungsgutachter von gingen dabei auf der Grundlage der Planungsrechnung zunächst von einem angepassten Forecast für das Geschäftsjahr 2014/15 sowie einer die Geschäftsjahre 2015/16 bis 2019/20 umfassenden Detailplanungsphase aus. Das operative Ergebnis sollte im Forecast 2014/15 noch bei minus € 28,5 Mio. liegen und dann ab dem Jahr 2015/16 erstmals ein positives EBIT in Höhe von € 35,8 Mio. ausweisen. In den Folgejahren ging die Planung von einem Anstieg des EBIT bis auf € 366 Mio. im letzten Jahr der Detailplanungsphase aus. Im Zeitraum der Ewigen Rente legten die Bewertungsgutachter ein EBIT von € 409,7 Mio. ihrer Bewertung zugrunde. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse, bei denen insbesondere noch das Finanzergebnis sowie die Ertragsteuern berücksichtigt wurden, setzten die Bewertungsgutachter einen Basiszinssatz von 1 % vor Steuern an, der ausweislich der Stichtagsklärung der Bewertungsgutachter vom 22.7.2015 (Anlage AG 17) auf 1,5 % vor Steuern angestiegen war. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde in den einzelnen Jahren der Detailplanungsphase auf 4,64 %, 4,65 %, 4,57 % und jeweils 4,4 % sowie im Terminal Value ebenfalls auf 4,4 % festgesetzt, wobei die Bewertungsgutachter eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einen mit Hilfe ei-



ner Peer Group ermittelten unverschuldeten Beta-Faktor von 0,8 zugrunde legten. Für die Phase der Ewigen Rente zogen sie einen Wachstumsabschlag von 1,75 % heran. Zudem setzten die Bewertungsgutachter für die drei Beteiligungen der Sky Deutschland AG an der AKF GmbH, der tmc Content Group AG und der Wirkstoff TV Gattungsmarketing GmbH als nicht betriebsnotwendiges Vermögen einen Sonderwert von insgesamt € 300.000,-- an. Somit gelangten sie in ihrer gutachterlichen Stellungnahme vom 5.6.2015 zu einem Unternehmenswert von € 5,8648 Mrd. oder einem Wert je Aktie von € 6,30.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 23.2.2015, Az. 5HK O 2970/15 zum Abfindungsprüfer bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 8.6.2015 (Anlage AG 3) sowie der Stichtags-erklärung vom 22.7.2015 (Anlage AG 18) zu dem Ergebnis, die festgelegte Barabfindung von € 6,68 je Aktie stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung und des Prüfungsberichts wird in vollem Umfang auf das Bewertungsgutachten von [] sowie den Prüfungsbericht von [] einschließlich der jeweiligen Stichtags-erklärungen Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 15.9.2015 in das Handelsregister des Amtsgerichts München eingetragen und anschließend am 16.9.2015 bekannt gemacht. Im Zeitpunkt der Eintragung waren die Antragsteller zu 1), zu 3) bis 34), zu 36) bis 112) sowie zu 114) bis 124) Aktionäre der Sky Deutschland AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 16.12.2015 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die nach ihrem Vortrag antragsberechtigten Aktionäre geltend, die festgelegte Barabfindung müsse angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.



- a. Korrekturbedarf ergebe sich bereits aus den zu ihrem Nachteil unzulässiger Weise herangezogenen nicht mehr plausiblen Planannahmen.
- (1) Dies zeige sich bereits an der Einflussnahme auf den Inhalt der Planung von Seiten der Antragsgegnerin oder deren britischer Muttergesellschaft, so dass von einer unzulässigen anlassbezogenen Planung ausgegangen werden müsse. Auch ergebe sich aus der mangelnden Planungstreue in der Vergangenheit, dass die Planannahmen keine Grundlage für die Ermittlung des Ertragswerts bilden könnten. Zudem müsse die Möglichkeit eigenständiger und folglich unzulässiger Plananpassungen durch die Bewertungsgutachter von gesehen werden. Denkbare Überlegungen zum Wechsel in den Markt des Free TV seien bei der Bewertung zu berücksichtigen.
- (2) In jedem Fall aber bedürfe die Planung angesichts ihrer zu pessimistischen Annahmen einer Korrektur..
- (a) Die mangelnde Plausibilität resultiere bereits aus der Stellungnahme des damaligen Vorstands auf der Grundlage der Fairness Opinion von Merrill Lynch, wofür vor allem auch die jeweils sehr optimistischen Pressemitteilungen vom November 2014 sowie von Februar, April und Juli 2015 sprechen würden. Auch habe es keine Verschlechterung der Marktsituation gegeben.
- (b) Die Planannahmen seien auch deshalb zu hinterfragen und keine taugliche Grundlage für eine Ertragswertermittlung angesichts der im Prüfungsbericht wie auch im Bewertungsgutachten fehlenden Darstellung der Umsatzerlöse und der Programmkosten. Auch vernachlässige die Planung den Rückzug der öffentlich-rechtlichen Sender aus der Sportberichterstattung mit der Folge, dass das CAGR bei den Monatserlösen je Abon-



nement nicht mehr plausibel sein könne. Auch bestehe ein Widerspruch zwischen den bezifferten Planansätzen der beiden ersten Jahre zum Hinterherhinken des deutschen und österreichischen Pay-TV-Marktes im Vergleich zu anderen auch westeuropäischen Industriestaaten. Nicht vereinbar seien die Planannahmen mit den Markterwartungen beispielsweise des Verbandes Privater Rundfunk- und Telemedien vom 15.7.2015 sowie den eigenen Einschätzungen der Gesellschaft entsprechend einem Interview der stellvertretenden Programmchefin vom selben Tag und der tatsächlichen Entwicklung im Geschäftsjahr 2014/15 mit einem Plus von 12,5 % bei den Abonnentenzahlungen. Die Planung des Umsatzwachstums pro Kunde mit 3,7 % p.a. vernachlässige die Entwicklung des Pay-TV hin zum Massenmedium mit der Folge steigender Umsätze pro Kunde auf der Grundlage besserer Programmvielfalt und Hinzubuchung weiterer Programmpunkte, nicht durch Preissteigerungen. Beim Wachstum der Abonnentenzahlen müsse die Entwicklung der Nutzerzahlen von Sky Sports News HD entsprechend einer Presseerklärung vom 1.12.2015 sehr viel höhere Wachstumsraten bei den Abonnenten nach sich ziehen, was bereits zum Stichtag der Hauptversammlung absehbar gewesen sei. Ebenso hätte der Wachstumstreiber Technik mit den veränderten Nutzungsgewohnheiten über das Internet einfließen müssen. Weiterhin fehle in der Planung die Berücksichtigung des Umstandes, dass 82 % der Haushalte mit einem HD-fähigen Fernsehanschluss ausgerüstet und bereit seien, gegebenenfalls einen maßvollen Aufschlag zu zahlen, um das Programm der Gesellschaft in Ultra HD-Standard zu empfangen. Die Planung übersehe zudem die Möglichkeiten von Sky Go, weil dieses Segment bei allen Kennzahlen Rekordwerte in Deutschland und Österreich verzeichne, ebenso wie die Perspektiven von Sky Anytime und Sky Arts HD. Die Planung be-



rücksichtige weiterhin in unzureichendem Maße die Möglichkeiten des Ansatzes „Snap by Sky“ mit der Teilhabe der Gesellschaft an überproportionalen Wachstumsraten von 42 % bei Video on Demand bei sehr niedrigen Angebotspreisen im Vergleich zu Amazon, Netflix oder Maxdom. Dabei komme es auch zu einer Vernachlässigung einer Zielgruppe ohne Interesse an Fußballübertragungen. Ebenso hätten die Vertriebsmöglichkeiten über Hotels, Gaststätten und den öffentlichen Raum stärker in die Planung einfließen müssen. Angesichts der Marktführerschaft von Sky und einer steigenden Nachfrage nach Unterhaltung müsse ein überdurchschnittliches Umsatz- bzw. Gewinnwachstum angenommen werden. Die Planung übersehe Wachstumsperspektiven durch neue und erweiterte Rechtevereinbarungen mit Programmzulieferern sowie Marketingkooperationen mit Kabelnetz- und IPTV-Betreibern. Die hohe Kundenzufriedenheit werde ebenso vernachlässigt wie das Ausstrahlen von Filmpremierern. Unklar bleibe, warum die Ist-Zahlen aus der Präsentation von August 2015 mit besseren Werten nicht angesetzt worden seien. Die Planung übersehe auch die Auswirkungen der Errichtung eines Fraud Managements zur Bekämpfung von Schwarzsehern. Unklar bleibe auch die Berücksichtigung von Gebührenerhöhungen bei der Bewertung. Höhere Werbeeinnahmen müssten aufgrund der höheren Kundenerreichbarkeit mit der Folge höherer Werbepreise schon vor dem Stichtag in die Planung aufgenommen werden.

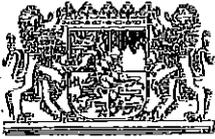
- (3) Bei der Kostenplanung fehle dem Anstieg der Vertriebs- und Marketingkosten in Zeiten der Internet- und Telefonakquise die Plausibilität. Im Rahmen der allgemeinen Verwaltungskosten würden die Lizenzgebühren zugunsten der Antragsgegnerin einem Drittvergleich nicht standhalten. Zudem sei fraglich, ob in dieser Position nur die bei der Sky Deutschland AG anfallenden Kosten und nicht auch konzern-



Besonderheiten hoher Investitionsleistungen mit einer darauf beruhenden Verschiebung des Cash-Flow-Rückflusses hinreichend gewürdigt worden sei. Ein Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen und den erzielten EBITDA- und EBIT-Margen belege die Notwendigkeit des Ansatzes eines stärkeren Wachstumspotenzials im Terminal Value. Unklar bleibe die Ableitung der nachhaltigen Investitionen ebenso wie der Ansatz des Steuerabzugs bei den Ertragsteuern im Terminal Value in Höhe von € 98,1 Mio.

b. Korrekturbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre ergebe sich auch beim Kapitalisierungszinssatz in all seinen Komponenten.

- (1) Der mit 1 % vor Steuern angesetzte Basiszinssatz müsse angesichts des aktuell gültigen, deutlich niedrigeren Zinsniveaus reduziert werden, weil nur zu den niedrigen Zinssätzen eine Wiederanlage erfolgen könne.
- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag abgesenkt werden, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich hierzu als wenig geeignet dar. Keinesfalls aber rechtfertige sich die auf der Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW mit 5,5 % nach Steuern in der Mitte einer Bandbreite von 5 bis 6 % angesetzte Marktrisikoprämie. Dies lasse sich weder mit dem anhaltend niedrigen Basiszinssatz noch mit der Finanzkrise rechtfertigen. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den originären Beta-Faktor der Sky Deutschland AG und nicht über eine ohnehin fehlerhafte zusammengesetzte Peer Group abgeleitet werden. So fehle den Unternehmen Modern Times Group MTG AB wegen dessen Tätigkeit im Entertainment-Rundfunkbereich ebenso die Vergleichbarkeit wie Astro Malaysia Holdings, Sky Network Television Ltd. und Cyfrowy Polsat S.A. wegen der dortigen höheren Marktpenetration. Die überwiegend im Free TV tätigen Unter-



nehmen ProSieben Sat1 Media AG, Discovery Communications Inc. und Scripps Networks Interactive Inc. seien nicht vergleichbar. In die Peer Group müsse man vielmehr ergänzend die Content Group AG oder Kabel Deutschland AG aufnehmen.

- (3) Der Wachstumsabschlag von 1,75 % unterschätze die Dynamik des Pay-TV-Marktes in Deutschland sowie die Stellung der Gesellschaft als Marktführer in Deutschland und müsse deshalb erhöht werden. Die Notwendigkeit der Erhöhung resultiere weiterhin aus der Tätigkeit der Gesellschaft in einem nicht reifen Markt, weshalb es am Zusammenhang zwischen Inflationserwartung und gesamtwirtschaftlichem Wachstum fehle. Der Ansatz dieses Wachstumsabschlages übersehe, dass es keine überproportionale Beschränkung des deutschen Marktes im Hinblick auf Fernsehgewohnheiten gebe und daraus eine größere Wachstumsperspektive abzuleiten sei, zumal eine Trendumkehr zu anderen Fernsehgewohnheiten durch das Auftreten neuer Medien nicht erkennbar sei. Weiterhin vernachlässige der Wachstumsabschlag von 1,75 % die Erkenntnis, dass Unternehmen in höher entwickelten Märkten auch höhere Margen erzielen würden. Zudem lasse dieser Wachstumsabschlag außer Betracht, dass nur die Sky Deutschland AG die steigenden Preise für die Übertragungsrechte an der deutschen Fußball-Bundesliga bezahlen könne. Auch müsse der Wettbewerbsvorteil aus der 3D-Technologie stärker einfließen. Ein Wachstumsabschlag unterhalb der langfristig erwarteten Inflationsrate führe auf lange Sicht zu einem Schrumpfen des Unternehmens bis hin zu einem Verschwinden aus dem Markt.
- c. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen müsse ein erheblicher Teil der im Unternehmen vorhandenen Liquidität zusätzlich berücksichtigt werden. Unklar sei die Ermittlung der Sonderwerte in Höhe von € 300.000,- und der Ansatz von lediglich 50 % des Verlustvortrages bei der Steuer. Die Bewertung der Gesellschaft übersehe beim nicht betriebsnotwendigen



Vermögen den notwendigen Ansatz des immateriellen Wertes der Marke „Sky“. Zudem hätten stille Reserven aufgedeckt werden müssen. Weiterhin fehle ein Ansatz von Schadensersatzansprüchen wegen zu Unrecht an Aktionären gezahlten Beträge in Höhe von € 4,3 Mio.; in Höhe dieses Schadensersatzanspruches müsse ein Sonderwert angesetzt werden.

- d. Bei der Ermittlung des Börsenkurses müsse auf den Zeitraum vor der Bekanntgabe des konkretisierten Übertragungsverlangens vom 8.6.2015 abgestellt werden. In den Börsenkurs müsse man zudem auch Freiverkehrskurse einbeziehen. Seine Ermittlung könne zudem nur über eine Hochrechnung anhand der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung erfolgen. Die ermittelte Barabfindung vernachlässige zudem den Emissionspreis, zu dem die Aktie der Premiere AG im Jahre 2005 an die Börse gebracht worden sei, wie auch die gezahlten Vorerwerbspreise. Die ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen Investitionsschutzabkommen.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die anhand des Börsenkurses ermittelte Barabfindung angemessen sei.

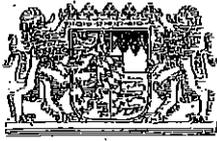
- a. Die Planannahmen als Grundlage der zu kapitalisierenden Ergebnisse seien sachgerecht in die Ermittlung des Ertragswertes als geeignete Methode eingeflossen.

(1) Dabei seien allgemeine Planungsgrundsätze nicht verletzt worden. Die Berücksichtigung der Ist-Ergebnisse zum 30.6.2015 sei nicht möglich gewesen, weil diese zum Stichtag der Hauptversammlung noch nicht vorgelegen hätten. Die Aktualisierung entsprechend der Stichtagserklärung zeige jedoch, dass die Auswirkungen der seit der Beendigung der Bewertungs- und Prüfungstätigkeit eingetretenen Entwicklungen auf den Forecast für das Geschäftsjahr 2014/15 und die Ergebnisprognose für die folgenden Geschäftsjahre eingeflossen



seien. Das am 30.6.2015 endende Geschäftsjahr gehöre bereits der Vergangenheit an und könne daher bei der Ermittlung des Ertragswerts keine Rolle spielen. Zudem sei das Konzernergebnis im Geschäftsjahr 2014/15 vor und nach Steuern hinter dem Forecast zurückgeblieben. Das Übernahmeangebot aus dem Jahr 2014 stehe der Angemessenheit der Barabfindung ebenso wenig entgegen wie die damals abgegebene Einschätzung der Organe der Gesellschaft. Dies resultiere zum einen aus der Unbeachtlichkeit der Fairness Opinion mit Rücksicht auf den Zeitablauf und zum anderen aus den in der Zwischenzeit verschlechterten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Der Verdacht einer anlassbezogenen, von der Antragsgegnerin beeinflussten Planung sei unbegründet, weil es keine inhaltlichen Vorgaben seitens der Antragsgegnerin oder mit ihr verbundener Unternehmen gegeben habe. Ebenso wenig liege eine Anpassung der konzerninternen Planungsrechnungen durch die Bewertungsgutachter von [redacted] vor. Aus der Vergangenheitsanalyse ergebe sich trotz der starken Performance von Sky ein Unterschreiten der jeweils geplanten Größen bei den Ist-Werten der Jahre von 2012 bis 2014.

- (2) Die Planung selbst stelle sich als angemessen dar.
 - (a) Die ab den Planjahren 2017/18 ff. im Einzelnen geplanten Umsatzerlöse, Programmkosten sowie die geplante Summe der Umsatzkosten unterlägen der Geheimhaltung; es bestehe keine Pflicht zur Veröffentlichung, weil eine Offenlegung der Gesamtprogrammkosten sowie der tatsächlich gezahlten und geplanten Lizenzvergütungen für die Rechteverträge die Geschäftsentwicklung der Sky Deutschland AG erheblich nachteilig beeinflussen würden.
 - (b) Die Umsatzentwicklung müsse angesichts ihrer Plausibilität nicht angepasst werden. Angesichts der in der Vergangenheit



ausschließlich erzielten Verluste und einer vorgesehenen erstmaligen Rückkehr in die Gewinnzone ab dem Jahr 2015/16 mit einem EBIT von € 35,8 Mio. und einem Anstieg auf € 365,5 Mio. im letzten Planjahr 2019/20 könne nicht davon ausgegangen werden, die Planung spiegele die Marktführerschaft bzw. die Wachstumsperspektiven oder die starke Wettbewerbsposition mit daraus resultierenden Wachstumsaussichten der Gesellschaft nicht wider. Ein darüber hinausgehender Bedarf als Folge der bisher geringen Pay-TV-Durchdringung in Deutschland und Österreich bestehe nicht angesichts des sehr umfangreichen und hoch qualitativen frei verfügbaren Fernsehangebots im Unterhaltungs-, Kinder- und Sportbereich. Jüngste technologische Entwicklungen hätten neuen Mitspielern das Pay-TV-Angebot erleichtert mit der Folge der Verschärfung des Wettbewerbs um bestimmte Programminhalte. Künftige Preiserhöhungen seien berücksichtigt worden. Angesichts kontinuierlich steigender Umsatzerlöse flache sich die Wachstumskurve nachvollziehbar etwas ab. Die Planung für das Geschäftsjahr 2015/16 sei auch deshalb nicht zu pessimistisch, weil das geplante Umsatzwachstum über den tatsächlich erzielten Ist-Wert der ersten neun Monate dieses Geschäftsjahres gelegen habe. Die in der Planung angenommenen Wachstumsraten beim Umsatz für die Geschäftsjahre 2015/16 und 2016/17 lägen mit 15,7 % bzw. 13,7 % über den Prognosen des VPRT. Der Bereich Video on Demand gehe von einem Wachstum der Umsatzerlöse aus; dieser Beitrag mache aber angesichts des geringen Umfangs des Geschäfts nur einen vergleichsweise geringen Anteil aus, zumal es derartige Angebote auch von anderen Anbietern von Streaming-Diensten im Internet gebe. Es gebe keine gesicherten Erfahrungswerte, inwieweit Haushalte mit einem 3D-fähigen Fernsehgerät mehr als andere zum Abschluss eines Sky-Abonnements tendieren würden, weshalb aus der ohnehin



sehr viel niedrigeren Quote nicht auf ein besonderes Umsatzsteigerungspotenzial geschlossen werden könne. Hinsichtlich der Zahl der Abonnenten übertreffe die der Bewertung zugrunde liegende Planung die Vorhersage insbesondere des VPRT erheblich. Aus dem außergewöhnlichen Wachstum der Abonnentenzahlen im Geschäftsjahr 2014/15 mit einem Plus von 12,25 % könne nicht auf eine Fortschreibung für die Zukunft geschlossen werden, weil die Ursache in dem Rückgang der Kündigungen gelegen haben, die durch die Verlängerung der Abonnement-Laufzeiten bedingt gewesen sei. Der höhere ARPU in den USA beruhe auf den dort verkauften „All you can eat“-Pay-TV-Paketen, während die im Vergleich kleineren Pakete in Deutschland einen geringeren ARPU zur Folge hätten. Von einer zu geringen Konkurrenz durch die öffentlich-rechtlichen Anstalten könne im Sportbereich angesichts der diesen zustehen Übertragungsrechte nicht gesprochen werden.

Die Planung der Werbeerlöse mit einem Anstieg um 20,1 % und 15,2 % in den beiden ersten Jahren der Phase I berücksichtige angemessen die mit den steigenden Abonnentenzahlen einhergehende gestiegene Attraktivität für Werbekunden, weil dieser Bereich deutlich über den Wachstumsraten der Abonnenten liege.

- (3) Bei den Umsatzkosten entfalle der wesentliche Teil auf die in Euro abgerechneten Übertragungsrechte für die deutsche Fußball-Bundesliga. Die in US-Dollar abgerechneten Programmkosten zahle die Gesellschaft an Rechtsträger außerhalb der Sky-Gruppe. Bezüglich der an Gesellschaften innerhalb der Sky-Gruppe fließenden Programmkosten ergebe sich deren Angemessenheit aus der Bestätigung der Prüfer der Abhängigkeitsberichte. Die Planung der Hardware-Kosten berücksichtige in angemessenem Umfang den Anstieg bei zunehmenden Abonnentenzahlen und einem vermehrten Wech-



sel zu höherwertigen Set-Top-Boxen. Damit verbundene synergiebedingte Einspareffekte weise die Planung in den sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen auf. Die Entwicklung der Vertriebs- und Marketingkosten verlaufe im Zeitraum der Phase I im Vergleich zum Bruttoergebnis vom Umsatz deutlich unterproportional. Die Steigerung des Bruttoergebnisses vom Umsatz bedürfe der ständigen Gewinnung von Neuabonnenten, um auch erfolgte Kündigungen auszugleichen, wobei dies über bloße Internet- und Telefonakquise hinausgehe. Aufgrund der im Jahr 2010 geschlossenen Vereinbarung mit der Inhaberin der Marke „Sky“ ergebe sich ein planmäßiger Anstieg der Aufwendungen für die Nutzung dieser Marke. Der Anstieg der Vertriebskosten von € 389,9 Mio. auf € 396,7 Mio. im Terminal Value entspreche der Wachstumsrate von 1,75 %. Die mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre und dem Delisting verbundene Kostenersparnis könne die Planung nicht berücksichtigen. Bei den allgemeinen Verwaltungskosten erfasse sie nur die bei der Sky Deutschland AG anfallenden Kosten.

- (4) Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses durch die Bewertungsgutachter könne nicht beanstandet werden. Eine Konvergenzphase müsse nicht eingeschoben werden angesichts eines bereits am Ende der Detailplanungsphase eingetretenen eingeschwungenen Zustandes. Das nochmals auf € 409,7 Mio. in der Ewigen Rente gestiegene EBIT stelle sich angesichts der spezifischen Möglichkeiten und Herausforderungen des deutschen TV-Geschäfts als plausibel dar, zumal sich durch jüngste technologische Entwicklungen und das Auftreten neuer Mitspieler der Wettbewerb um bestimmte Programminhalte verstärkt habe.
- (5) Das Finanzergebnis falle angesichts geringerer Zinserträge aus Kundenforderungen und liquiden Mittel mit Blick auf die höheren Sollzinsaufwendungen für Finanzverbindlichkeiten und Pensions-



rückstellungen negativ aus. Die Verzinsung des von der Sky Finance gewährten Darlehens erfolge zu marktüblichen Konditionen.

- (6) Der Wertbeitrag aus Thesaurierung werde sachgerecht der Besteuerung unterworfen. Dabei seien auch inflationsbedingte Kursgewinne zur Herstellung der steuerlichen Äquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterworfen. Die Ausschüttungsquote von 45 % beruhe auf einer vom Vorstand der Gesellschaft als sinnvoll angesehenen Annahme. Der geplante Überschuss der Jahre 2015/16 bis 2017/18 solle der vollständigen Tilgung der Darlehen dienen, wodurch der Verschuldungsgrad und damit zugunsten der Minderheitsaktionäre auch der Kapitalisierungszinssatz sowie die Zinsaufwendungen sinken würden. Sachgerecht erfolge sei die Thesaurierung zur Finanzierung des Wachstums im Terminal Value in Höhe von € 5,9 Mio. p.a., weil dieser Betrag 1,75 % des bilanziellen Eigenkapitals zum Ende der Detailplanungsphase entspreche. Dieser Ansatz vermeide einen überproportionalen Anstieg des Kapitalstrukturrisikos und der Finanzierungskosten.
- (7) Die bei der Bewertung anzusetzenden unechten Synergien aus der Bündelung der Ressourcen im EDV-Bereich sowie der Beschaffung und Entwicklung von Receivern und Set-Top-Boxen seien zutreffend ermittelt und angesetzt worden. Ebenso berücksichtige die Planung Synergien aus der Zusammenarbeit mit Sky-Gesellschaften aus anderen Staaten. Ebenso seien in die Ertragswertermittlung Synergien aus der Kooperation mit der Muttergesellschaft sowie Schwestergesellschaften der Antragsgegnerin eingeflossen, wobei diese allerdings in der Höhe zum Teil beschränkt seien. Aus der ohnehin deutlich nach dem Stichtag der Hauptversammlung veröffentlichten Presseerklärung über den Aufbau eines internationalen Vertriebssystems



über die Sky Media GmbH könne nichts zu Synergien entnommen werden.

(8) Angesichts der rechtlichen Unsicherheit über den Untergang körperschaft- und gewerbesteuerlicher Verlustvorträge in Höhe von € 225,9 Mio. bzw. € 16,5 Mio. sei dieser Verlustvortrag bei der Berechnung der betrieblichen Ertragssteuern jeweils in Höhe von 50 % angesetzt worden. Die bei der Sky Deutschland AG und weiterer Gesellschaften aus dem Sky-Konzern zum 30.6.2015 bestehenden ertragsteuerlichen Verlustvorträge in Höhe von € 2 Mrd. seien unmittelbar bei der Berechnung der betrieblichen Ertragssteuern angesetzt worden. Der Steuerabzug von € 98,1 Mio. in der Ewigen Rente beruhe auf der Umrechnung der Steuerminderung bis zum vollständigen Verbrauch in eine Annuität.

b. Der Kapitalisierungszinssatz sei insgesamt methodisch und inhaltlich zutreffend ermittelt worden.

(1) Die Ableitung des Basiszinssatzes auf Grundlage der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank stelle zutreffend auf die aus Sicht des Stichtags um kurzfristige Einflüsse bereinigte, künftig auf Dauer zu erwartende Renditen ab. Es komme dabei nicht auf zum Stichtag aktuelle Renditen an, weil die Unternehmensbewertung die unendliche Lebensdauer des Unternehmens unterstelle. Die tatsächliche Erhöhung des Basiszinssatzes auf 1,5 % vor Steuern im Vergleich zum Zeitpunkt der Erstellung der Stellungnahme der Bewertungsgutachter ziehe ein Absinken des Ertragswertes nach sich.

(2) Der notwendigerweise und zwingend anzusetzende Risikozuschlag sei zutreffend mit Hilfe des (Tax-)CAPM ermittelt worden, weil das Bestehen von Ermessensspielräumen bei der Festlegung der Prämissen kein Grund für dessen prinzipielle Ablehnung sei. Die Markt-



risikoprämie von 5,5 % nach Steuern beruhe auf Hinweisen am Kapitalmarkt, wonach die Gesamtrisikoerwartung nicht gesunken sei. Dies werde gestützt durch Untersuchungen zu impliziten Kapitalkosten für den deutschen Kapitalmarkt sowie die beobachtbare Entwicklung der gestiegenen Zinsspreads auf Fremdkapitalmärkten. Mangels Relevanz des originären Beta-Faktors der Sky Deutschland AG müsse das individuelle Risiko über eine Peer Group ermittelt werden. Deren Zusammensetzung gehe angesichts der bestehenden Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen nicht fehl, wobei dies gerade auch für die Modern Times Group MTG AB gelte. Der Aufnahme der Kabel Deutschland Holding AG stehe die fehlende Tätigkeit im Pay-TV-Bereich entgegen. Die Adjustierung des Beta-Faktors sei sachgerecht.

- (3) Ebenso wenig bestehe Korrekturbedarf beim Wachstumsabschlag. Es könne nicht erwartet werden, das erhebliche Wachstum aus der Detailplanungsphase werde sich in alle Ewigkeit fortsetzen. Zudem führe auch das thesaurierungsbedingte Wachstum zu künftig wachsenden Überschüssen. Angesichts des durch technologische Weiterentwicklungen geprägten Pay-TV-Segments werde sich der Wettbewerb um bestimmte Premiuminhalte, insbesondere bei Sportrechten verschärfen. Der zunehmende Konsum von Video on Demand- und Streaming-Inhalten übe Druck auf die traditionellen Übertragungswege aus, zumal auch hier die traditionellen Strukturen der deutschen Fernsehlandschaft berücksichtigt werden müssten. Gerade die Geschichte der Gesellschaft mit Verlusten in der Vergangenheit belege, dass sie nicht in der Lage gewesen sei, kostendeckende Preise ungeachtet der Inhaberschaft der Exklusivrechte für die deutsche Fußball-Bundesliga seit dem Jahre 2009 durchzusetzen. Auch führe der Ansatz eines Wachstumsabschlages unterhalb der langfristig erwarteten Inflationsrate nicht zu einem Schrumpfen auf lange Sicht.



- c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen müsse nicht mit einem höheren Wert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen. Die Ableitung des Ansatzes der in den Konsolidierungskreis einbezogenen Unternehmen auf der Grundlage des höheren Wertes aus Beteiligungsbuchwert, anteiligem Eigenkapital und vereinfachtem Ertragswert könne nicht beanstandet werden, zumal dies nur rund 0,005 % des gesamten Unternehmenswertes ausmache. Bei der tmc Content Group AG liege der Wert der anteiligen Marktkapitalisierung unter dem des anteiligen Eigenkapitals, wobei die persönlichen Ertragssteuern abgezogen werden dürften. Bei liquiden Mitteln zum 30.6.2015 mit €12,3 Mio. einerseits und kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von € 46,3 Mio., langfristigen Finanzverbindlichkeiten von € 365 Mio. und Provisionsrückstellungen in Höhe von € 12,6 Mio. andererseits bestehe kein Raum für den Ansatz nicht betriebsnotwendiger Liquidität als Sonderwert. Der abgeschlossene Vergleich im Zusammenhang mit dem Kapitalerhöhungsbeschluss vom 26.2.2009 begründe keinen Schaden, weil der Abschluss zur Ausräumung von Rechtsrisiken unbedenklich sei.
- d. Der die Barabfindung bestimmende Börsenkurs sei zutreffend anhand eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens am 17.2.2015 durch das Abstellen auf den volumengewichteten Durchschnittskurs ermittelt worden. Der Handel im Freiverkehr finde dabei keine Beachtung. Angesichts des Zeitraums von etwa fünf Monaten bis zur Hauptversammlung scheide die Notwendigkeit einer Hochrechnung aus. Der Emissionspreis des Jahres 2005 spiele bei der Angemessenheit der Barabfindung ebenso wenig eine Rolle wie bezahlte Vorerwerbspreise oder geäußerte Kursziele. Ein Verstoß gegen völkerrechtliche Verträge könne durch die Barabfindung in Höhe von € 6,68 nicht begründet werden.



4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 27.5.2016 (Bl. 304 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 305 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bestellung im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter macht im Wesentlichen geltend, es gebe keinen nachvollziehbaren Grund für die Verweigerung der Offenlegung von Planzahlen, zumal die Auktion hinsichtlich der TV-Rechte abgeschlossen sei und die nächste Auktion erst im Jahr 2020 stattfindet. Der Gesetzgeber sehe keinen Grund für die Erhöhung der Marktrisikoprämie auf 5,5 %, wie der Stellungnahme im Gesetzgebungsverfahren zum Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuerreformgesetz 2016 zu entnehmen sei. Die Peer Group enthalte mit der Modern Times Group MTG AB als einer im Baltikum und in Skandinavien tätigen Gesellschaft ein nicht vergleichbares Unternehmen; dasselbe gelte für die in den USA ansässige DISH Network Corp. Der Ansatz eines adjustierten Beta-Faktors lasse sich nicht rechtfertigen. Gerade mit Blick auf die Wachstumsmärkte Deutschland und Österreich müsse der Wachstumsabschlag erhöht werden; ansonsten würde das Wachstumspotenzial vor allem für die Bereiche Video on Demand und Video Content über mobile Endgeräte mit außergewöhnlichen Wachstumsperspektiven unterschätzt.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 12.1.2017, 19.10.2017, 14.12.2017 und 1.3.2018 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von
–
und – mündlich angehört.
Ferner hat das Gericht mit Beschlüssen vom 19.1.2017 (Bl. 451/460 d.), vom 16.8.2017 (Bl. 550/555 d. A), vom 19.10.2017 (Bl. 604 d.A.), vom 14.12.2017 (Bl. 669 d.A.) und vom 1.3.2018 (Bl. 716 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, in ergänzenden Stellungnahmen vor allem zu Einzelfragen der Planung einschließlich der Thesaurierung und der Synergien, des Kapitalisierungszinssatzes und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens



Stellung zu nehmen sowie Alternativberechnungen mit geänderten Parametern beim Kapitalisierungszinssatz und der Besteuerung der Wachstumsthesaurierung vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung der Abfindungsprüfer wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 12.1.2017 (Bl. 414/450 d.A.), vom 19.10.2017 (Bl. 574/604 d.A.), vom 14.12.2017 (Bl. 639/673 d.A.), und vom 1.3.2018 (Bl. 692/734 d.A.) sowie die allen Verfahrensbeteiligten zugänglich gemachten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer vom 25.4.2017 (Bl. 472/486 d.A.), vom 31.8.2017 (Bl. 556/557 d.A.), vom 14.11.2017 (Bl. 636/638 d.A.), vom 9.1.2018 (Bl. 679/686 d.A.) und vom 19.3.2018 (Bl. 747/755 d.A.).

- c. Die Antragsteller zu 2) und zu 35) haben mit Schriftsätzen ihrer Verfahrensbevollmächtigten vom 11.3.2017 (Bl. 470 d.A.) bzw. vom 28.3.2017 (Bl. 471 d.A.) ihre Anträge zurückgenommen. Der Verfahrensbevollmächtigte der Antragstellerin zu 113) hat mit Erklärung im Termin vom 12.1.2017 (Bl. 428 d.A.) deren Antrag zurückgenommen. Die Verfahrensbevollmächtigte der Antragsgegnerin hat jeweils zugesagt, keinen Kostenantrag zu stellen.

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 12.1.2017 (Bl. 414/450 d.A.), vom 19.1.2017 (Bl. 574/604 d.A.), vom 14.12.2017 (Bl. 639/673 d.A.) und vom 1.3.2018 (Bl. 692/734 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind – soweit über sie nach den erklärten Antragsrücknahmen von insgesamt drei Antragstellern noch zu entscheiden war – zulässig und begründet, weil die angemessene Barabfindung auf € 6,77 je Aktie festzusetzen ist; dieser Betrag ist seit dem 17.9.2015 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

I.

Die Anträge aller im Verfahren verbliebenen Antragsteller sind zulässig.

1. Die Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der Sky Deutschland AG am 15.9.2015 Aktionäre der Gesellschaft waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Antrag aller Antragsteller entweder von Vornherein nicht bestritten oder in Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt bzw. nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.
2. Die Antragsteller wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 16.9.2015, weshalb die Frist am 16.12.2015 endete. Spätestens an diesem Tag gingen alle Anträge zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht München I ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, wes-



halb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

4. Die Beteiligtenfähigkeit der Antragstellerin zu 17) als Erbengemeinschaft muss für das hier vorliegende Spruchverfahren bejaht werden. Nach §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sind beteiligtenfähig Vereinigungen, soweit ihnen ein Recht zustehen kann. Der BGH hat zwar bezüglich der Partei- und Rechtsfähigkeit einer Erbengemeinschaft wiederholt entschieden, dass diese zu verneinen sei, weil die Miterbengemeinschaft nicht auf Dauer, sondern auf Auseinandersetzung angelegt sei und nicht über eigene Organe verfüge, durch die sie im Rechtsverkehr handeln könnte; deshalb soll sie kein eigenständiges, handlungsfähiges Rechtssubjekt sein, sondern lediglich eine gesamthänderisch verbundene Personenmehrheit, der mit dem Nachlass ein Sondervermögen zugeordnet ist (vgl. BGH NJW 2002, 3389, 3390 = WM 2002, 393, 394 = WuM 2002, 601, 602 = NZM 2002, 950, 951 = FamRZ 2002, 1621 f. = RPfleger 2002, 625 f. = ZMR 2002, 907, 908 = MDR 2002, 81; NJW 2006, 3715 f. = WuM 2006, 695 = NZM 2006, 944, 945 = FamRZ 2007, 41, 42 = DNotZ 2006, 134, 135 = RPfleger 2007, 75, 76 = ZMR 2007, 26, 27; Staudinger-Löhnig, BGB, Neubearb. 2016; § 2032 Rdn. 4; Palandt-Weidlich, BGB, a.a.O., Einf v § 2032 Rdn. 1; Erman-Bayer, BGB, 14. Aufl., § 2032 Rdn. 1; a.A. Grunewald AcP 197 [1997], S.



305 ff.; Eberl-Boges ZEV 2002, 125, 127 ff.). Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, inwieweit der von der überwiegend vertretenen Auffassung zur fehlenden Rechts- und Parteifähigkeit einer Miterbengemeinschaft zu folgen ist. Die vom BGH im Zivilprozessrecht entwickelten Grundsätze lassen sich nämlich angesichts der Besonderheiten des Aktienrechts nicht auf die Beteiligtenfähigkeit im Spruchverfahren übertragen. Die über die Verweisungsnorm des § 17 Abs. 1 SpruchG anwendbare Regelung des § 8 Nr. 2 FamFG geht nämlich von einem im Vergleich zur Parteifähigkeit des § 50 ZPO weiteren Begriff der Beteiligtenfähigkeit aus, der dazu führt, dass angesichts der Besonderheiten des materiellen Aktienrechts eine Miterbengemeinschaft Beteiligte eines Spruchverfahrens sein kann. Es ist weithin unstreutig, dass eine Miterbengemeinschaft Aktien halten kann, wie dies insbesondere von § 69 Abs. 1 und Abs. 3 Satz 2 AktG vorausgesetzt wird (vgl. nur Staudinger-Löhnig, BGB, a.a.O., § 2032 Rdn. 31; Cahn in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 69 Rdn. 6; Bezenberger in: Schmidt/Lutter, 3. Aufl., § 69 Rdn. 3; Lohr in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 69 Rdn. 4). Steht eine Aktie mehreren Berechtigten zu, so können sie die Rechte aus der Aktie gemäß § 69 Abs. 1 AktG nur durch einen gemeinschaftlichen Vertreter ausüben. Zudem muss auch aus der Regelung über die Empfangszuständigkeit von Willenserklärungen gegenüber mehreren Erben in § 69 Abs. 3 Satz 2 AktG die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Erbengemeinschaft vom Regelungsgehalt des § 69 AktG erfasst sein muss. Die weitere Voraussetzung des § 69 Abs. 1 AktG in Form der Bestellung eines gemeinsamen Vertreters durch die Antragstellerin zu 5) ist gleichfalls zu bejahen, weil in einem Rechtsstreit ein gemeinsamer Verfahrensbevollmächtigter zugleich deren Vertreter gegenüber der Gesellschaft oder nach einer das Aktieneigentum berührenden Strukturmaßnahme wie einen Squeeze out gegenüber dem Hauptaktionär sein kann (vgl. Bezenberger in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 69 Rdn. 7). Dann aber kann der Erbengemeinschaft ein Recht zustehen. Als Aktionärin hat sie nämlich einen Anspruch auf eine angemessene Kompensation. Damit einhergehen muss aber die verfahrensrechtliche Möglichkeit, die Angemessenheit der von der Hauptversammlung beschlossenen Kompensation in einem Spruchverfahren gerichtlich überprüfen zu lassen. Folg-



lich muss die Erbengemeinschaft auch beteiligtenfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sein (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16).

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 6,77 je Aktie beträgt. Dieser Betrag ist ab dem 17.9.2015 mit einem Zinssatz von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 281), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der



Sky Deutschland AG zugrunde gelegt werden kann. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert ange setzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. 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 (vgl. nur BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16).

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Berechnung müsse in Anlehnung an die Best-Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management zumindest plausibilisiert werden. Die Ertragswertmethode ist in der betriebswirtschaftlichen Lehre und Praxis weithin anerkannt und üblich, weshalb sie entsprechend den Vorgaben insbesondere auch des BGH der Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage der angemessenen Barabfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zugrunde gelegt werden kann. Angesichts dessen bedarf es nicht zwingend einer weite-



ren Überprüfung durch eine andere Methode, die zudem nicht unerheblicher Kritik in der Fachliteratur ausgesetzt ist, weil das Konzept des markttypischen Erwerbers sich vom relevanten Bewertungsobjekt unzulässiger Weise entferne und es auch zu einer unzulässigen Doppelberücksichtigung der Unsicherheit im Bewertungskalkül komme (vgl. Olbrich/Rapp CF 2012, 233 ff.; auch Quill, Interessengeleitete Unternehmensbewertung – Ein ökonomisch-soziologischer Zugang zu einem neuen Objektivismusstreit, Diss. Universität des Saarlandes, 2016, S.330 f.). Auf eine variable Bandbreite abzielende Empfehlungen sind keinesfalls besser geeignet als die Ertragswertmethode, weil eine Bandbreite keine angemessene Barabfindung darstellen kann, nachdem diese auf einen bestimmten Betrag lauten muss. Auch ist es nicht geboten, zur Bestimmung des wahren „Wertes“ stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im geeigneten Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München, Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865). Die Ertragswertmethode ist – wie bereits ausgeführt – in Rechtsprechung und Literatur weithin anerkannt.

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der 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 allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen auf-



zubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I. Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Gesellschaft keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung der Sky Deutschland AG zugrunde liegen.
 - (a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswertes wesentlichen und bestimmenden Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind. Die Vergangenheitsanalyse umfasste bei der Gesellschaft dabei die Geschäftsjahre 2012 bis zum Rumpfgeschäftsjahr 2014 sowie den Forecast des Geschäftsjahres 2014/15, nachdem dieses



Geschäftsjahr zum Zeitpunkt der Hauptversammlung bereits beendet war und folglich der Vergangenheitsanalyse zuzurechnen ist, auch wenn der Jahresabschluss zum 30.6.2015 im Zeitpunkt der Hauptversammlung am 22.7.2015 noch nicht festgestellt war. Im Rahmen ihrer Analyse gelangten die Abfindungsprüfer zu dem Ergebnis, dass es keine großen Ungenauigkeiten gegeben habe, aber von der Tendenz her eine Überschätzung der Ist-Ergebnisse zu beobachten gewesen sei. Die Zielwerte der üblicherweise herangezogenen wesentlichen Ergebnisgrößen EBIT und EBITDA wurden regelmäßig nicht erreicht, auch wenn einzelne Ziffern, die zu deren Berechnung herangezogen werden müssen, im Ist übertroffen wurden. Die näherliegenden Jahre wurden dabei in der Planung recht gut prognostiziert, während es in der weiteren Zukunft größere Abweichungen gab.

wies bei der Anhörung im Termin vom 12.1.2017 in diesem Zusammenhang darauf hin, dass sich gerade an der Darstellung der Abweichung in absoluten Zahlen im Bewertungsgutachten die Sinnhaftigkeit der Planungssystematik zeige und diese zu beobachtende Regelmäßigkeit des Optimismus in der weiteren Zukunft der Historie einer Gesellschaft entspreche, die stets früher in die Gewinnzone wollte, dieses Ziel aber regelmäßig verfehle. Die Darstellung der Vergangenheitsanalyse im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht ist dabei auch frei von Widersprüchen – unterschiedliche Aussagen auf Seite 25 des Prüfungsberichts und Seiten 39/40 des Bewertungsgutachtens andererseits beruhen darauf, dass die Abfindungsprüfer die bereinigten Ist-Zahlen herangezogen haben.

- (b) Eine unzulässige Anlassplanung mit dem Ziel der Einflussnahme der Antragsgegnerin in Richtung auf eine möglichst niedrige Barabfindung in deren Interesse oder im Interesse der briti-



schen Konzernobergesellschaft kann nicht angenommen werden. erläuterte diesbezüglich, dass zwar bei einer in einem faktischen Konzern eingebundenen Gesellschaft eine von London aus – also dem Sitz der Konzernobergesellschaft – vorgegebene Gesamtstrategie nicht gänzlich außer Betracht bleiben werde. Allerdings wies er insbesondere auch auf ein in sich geschlossenes Planungssystem der Sky Deutschland AG hin, das auch als Planung des Vorstands dokumentiert war. Die darin enthaltene Gesamtstrategie zeigt die Tendenz, in der Planung für 2015 gegenüber dem Vorjahr viel mehr Wert auf ein schnelleres Wachstum der Abonnentenzahlen zu legen und einen geringeren Average Revenue per User (ARPU) in Kauf zu nehmen. Zwar fragten die Abfindungsprüfer nicht direkt nach der Herkunft dieses Strategiewechsels aus London; doch erläuterten sie, dass sie diesen auf eine gesteigerte Zahl der Abonnenten abzielenden Strategiewechsel als durchaus sinnvoll erachteten. Dies steht auch in Einklang mit den Zahlen aus dem Geschäftsbericht des Geschäftsjahres 2014/15, wo sich diese Entwicklung in dauerhaft gestiegenen Abonnentenzahlen bei gleichzeitig rückläufigem durchschnittlichem Umsatz pro Kunde widerspiegelt. Angesichts dessen ist die Aussage der Abfindungsprüfer, keine Hinweise darauf gefunden zu haben, bei der Planung könnten Vorgaben der Antragsgegnerin oder der Muttergesellschaft aus Großbritannien umgesetzt worden seien, für die Kammer überzeugend. Die Abstimmung der Finanzierungsstrategie mit der Muttergesellschaft in Großbritannien ist selbstverständlich, nachdem es entsprechende Finanzierungsvereinbarungen zwischen der Konzernobergesellschaft und der Sky Deutschland AG gab; die zuvor bestehende Finanzierung wurde ausweislich des Bewertungsgutachtens vollständig durch eine Verbundfinanzierung abgelöst.



Die neue Planung ab dem Geschäftsjahr 2015/16 wurde auch entsprechend dem bisher üblichen Planungsprozess erstellt. Sie entstand im Frühjahr 2015. Nach der Umstellung des Geschäftsjahres auf den Zeitraum vom 1.7. bis zum 30.6. des Folgejahres begann der routinemäßige Planungsprozess im Januar, während die Fertigstellung im Mai erfolgte. Abgesehen von geänderten Jahreszeiten entsprach dieses Vorgehen auch dem der Vorjahre, als das Geschäftsjahr mit dem Kalenderjahr noch identisch war. Dabei war das erste Planjahr als Budgetjahr ausgestaltet, bei dem die Zahlen quartalsweise angepasst wurden. Darauf aufbauend folgten nach den Erkenntnissen der Prüfer vier weitere Jahre. Die Planung selbst wurde bottom up auf der Grundlage von top down erfolgten Vorgaben erstellt. Die Gestaltung dieser zeitlichen Abläufe spricht gleichfalls gegen eine Beeinflussung durch die Antragsgegnerin oder von Sky Plc. als Konzernobergesellschaft.

- (c) Die Planung stammt auch nicht von den Bewertungsgutachtern von [redacted] führte aus, die von den Bewertungsgutachtern vorgenommenen Anpassungen im Prüfungsbericht abschließend dargestellt zu haben. Bis hin zum EBIT nahmen die Bewertungsgutachter an der Planung der Gesellschaft keine Anpassungen vor – ausgenommen von Erträgen aus möglichen Versicherungserstattungen im Jahre 2017/18, die den Saldo aus den sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen positiv beeinflussen und zu einer deutlichen Erhöhung im Vergleich zum Vorjahr führen. Soweit die Wirtschaftsprüfer von [redacted] darüber hinausgehende Anpassungen vornahmen, betrafen diese die Ableitung des Finanzergebnisses sowie die Steuerplanung. Da dies einerseits von der regulären Planung des Vorstandes nicht umfasst ist, andererseits aber zur Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse



zwingend notwendig ist, weil diese vom Zinsergebnis beeinflusst ist und die Unternehmensteuern gleichfalls mit berücksichtigt werden müssen, kann daraus nicht der Schluss gezogen werden, die Ermittlung des Ertragswerts stamme nicht von der Gesellschaft. Das Bewertungsgutachten wies auf Seite 47 auf die Abstimmung des Finanzergebnisses mit dem Vorstand auf der Grundlage der Bilanzplanung und der daraus abgeleiteten integrierten Finanzbedarfsberechnung hin, die ihrerseits unter der Annahme einer teilweisen Auskehrung des Konzernjahresergebnisses unter Berücksichtigung der Investitionen sowie der Veränderungen des Nettoumlaufvermögens wie auch der Rückstellungen abgeleitet wurde. Durch die Abstimmung war der Vorstand auch in die Ermittlung dieser Werte eingebunden, auch wenn sie von den Bewertungsgutachtern angesetzt wurden.

Die Ewige Rente musste ebenso aus Gründen der Bewertungsmethodik von den Bewertungsgutachtern modelliert werden, weil es für den Zeitraum ab 2020/21 ff. gerade keine von der Gesellschaft erstellte Planung gab. Dann aber müssen die Ansätze für den Terminal Value vom Bewertungsgutachter aus den Erkenntnissen der Detailplanungsphase herausgewonnen werden.

- (2) Die Planung des Bruttoergebnisses muss nicht verändert werden:
 - (a) Ein solcher Korrekturbedarf bei der Planung lässt sich nicht mit der Fairness Opinion von Merrill Lynch vom 16.9.2014 und der darauf aufbauenden ablehnenden Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Antragsgegnerin ableiten, auch wenn die beiden Organe der Gesellschaft darin den Angebotspreis von € 6,75 als nicht dem inneren Wert der Aktie entsprechend

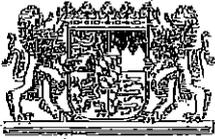


bezeichneten. Aus der Fairness Opinion und den hierzu abgegebenen Äußerungen lassen sich keine Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Barabfindung zum Stichtag der Hauptversammlung vom 22.7.2015 ziehen. Zum einen muss gesehen werden, dass zwischen dem Zeitpunkt der Abgabe der Fairness Opinion am 16.9.2014 und dem allein maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung ein Zeitraum von etwas mehr als zehn Monaten lag und die Fairness Opinion somit nicht mehr die Verhältnisse zum maßgeblichen Stichtag widerspiegelt. Auch kann in diesem Zusammenhang nicht vernachlässigt werden, dass im Zeitpunkt der Abgabe der Fairness Opinion für das Geschäftsjahr 2014/15 sich die Planung als zu optimistisch dargestellt hat, auch wenn die Anpassung der Abschreibungsmethode für die Amortisation der Film- und vor allem Sportrechte zu einer Verbesserung des Gesamtergebnisses in Höhe von fast € 50 Mio. im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2014/15 führte. Das erzielte EBIT lag um € 6,5 Mio. schlechter als im Plan angenommen, der auch den Analysten von Merrill Lynch vorlag, dort aber nicht einfließen konnte. Ohne die Berücksichtigung dieser Effekte hätte das EBIT im Geschäftsjahr 2014/15 bei minus € 65,7 Mio. gelegen, also um € 54,7 Mio. schlechter als angenommen. Dann aber muss von einer deutlich schlechteren Entwicklung der wirtschaftlichen Verhältnisse ausgegangen werden als in der Planung angenommen. Dies spricht bereits gegen die Vornahme zulässiger Rückschlüsse aus der gemeinsamen Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat vom 16.9.2014.

Zum anderen rechtfertigt aber auch die Systematik des Entstehens einer Fairness Opinion dieses Ergebnis. Eine Fairness Opinion und eine nach dem Ertragswertverfahren erfolgende Ermittlung des Unternehmenswertes können angesichts erheblicher Unterschiede zwischen diesen beiden Bewertungsme-



thoden nicht ohne Weiteres miteinander verglichen werden, auch wenn Vorstand und Aufsichtsrat möglicherweise erzielbare Synergien mangels Quantifizierbarkeit bei ihrer gemeinsamen Stellungnahme nicht berücksichtigten. Die hier im Rahmen der Ermittlung der Angemessenheit der Kompensation einer anlässlich einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme durchgeführte Ertragswertberechnung dient der Ermittlung eines Grenzpreises bzw. eines objektivierten Wertes. Demgegenüber dienen die Ergebnisse im Rahmen der Erstellung einer Fairness Opinion als Indikator für einen hypothetischen Marktpreis des Transaktionsobjekts; eine Fairness Opinion dient ausschließlich der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines vielfach bereits ausgehandelten Preises, wobei angesichts der Methodenvielfalt der anzuwendenden Verfahren eine Ergebnisbandbreite besteht. Weiterhin ist auch die Zielsetzung der Fairness Opinion gänzlich unterschiedlich zu der einer Unternehmensbewertung mit der Festlegung der Angemessenheit der Kompensationsleistung bei einer Strukturmaßnahme, nachdem einer der wesentlichen Zwecke der Fairness Opinion in der Absicherung der verantwortlichen Organmitglieder der beauftragenden Gesellschaft gegen etwaige Schadensersatzansprüche liegt (vgl. LG München I AG 2016, 51, 53 = ZIP 2015, 2124, 2127 f.; Grün/Salcher/Fecher/Witzleben in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 926 f.; auch Franken/Schulte, Fairness Opinion nach IDW S 8, 2014, S. 7 f. und 37). Die von Merrill Lynch praktizierte Anwendung der DCF-Methode soll zwar zu denselben Ergebnissen wie die Ertragswertmethode führen. Allerdings gab Merrill Lynch als Ergebnis der von diesem Unternehmen angewandten DCF-Methode eine Bandbreite von Ergebnissen an, was für eine Investmentbank typisch ist, wie im Termin vom 12.1.2017 erläuterte. Sie wird dabei – anders als der Be-



wertungsgutachter und vor allem der gerichtlich bestellte Prüfer bei einem Squeeze out – nicht oder jedenfalls nicht im gleichen Maße als Gutachter tätig, der einen objektivierten Unternehmenswert ermittelt. Die DCF-Methode wird von der Investmentbank in deren Modell „gepresst“, wobei der angewandte Managementplan zu Wertbandbreiten über € 6,75 führte. Die gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat vom 16.9.2015 weist indes auf Seite 26 genau auf diesen Umstand hin, dass es sich bei der Fairness Opinion gerade um kein Wertgutachten handele, wie es typischerweise von Wirtschaftsprüfern erbracht werde und sie sich in wichtigen Punkten von einer Unternehmensbewertung durch einen Wirtschaftsprüfer unterscheide. Ebenso führten Vorstand und Aufsichtsrat aus, dass eine Bewertung anhand von anderen Bewertungsmethoden im Rahmen eines gerichtlichen Verfahrens möglicherweise einen höheren, aber auch einen niedrigeren Wert ergeben könnte. Gerade diese Feststellung in der Stellungnahme erhellt aber, dass aus ihr keine tragfähigen Schlussfolgerungen auf die Angemessenheit einer rund zehn Monate später festzusetzenden Barabfindung im Rahmen eines Squeeze out gezogen werden können.

- (b) Die in der Planung zugrunde gelegten Umsatzerlöse und Programmkosten mussten von der Gesellschaft nicht offen gelegt werden und könnten wie geschehen angesetzt werden; eine Offenlegung muss auch im Rahmen dieses Verfahrens nicht erfolgen. Die Programmkosten bestehen im Wesentlichen aus den Kosten für die exklusiven Programmrechte, die wiederum vor allem die Rechte zur Ausstrahlung von Spielen der 1. und 2. Fußball-Bundesliga umfassen. Die hierfür in der Planung angesetzten Zahlen lassen Rückschlüsse für die geplanten Kosten dieser Übertragungsrechte zu, wurden aber den Abfindungsprü-



fern von nach deren Aussagen in einem komplizierten Verfahren offengelegt, weshalb diese sie auch würdigen konnten. Die Veröffentlichung dieser Zahlen im Zeitpunkt der Erstellung der Bewertung hätten der Gesellschaft erhebliche Nachteile entstehen lassen können, weil dies die Auktion im Frühjahr 2016 um die Bundesligarechte gefährdet hätte und es zu Wettbewerbsnachteilen gegenüber Wettbewerbern und der DFL Deutschen Fußball-Liga GmbH (im Folgenden: DFL GmbH) geführt hätte. Diese Einschätzung ist nachvollziehbar weil Wettbewerber, aber auch die DFL GmbH als Rechteinhaber daraus gegebenenfalls Rückschlüsse auf den Grenzpreis ziehen können, den Sky für diese Rechte bereit ist zu zahlen. Auch kann daraus die Strategie des Unternehmens im Rahmen der Auktion um die Sportrechte abgeleitet werden. Weiterhin lässt sich daraus – wie der Vertreter der Antragsgegnerin in der mündlichen Verhandlung dargestellt hat – ein Rückschluss auf das Budget für diese Rechte ziehen. In gleicher Weise kann es zu Wettbewerbsnachteilen gegenüber Rechteinhabern wie der DFL GmbH kommen, wenn diese als andere Vertragsseite Kenntnis davon hat, in welchem Umfang die Sky Deutschland AG zur Zahlung für die Rechte an den Spielen des Profifußballs oder für andere Sportarten bereit ist. Daher kann auch keine Aufschlüsselung des Gesamtbudgets verlangt werden, weil daraus abgeleitet werden kann, in welchem Umfang noch Gelder für andere Senderechte zur Verfügung stehen. Allein der Umstand, dass es am 29.7.2015 eine Medienmitteilung der Sky Deutschland AG gab, wonach bei den in Medien genannten Kosten für die Bundesliga-Rechte bei € 486 Mio. pro Saison und Gesamtprogrammkosten von € 996,3 Mio. ein Betrag von weniger als 50% auf die Bundesliga-Rechte entfielen, lässt sich eine andere Beurteilung nicht rechtfertigen. Auch aus Details hierzu könnten Wettbewerber erkennen, in welchem Umfang



die Sky Deutschland AG Mittel für den Erwerb derartiger Rechte aufbringen kann. Dies gilt insbesondere auch für die Zukunft, nachdem die Übertragungsrechte für die 1. und 2. Fußball-Bundesliga im Jahr 2020 neu vergeben werden. Selbst wenn dieser Zeitpunkt bereits in der Ewigen Rente liegt, können Wettbewerber auch aus der Entwicklung in der Vergangenheit erkennen, wie sich die Sky Deutschland AG positioniert und welcher Betrag gegebenenfalls für die Bundesliga-Rechte zur Verfügung stehen könnte.

Angesichts dessen kommt es bereits nicht mehr entscheidungserheblich auf das Vorbringen um den Inhalt einer Vertraulichkeitsvereinbarung mit der DFL an.

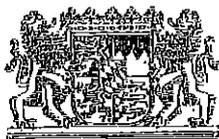
Eine Übermittlung dieser Information durch die Antragsgegnerin ausschließlich an die Kammer oder gar nur den Vorsitzenden scheidet aus, weil dieser Vorgehensweise grundlegende rechtsstaatliche Bedenken entgegenstehen. Die Antragsteller haben entsprechend dem in Art. 20 Abs. 3 GG verankerten Rechtsstaatsgrundsatz einen Anspruch darauf, dass nur solche Tatsachen zur Grundlage einer gerichtlichen Entscheidung gemacht werden, zu denen sie sich äußern konnten, ihnen also auch rechtliches Gehör im Sinne des Art. 103 Abs. 1 GG gewährt wurde (vgl. Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 76). Dies wäre dann nicht der Fall, wenn das Gericht Exklusiverkenntnisse erlangt, wobei es letztlich keinen Unterschied machen kann, ob diese zugunsten oder zulasten der Antragsteller verwertet würden. Vorliegend muss zudem in die Abwägung zwischen dem im Ausgangspunkt nachvollziehbaren Informationsinteresse der Antragsteller bezüglich dieser Zahlen im Einzelnen und dem Interesse der Antragsgegnerin an der Geheimhaltung dieses Geschäftsgeheimnisses beachtet werden, dass die Minderheitsaktionäre bezüg-



lich ihrer Interessen einen hinreichenden Schutz dadurch genießen, dass die Abfindungsprüfer die entsprechenden Zahlen einsehen und prüfen konnten. Dabei sahen diese keinen Anlass für die Annahme mangelnder Plausibilität. Ebenso ist die Aussage des Vertreters der Antragsgegnerin im Laufe der mündlichen Verhandlung zu beachten, wonach Sky für die Lizenzierungsperiode, die die Spielzeiten 2017/18 bis 2020/21 umfasst, nicht weniger gezahlt hat als in der Planung angenommen. Dabei gilt dies nach der Aussage von [redacted] für jede einzelne Saison wie auch unter Berücksichtigung des Umstandes, dass die Planung von einem vollständigen Erwerb der Rechte für alle Spiele einer Saison ausging und nicht von einem teilweise Rechteerwerb für die Freitags- und für fünf Montagsspiele der deutschen Fußball-Bundesliga durch die Discovery-Gruppe bzw. Eurosport ausging. Somit wirken sich die Planzahlen im Vergleich zu den tatsächlich gezahlten Beträgen nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre aus. In dieser Situation muss das Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung überwiegen.

Ein „in-camera-Verfahren“, wie es beispielsweise in § 99 VwGO mit der Vorlage von Unterlagen ausschließlich an ein Gericht vorgesehen ist, kann nur der Gesetzgeber anordnen (vgl. OVG Münster, Urteil vom 1.4.2014, Az. 8 A 654/12; LG München I AG 2017, 501, 503; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15), was indes im Fall des § 7 Abs. 7 SpruchG so nicht vorgesehen wurde.

Angesichts dessen ist es nicht zu beanstanden, wenn nur solche Planzahlen der letzten drei Jahre von Phase I veröffentlicht wurden, die keinerlei Rückschluss auf die Programmkosten zulassen, wie die Kosten für Transponder- und Payout-Aufwendungen, die Kosten für die Einspeisung in das Kabel-



netz, die Hardwarekosten mit namentlich den Abschreibungen für die im Anlagevermögen gehaltenen Receiver sowie Logistikaufwendungen und Gebühren für Verwertungsgemeinschaften für neu angeschaffte Festplatten und die unter der Rubrik „Kundenservice und sonstige Umsatzkosten“ fallenden Aufwendungen im Zusammenhang mit der Abonnementbetreuung durch Briefwechsel und die Call-Center. Dagegen lassen die anderen Positionen der G+V-Rechnung mit höherem Bezug zur Zahl der Abonnenten Rückschlüsse auf das angesetzte Volumen für die Sportübertragungsrechte zu. Je mehr davon bekannt gegeben wird, desto eher können daraus entsprechende Schlussfolgerungen gezogen werden, was wiederum eine Verschlechterung der Wettbewerbssituation der Sky Deutschland AG bedeutet hätte. Angesichts dessen musste ab dem Geschäftsjahr 2017/18 auch nicht die in der Planung angenommene Kündigungsquote genannt werden.

- (c) Soweit ein Teil der Programmkosten für globale Sport- und Fernsehrechte in US-Dollar abgerechnet wird, bedarf es keiner Verteilung dieser Kosten auf andere Unternehmen der Murdoch-Gruppe im Rahmen einer Szenariobetrachtung. Der wesentliche Teil der Programmkosten für Sport- und Fernsehrechte der Sky Deutschland AG fällt in Euro an, von dem in US-Dollar anfallenden Anteil an diesen Kosten wird wiederum nur ein Teil an verbundene Unternehmen gezahlt; ein wesentlicher Teil entfällt auf unabhängige Dritte. Im Rahmen der Planung wurden zudem teilweise Sicherungsgeschäfte für das Fremdwährungsrisiko abgeschlossen. Angesichts der Berücksichtigung in der Planung bedarf es auch keiner Szenariobetrachtung, weil die Zahlen dem gerichtlich bestellten Prüfern konkret vorlagen.



- (d) Die mangelnde Plausibilität der Planannahmen lässt sich nicht mit den Bonuszielsetzungen für den Vorstand begründen. Die Abfindungsprüfer erläuterten, sich mit dem Bonusprogramm auseinandergesetzt zu haben. Dabei gab es keine separate Ergebnisplanung, die zu einer Bonusplanung führen würde. Vielmehr orientieren sich der an den Vorstand zu zahlende Bonus am EBITDA und dem Zuwachs an Abonnentenzahlen.
- (4) Die weitere Umsatzplanung im Einzelnen muss nicht zu Gunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.
- (a) Es kann nicht davon ausgegangen werden, die Planung vernachlässige den Rückzug öffentlich-rechtlicher Sender aus dem Bereich von Sportübertragungen. Die Abfindungsprüfer wiesen darauf hin, dass dieser Aspekt in der Planung zwar nicht ausdrücklich berücksichtigt worden sei. Allerdings muss davon ausgegangen werden, dass ein derartiger Rückzug zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 22.7.2015 auch nicht absehbar war. Dem kann namentlich nicht entgegen gehalten werden, dass das ZDF ab der Saison 2018/19 nahezu keine Spiele der Champions League übertragen wird. Die Entscheidung hierüber fiel gerichtsbekannt erst im Jahr 2017 und kann folglich nicht mehr berücksichtigt werden. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind nämlich entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DSfR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Frankfurt AG



2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 24.5.2013; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Wenn die Vergabe der Übertragungsrechte für diesen Wettbewerb durch die UEFA abschließend erst im Jahr 2017 erfolgt, kann nicht davon ausgegangen werden, dass wesentliche Inhalte der Rechtevergabe rund zwei Jahre früher bereits soweit verfestigt gewesen sein könnten, als dass sie in die Bewertung einfließen müssten.

- (b) Der Planung der Umsatzerlöse der ersten beiden Planjahre kann nicht entgegengehalten werden, es hätte ein stärkeres Wachstum angesetzt werden müssen, weil der Pay-TV-Markt in Deutschland und Österreich anderen, auch westeuropäischen Industriestaaten noch hinterherhinke und daher ein Aufholungseffekt eintreten werde. Bei ihrer Anhörung wiesen die Abfindungsprüfer auf deutliche Wachstumsraten sowohl beim Umsatz als auch bei den Abonnentenzahlen hin. Die Umsatzerlöse sollen im Vergleich zum Stand des Forecast aus dem III. Quartal des letzten Ist-Jahres 2014/15 im ersten Planjahr um ca. 15,66 % und im darauf folgenden Geschäftsjahr um 13,71 % wachsen. Die Zahl der Abonnenten soll vom 30.6.2015 von rund 4,3 Mio. im selben Zeitraum auf etwa 5,2 Mio. wachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Steigerungsrate von 10,2 % entspricht. In dieser Entwicklung der Umsatz- und Abonnentenzahlen liegt insbesondere auch kein Widerspruch



zu den Markterwartungen, wie sie beispielsweise vom Verband Privater Rundfunk und Telemedien e.V. geäußert wurden.

wies darauf hin, dass die Planung und Erwartung der Gesellschaft über diese Marktstudie hinausgingen. Zudem gab er zu bedenken, dass im Jahr 2014/15 für einen Teil der Abonnements eine Laufzeitänderung mit einer Verlängerung auf 24 Monate gab. Die von der Gesellschaft am 29.07.2015 veröffentlichten Zahlen sprechen zudem auch für die Plausibilität der Ansätze aus dem bereinigten Forecast als Basis für die Planung des ersten Geschäftsjahres. Dieser ging von einer Abonnentenzahl von etwa 4,3 Mio. bei einer Kündigungsquote von ca. 8,3 %, Umsatzerlösen von rund 1,8 Mrd. und einem E-BITDA von ca. € 83 Mio. aus, mithin von Werten, die dem eine Woche nach dem Stichtag der Hauptversammlung veröffentlichten Zahlen entsprochen haben. Die Stichtagserklärungen sowohl von [redacted] als auch von [redacted] machen deutlich, dass sich in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage keine Veränderungen ergeben haben, die die Angemessenheit der Barabfindung infrage stellen könnten. Namentlich die Bewertungsgutachter von [redacted] haben dargelegt, dass die Sky Deutschland AG und ihre Tochtergesellschaften ihr Geschäft im gewöhnlichen Umfang fortgesetzt hätten und es zu keinen außergewöhnlichen Transaktionen oder Geschäften gekommen sei. Die in der Presseerklärung vom 29.7.2015 beschriebenen Effekte wie die Steigerung der direkten Abonnentenzahlen, der bezahlten Abonnement-Prpdukte, des Umsatzes, des EBITDA, der Rückgang der Kündigungsquote oder die Steigerung der Sky Go-Kunden-Logins flossen hinreichend in die Planung ein. [redacted] wies im Termin vom 19.10.2017 auf eine Steigerung in allen Jahren der Phase I hin, was insbesondere für die Entwicklung der Abonnenten als auch in umgekehrter Richtung für die Kündigungsquote gilt, die unter



das in der Vergangenheit zu beobachtende Niveau sinken soll. Dies spricht für die Zufriedenheit der Kunden mit den angebotenen Programmen.

erläuterte darüber hinaus, dass die Planung unterstellte, bei steigendem Kundenwachstum solle auch das ARPU wachsen. Die im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht dargestellten Werte sind nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer deutlich stärker wachsend geplant als in der angesprochenen Veröffentlichung.

Der Anstieg der Kündigungsquote auf 9,0 % bzw. 9,3 % in den beiden ersten Jahren im Vergleich zum Absinken 2014/15 auf unter 9 % beruht auf der Besonderheit der Umstellung der Vertragslaufzeit von 12 auf nunmehr 24 Monate und lässt folglich keinen Rückschluss auf widersprüchliche Planannahmen zu.

Abgesehen davon wiesen die Abfindungsprüfer daraufhin, dass ein Vergleich mit den Ist-Zahlen des ersten Planjahres zeige, dass die Planannahmen für das Jahr 2015/16 besser waren als die tatsächlichen Ergebnisse. Die Planung ging von 4,78 Mio. Abonnenten aus, während es tatsächlich nur 4,6 Mio. waren; das EBIT war mit € 35,8 Mio. geplant und fiel nur ganz knapp positiv aus. Zwar muss die Plausibilität einer Planung aus Sicht ex ante geprüft und plausibilisiert werden. Doch kann ein Vergleich mit den dann tatsächlich erzielten Ist-Werten durchaus Rückschlüsse zulassen, ob die Planung insbesondere zu pessimistisch ausgefallen ist. Vorliegend ist keine grundlegende Änderung des Geschäftsmodells der Gesellschaft im ersten Planjahr zu erkennen, weshalb der Vergleich mit den Ist-Werten als statthaft bezeichnet werden muss. Für die Folgejahre zeigen sich ähnliche Entwicklungen mit ungünstigeren Ist-Werten im Vergleich zu den Planannahmen.



- (c) Die Planung des Umsatzwachstums pro Kunde mit 3,7 % p.a. vernachlässigt nicht die Entwicklung von Pay-TV zum Massenmedium mit der Folge steigender Umsätze pro Kunde. Die gerichtlich bestellten Prüfer von [redacted] kamen bei ihrer Analyse der Unterlagen zu dem Ergebnis, dass die Planung nicht nur die avisierte Steigerung der Zahl der Kunden mit mehr Programmpaketen, also auch eine gesteigerte Programmvierfalt enthielt, sondern ebenso Preissteigerungen verarbeitete. Ein Widerspruch zu den zitierten Aussagen von [redacted] auf die sich vor allem die Antragsteller zu 11) bis 13) berufen haben, vermag die Kammer nicht zu erkennen. Die Aussage bezog sich zum einen nicht unmittelbar auf die Sky Deutschland AG, sondern beinhaltet die Einschätzung des Gesamtmarktes für Pay-TV durch eine Wettbewerberin der Gesellschaft. Zum anderen aber geht auch die Planung der Gesellschaft von einem deutlichen weiteren Wachstum bis zum Ende von Phase I aus, weshalb kein grundlegender Widerspruch zu erkennen ist. Zudem kann nicht sicher beurteilt werden, ob die potentiellen Kunden in diesem Markt tatsächlich auf die Premi-umangebote der Sky Deutschland AG zugreifen oder ob sie sich nicht mit billigeren Angeboten anderer Pay-TV-Anbieter begnügen.

Ein stärkeres Wachstum der Abonnementzahlen lässt sich nicht zwingend über die Entwicklung der Nutzerzahlen von Sky Sport News HD entsprechend der Presseerklärung vom 1.12.2015 oder auch von Sky Go rechtfertigen. Bei Sky Sport News HD war zu berücksichtigen, dass diese Presseerklärung mehr als vier Monate nach dem maßgeblichen Stichtag veröffentlicht wurde und die Prüfer ausweislich der Stichtagserklärung keinerlei Hinweise dazu hatten, dass diese Entwicklung von Sky Sport News HD nicht bereits hinreichend berücksichtigt worden sei, zumal dieses Produkt auch der Kundenwerbung und -bindung



dienen soll. Sky Go wird bereits seit 2014 als Standardprodukt angeboten, weshalb – anders als in der Zeit davor, als Sky Go ein Zusatzprodukt war – keine zusätzlichen Umsatzerlöse für dieses Online-Fernsehangebot generiert werden können. Ähnliches gilt auch für Sky Arts, weil dies nur ein zusätzlicher Kanal ohne gesonderte zusätzliche Umsätze ist.

Zudem zeigt die Entwicklung der Ist-Zahlen der von allen Abonnenten erworbenen Produkte auch hier, dass die Planannahmen der Gesellschaft hinsichtlich der Entwicklung der Abonnenten nicht zu pessimistisch und folglich unplausibel gewesen sind und folglich gerade nicht als unplausibel eingestuft werden können. Die Ist-Zahlen von insgesamt 8,042 Mio. bzw. 8,774 Mio. gekaufter Produkte bleibt nämlich hinter den Planannahmen von 8,153 Mio. bzw. 9,06 Mio. zurück. Die Planung dagegen ging beispielsweise im zweiten Planjahr von einem Wachstum von 11,29 % aus, was als durchaus erheblich und damit nicht Markttrends widersprechend eingestuft werden muss.

- (d) Bei der Planung der Umsatzerlöse sind die Folgen der Bekämpfung von „Schwarzsehern“ plausibel nachvollziehbar berücksichtigt worden; auch wenn die hierfür angesetzten Maßnahmen der Gesellschaft nicht unmittelbar wirken. Ungeachtet dessen konnten sie nach den Erläuterungen von

als Teil der Umsatzerlöse identifiziert werden. Bei dem besonders betrugsträchtigen Feld der Zweitkarten wurde ein Modell eingesetzt, das die Verbindung der Zweitkarte mit dem Unternehmen widerspiegelt. Die Effekte hieraus zeigen sich in der Planung in einer steigenden Zahl von Kunden für diese Karte; damit verbunden ist indes eine Reduktion der Preise, weshalb der durchschnittliche Umsatz je Kunde sinken muss. Die Plausibilisierung erfolgte dabei durch die Tatsache,



dass es der Logik des Geschäftsmodells folgt, wenn bei geringerem Preis die Bereitschaft zu vertragswidriger Weitergabe der Zweitkarten zurückgeht. Dies zeigt sich besonders stark in den beiden ersten Jahren der Detailplanungsphase mit der Abbildung einer deutlich steigenden Zahl von Kunden im Zweitkartenbereich. Insgesamt fällt dieser Umsatzanteil mit steigenden Werten im zweistelligen Millionenbereich bei einem geplanten Gesamtumsatz im Milliardenbereich allerdings nicht zu stark ins Gewicht, wobei dann wiederum nur ein Teil dieser Umsatzerlöse auf Maßnahmen zur Bekämpfung des „Schwarzsehens“ zurückgeführt werden kann.

Ein weiterer Ansatz zur Bekämpfung klassischer Betrugsfelder liegt neben dem Weg über attraktivere Preise in der technischen Verbesserung der Karte, um Betrug zumindest zu erschweren. Die Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang auf das angenommene Umsatzwachstum in dem Bereich „Bar und Hotel“ hin, wo sich diese Maßnahmen niederschlagen, auch wenn dies nicht explizit in der Planung durch eine gesonderte Zeile ausgewiesen ist.

- (e) Der Wachstumstreiber Technik und veränderte Nutzungsgewohnheiten flossen in ausreichendem Umfang in die Umsatzplanung ein. Diese nahm wachsende Umsätze über Video on Demand ebenso auf wie internetbasierte Nutzungen. Zugleich muss aber als gegenläufiger Effekt berücksichtigt werden, dass mit der Nutzung des Internet sich auch die Konkurrenzsituation mit Wettbewerbern verschärft, wodurch der Kostendruck zunimmt. Es entspricht allgemeiner betriebswirtschaftlicher Erfahrung, dass mit zunehmender Zahl von Wettbewerbern um bestimmte Produkte auch die Kosten hierfür teurer werden, weil deren Inhaber in einer stärkeren Verhandlungssituation sind. Die Möglichkeit, dem über verstärkte Eigenproduktionen zu-



mindest teilweise zu entgehen, ist in der Planung durch eine eigene Position für die Kosten der Eigenproduktion Rechnung getragen. Allerdings ersetzen diese nicht den Einkauf von Exklusivhalten.

Die Möglichkeiten des Ansatzes von „Snap bei Sky“ sind in der Planung durch ihren Ansatz bei den Umsätzen für Video on Demand berücksichtigt worden, wo es insgesamt eine sich positiv entwickelnde Marge gibt. Allerdings darf ungeachtet des starken Wachstums dieses Produktsegments nicht übersehen werden, dass es in der Gesamtrelation nur einen vergleichsweise marginalen Ergebnisanteil liefert. Auch wenn dieses Angebot nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer nicht den Hauptfokus bilden und zunächst sogar negative Ergebnisse – ähnlich wie bei Wettbewerbern – liefern wird, soll dieser Weg dazu genutzt werden, Sky-Abonnenten zu halten oder einen Anreiz für das Gewinnen neuer Abonnenten zu liefern. Ein positiver Effekt soll sich durch das Angebot „Snap by Sky“ ebenso wie bei Sky Online, aus dem zunächst vor allem Kosten erwachsen, in einigen Jahren einstellen. Die Hauptzielrichtung der Gesellschaft wird sich dadurch aber nicht ändern, weil man über das Portal „Snap by Sky“ nur zu einem Bruchteil des Inhalts gelangt, den Abonnenten empfangen können, wie die Abfindungsprüfer im Rahmen ihrer Anhörung am 12.1.2017 dargelegt haben.

Die Planung verarbeitet ausdrücklich die Option, ein HD-Paket für € 10,-- pro Monat zu erwerben. Demgegenüber stellt sich Ultra-HD indes nur als eine sehr kleine Position dar.

- (f) In der Planung wurden auch Preisanpassungen im Sinne von Gebührenerhöhungen sachgerecht berücksichtigt, wobei dies auch für zukünftig geplante Initiativen gilt. Dies zeigt sich na-



mentlich an dem steigenden Ansatz des ARPU, nachdem dies bei der Sky Deutschland AG nur über eine Preiserhöhung für die Abonnements geschehen kann oder über das Hinzubuchen weiterer Produkte desselben Kunden, wofür dieser dann auch einen höheren Preis zahlt. Zwar kann der durchschnittliche Umsatz pro Kunde auch dann steigen, wenn eine Gebührensenkung durch das Hinzubuchen weiterer Dienste überkompensiert wird. Doch verwies darauf, dass sich dieser Ansatz anhand der den Prüfern von vorliegenden Zahlen in der Gesamtheit der Entwicklung der Gesellschaft nicht wiederfindet.

Die im November 2014 angekündigte Preiserhöhung wird in der Planung hinreichend abgebildet. Für das Jahr 2015/16 enthält die Planung ausweislich der ergänzenden Stellungnahme vom 14.11.2017 insgesamt Preissteigerungen von ca. € 38,9 Mio., wobei auch in den folgenden Jahren entsprechende Anpassungen in der Planung berücksichtigt wurden. Eine prozentuale Ableitung aus der Relation zu den Abonnementumsätzen im Vergleich zum Vorjahr gibt aber die Planungssystematik der Gesellschaft nicht adäquat wieder. Die Planung verarbeitet nämlich Volumenwachstum, geplante Discounts und Preissteigerungen sowie zusätzlich gebuchte Optionen dergestalt, dass eine separate Analyse der in die Planung eingeflossenen Preissteigerungen je Paket nicht sinnvoll erfolgen kann. Deutlich wichtigere Plan- und Steuerungsgrößen im Vergleich zu den Preissteigerungen sind dabei das Wachstum der Kundenzahlen sowie Veränderungen im Abonnementsverhalten der Bestandskunden; auf der Preisebene ist folglich das Gesamtwachstum des durchschnittlichen ARPU die relevante Kennzahl. Dieser durchschnittliche Programm-ARPU wächst im Jahr 2015/16 von rund € 34,- auf € 35,04, mithin um knapp 3,06 %. Dieser Wert ist als durchaus nicht unerheblich einzuschätzen, weil zwar die



Kundenzahl im Geschäftsjahr 2015/16 um rund 11 % steigen soll, die damit verbundenen Rabattmaßnahmen und Einstiegsangebote zwangsläufig zu Lasten des ARPU gehen müssen. Dieses Wachstum resultiert aus erwarteten Preiserhöhungen bei bestehenden Produkten ebenso wie aus der erwarteten Erweiterung des Umfangs der Abonnements. Diese beinhaltet sowohl einen Anstieg des Kundenanteils, der mehr als ein Premiumpaket gebucht hat, als auch eine Zunahme bei der Buchung von Produktoptionen. Demgemäß bildet die Planung auch die in der Presse kommunizierten Preiserhöhungen ab.

- (g) Die Zielgruppe ohne Interesse an Fußball wird in der Planung nicht vernachlässigt, auch wenn der Kern des Geschäftsmodells der Sky Deutschland AG dahin ausgerichtet ist, Attraktivität vor allem über den Sportbereich zu erlangen. Diese Geschäftspolitik ist als unternehmerische Entscheidung von den Minderheitsaktionären hinzunehmen. Auf die Aufwendungen für Sportrechte entfallen zwar mehr als 60 %, doch zeigt dies andererseits auch, dass ein gänzlich zu vernachlässigender Teil für die Programme ausgegeben werden soll, die gerade keinen Sport senden, sondern Filme oder Fernsehserien. Ebenso gehört es zur auch von den Minderheitsaktionären hinzunehmenden Geschäftspolitik der Gesellschaft, dass der Programmschwerpunkt gerade nicht im Ausstrahlen von Filmpremierensendungen, sondern im Sportbereich liegt.
- (h) Die Planung der Sky Deutschland AG spiegelt die Auswirkungen der höheren Kundenreichweite auf die Werbeerlöse angemessen wieder. Im Vergleich zum Gesamtwachstum der Umsatzerlöse geht die Planung bei den Werbeeinnahmen von einem überproportionalen Wachstum von 17,9 % p.a. in den beiden ersten Planjahren aus. Auch in den folgenden Jahren wird



aufgrund der in der ergänzenden Stellungnahme vom 25.4.2017 vermittelten Erkenntnisse ein weiterer starker Anstieg erwartet. Dies entspricht der erhöhten Attraktivität aufgrund einer größeren Werbereichweite und folgt aus steigenden Werbeerlösen je Abonnement. Von Dritten erhaltene Werbekostenzuschüsse in Höhe von € 2,5 Mio. werden in der Planungsrechnung bei den sonstigen betrieblichen Erträgen abgebildet.

- (i) Aus Erfahrungswerten anderer Länder und die dortige Entwicklung beim ARPU lässt sich nicht zwingend die Schlussfolgerung ziehen, es müsse mit zunehmender Marktdurchdringung auch zu einem höheren ARPU und einem zeitgleichen Zurückdrängen öffentlich-rechtlicher Anbieter kommen. Bezüglich der Fernsehgewohnheiten besteht kein Zweifel, dass namentlich Deutschland hinter anderen Ländern bei der Marktdurchdringung mit Pay-TV zurückbleibt. Angesichts aufkommender Alternativen an Empfangsmöglichkeiten insbesondere über das Internet sieht es die Kammer als nachvollziehbar an, wenn die Wachstumsmöglichkeiten in der Planung nicht stärker berücksichtigt werden und dabei auch bei zunehmender Marktdurchdringung ein höherer ARPU nicht erreicht wird. Gerade im Falle einer sich verschärfenden Wettbewerbssituation werden die Unternehmen vielfach versuchen, über den Preis Marktanteile zu gewinnen oder jedenfalls nicht zu verlieren. Dies aber wirkt sich dann negativ auf den ARPU aus.
- (j) Ebenso wenig vernachlässigen die Planannahmen die Stellung der Sky Deutschland AG als Marktführer oder steigende Nachfrage nach Unterhaltung, weil die Wachstumsraten beim Umsatz über den von den gerichtlich bestellten Prüfern von herangezogenen Marktstudien liegen.



- (k) Stark wachsend schlagen sich in der Planung die Auswirkungen neuer und erweiterter Rechtevereinbarungen mit Programmzulieferern sowie die Marketingkooperation mit großen Kabelnetz- und IPTV-Betreibern nieder. Die Abfindungsprüfer erläuterten hierbei insbesondere die Kooperation mit UnityMedia, Tele Kolumbus, Kabel Deutschland und Vodafone, Media Sat sowie der Deutschen Telekom mit Wachstumsraten von 26 % bzw. 13 % in den Jahren bis 2016/17. Allerdings liegt der Anteil dieses Segments am Gesamtumsatz unterhalb von 5 %.
 - (l) Die Planung spiegelt auch wachsende Kundenzufriedenheit hinreichend wieder. Die Churn Rate lag in den Jahren der Vergangenheitsanalyse bei etwa 12%, während sie in den beiden ersten Jahren der Detailplanungsphase auf 9% sinkt. Die Abfindungsprüfer wiesen darauf hin, dass sich diese Tendenz auch in den weiteren Jahren von Phase I nicht ändern werde.
- (5) Nicht korrekturbedürftig sind die Ansätze zur Kostenplanung der Gesellschaft auch in dem offengelegten Bereich, aus dem nicht auf Geschäftsgeheimnisse geschlossen werden kann.
- (a) Der Anstieg der Vertriebs- und Marketingkosten ist plausibel angesetzt und bedeutet keinen Widerspruch zu den Möglichkeiten der Internet- und Telefonakquise. Der Anstieg im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse von € 234,5 Mio. im Jahr 2013 auf etwa € 290 Mio. im Jahr 2014/15 basierte auf erhöhten Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Ausbau des Kundstamms, wobei Werbemaßnahmen erweitert und Produktplatzierungen im Sinne der Anmietung größerer und besserer Flächen beispielsweise an Bahnsteigen oder bei Einzelhändlern durchgeführt wurden. Daher machen die angesprochenen Aufwendungen für Internet- und Telefonakquise nur einen Teil der



Vertriebskosten aus. In der sich anschließenden Detailplanungsphase sollen die Vertriebskosten mit einem durchschnittlichen Wachstum von 6,1% p.a. vom Geschäftsjahr 2014/15 bis 2019/20 sich deutlich unterproportional zu den Umsatzerlösen entwickeln. Der wesentliche Bestandteil der Vertriebskosten liegt dabei im Marketing, also den Aufwendungen für klassische Werbemaßnahmen als dem größten Block.

Von dieser Steigerung umfasst sind auch die Lizenzgebühren für die Marke „Sky“. Die vertragliche Grundlage hierfür, die den gerichtlich bestellten Prüfern vorlag, besteht seit dem Jahr 2010, wobei diese einen jährlichen Anstieg der Lizenzgebühren vorsah. Die Abfindungsprüfer von [redacted] konnten keine Anhaltspunkte dafür finden, dass die vertraglich vereinbarten Lizenzgebühren einem Drittvergleich nicht standhalten könnten. Die von ihnen eingesehenen Abhängigkeitsberichte jeweils für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 sowie für das Rumpfgeschäftsjahr bis zum 30.6.2014 erbrachten keinerlei Hinweise dahingehend, die von der Sky Deutschland AG erbrachten Gegenleistung für die vom verbundenen Unternehmen erbrachten Leistungen könnten unangemessen sein. Dann aber konnten diese Ergebnisse der weiteren Vorgehensweise zugrunde gelegt werden. Der Abschlussprüfer übernimmt für den von ihm erstellten Abhängigkeitsbericht aufgrund von § 313 Abs. 1 AktG entsprechende Verantwortung: Es gibt keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, dass diese Abhängigkeitsberichte unzutreffend sein könnten, weshalb sie von den Abfindungsprüfern zugrunde gelegt werden konnten (vgl. hierzu und zur vergleichbaren Situation des Jahresabschlusses OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az. 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5 HK O 18865/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az.



5HK O 21386/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5 HK O 10044/16).

Bei der Bewertung der Lizenzvereinbarungen ist auch zu berücksichtigen, dass der Vertrag im Jahr 2010 und somit nicht im unmittelbaren zeitlichen Umfeld des Squeeze out abgeschlossen wurde. Die Abfindungsprüfer kamen aufgrund ihrer Einsicht in die vertraglichen Unterlagen zu dem Ergebnis, dass die Lizenzraten im übrigen Bereich lagen. Da es sich vorliegend um ein Massenprodukt handelt, werden niedrige Sätze angenommen. Durch die Lizenzgebühr von 0,5 % bis zum siebenten Vertragsjahr und 1 % des Umsatzes ab dem achten Vertragsjahr entstehen keine Nachteile für die Gesellschaft, wenn man namentlich auch die zum Zeitpunkt der Hauptversammlung allerdings bereits rund 12 Jahre alte Bewertung der Marke „Sky“ in Großbritannien und Irland berücksichtigt, die eine Lizenzgebühr in Höhe von 3% des Umsatzes als marktgerecht ansah.

- (b) Die allgemeinen Verwaltungskosten, die sich aus Kosten für die IT, den Personalkosten für die übergreifenden Unternehmensfunktionen Verwaltung und Management, Rechts- und Beratungskosten sowie Gebäudekosten zusammensetzen, fallen nur bei der Sky Deutschland AG und damit gerade nicht konzernübergreifend an, wie in der ergänzenden Stellungnahme vom 25.4.2017 dargestellt wurde. Auch sie steigen in der Phase I deutlich unterproportional im Vergleich zu den Umsatzerlösen, weshalb von der Plausibilität ausgegangen werden muss.
- (c) Die Annahme von Synergien für Hardware steht nicht in Widerspruch zu absolut und relativ steigenden Umsatzkosten für Hardware. Die Hardwarekosten umfassen nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer im Wesentlichen Abschreibungen für im Anlagevermögen gehaltene Receiver, Logistikkosten für



den Versand von Receivern sowie die Gebühren für Verwertungsgesellschaften wie die GEMA für neu angeschaffte Festplatten. Die Entwicklung dieser Kosten ist in besonderem Maße durch die Entwicklung der Abonnentenzahlen bestimmt, wobei dies besonders für die Abschreibungen und die Logistikaufwendungen gilt. Je mehr Abonnentenzahlen Receiver benötigen, desto höher sind auch die Abschreibungen für die Geräte und die Logistikaufwendungen zur Organisation des Versands. Für die Detailplanungsphase wird dabei ein durchschnittlicher Anstieg der Hardwareaufwendungen von jährlich 8,9% erwartet, was jedoch wiederum unter dem erwarteten Anstieg der Umsatzerlöse liegt. Zudem weist die Planung in den sonstigen betrieblichen Erträgen bei der Planung der Umsatz- und Kostenentwicklung – wie bereits angesprochen – unechte Synergien aus der Übernahme der Mehrheit der Anteile durch die Antragsgegnerin aus, die sich als Beschaffungssynergien für die Hardware der Receiver und Set-Top-Boxen auswirken.

- (6) In der Ewigen Rente müssen keine Korrekturen vorgenommen werden.
 - (a) Das Ende der Detailplanungsphase nach fünf Jahren im Geschäftsjahr 2019/20 bedarf keiner Korrektur. Weder ist die angesetzte Detailplanungsphase zu kurz noch muss eine Grobplanungsphase zwischen dem Ende der Phase I und dem Beginn des Terminal Value eingeschoben werden.
 - (aa) Die Zeitspanne von fünf Jahren entspricht einer üblichen Dauer und ist dabei – wie der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt ist – am oberen Rand des üblichen Zeitrahmens von drei bis fünf Jahren angesiedelt. Die Frage, für welchen Zeitraum eine Unternehmenspla-



nung erstellt wird, stellt sich als eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes dar, die insbesondere auch nicht dem Einfluss des Abfindungsprüfers unterliegt und auch vom Gericht nur eingeschränkt überprüft werden kann. Bei der Länge der Detailplanungsphase, die der Vorstand festlegt, ist zu berücksichtigen, dass die Prognosegenauigkeit im Zeitablauf naturgemäß immer weiter abnimmt und folglich mit einer längeren Detailplanungsphase kein Erkenntnisgewinn erwartet werden kann.

- (bb) Entgegen der Auffassung einer Reihe von Antragstellern musste keine Grobplanungsphase vor der Ableitung der Ewigen Rente eingeschoben werden; vielmehr kann am Ende der Detailplanungsphase von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden. Dies ist dann der Fall, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 97).



Allein der Umstand, dass die Gesellschaft am Ende der Phase I ein starkes Wachstum in der Planung angenommen hat, steht der Bejahung eines Gleichgewichtszustandes nichts entgegen. Der Ansatz eines über die Detailplanungsphase hinausgehenden Wachstums von jährlich 1,75 % ist als überdurchschnittlich anzusehen, nachdem es jedes Jahr erwirtschaftet wird und es nicht den volkswirtschaftlichen Gegebenheiten entspricht, dass ein Unternehmen ein – wenn auch nur leicht – überdurchschnittliches Wachstum erzielen kann. Die Forderung nach einer zwingend einzuschaltenden Konvergenzphase übersieht, dass die Abfindungsprüfer Sensitivitätsanalysen angestellt haben, bei denen sie gerade eine Konvergenzphase vor Übergang in den eingeschwungenen Zustand eingeschaltet haben und dabei andere Wachstumsraten bis zum Jahr 2024/25 zugrunde legten.

Die Ergebnisse dieser Analyse haben die Abfindungsprüfer auf Seite 36 ihres Prüfungsberichts dargelegt, wobei sie für die Kammer nachvollziehbar und überzeugend bei steigenden Wachstumsraten auch das Risiko der Gesellschaft entsprechend anpassen mussten. Beim höchsten Wert des Wachstums mit 14% über die fünf Jahre der Konvergenzphase steigt auch das Risiko des Unternehmens stark an, weil dabei insbesondere auch die Verfehlung der Planziele einzubeziehen ist und die Gesellschaft in ihrer Vergangenheit nie Gewinne erwirtschaftet hat. Die beiden wahrscheinlichsten Werte, die weiß bzw. hellgrau in der Tabelle unterlegt sind, liegen bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% unterhalb oder leicht oberhalb der in der Hauptversammlung angenommenen Barabfindung; auch wenn diese auf dem Börsenkurs beruht, kann nicht übersehen werden, dass die Kapitalmärkte über Informati-



onen hinsichtlich des Bewertungsobjekts verfügen, selbst wenn diese naturgemäß nicht so detailgenau sein können wie die, über die die Bewertungsgutachter von [redacted] und die Abfindungsprüfer von [redacted] verfügen. Wachstumsraten von 14 % sind typisch für Start up-Unternehmen oder ähnliche Unternehmen, die dann aber auch über ein erhöhtes Risiko verfügen, was sich in höheren Beta-Faktoren niederschlagen muss, die dann den Unternehmenswert senken. Dieser Ansatz in den Sensitivitätsberechnungen bedeutet gerade keinen Widerspruch zur Annahme eines Wachstums von 1,75 % bei einem unverschuldeten Beta-Faktor von 0,8, wie er der Ertragswertmittlung als Basis der Barabfindung zugrunde gelegt wurde. Die Szenarioberechnungen beruhen gerade auf der Erwägung, dass erst ab den Jahren 2025/26 ff. ein eingeschwungener Zustand eintritt und erst ab diesem Zeitpunkt der Wachstumsabschlag von 1,75 % mit jeweils unterschiedlichen Beta-Faktoren angesetzt wurde, um zu den Ergebnissen in der Tabelle zu gelangen. Die Unternehmensbewertung von [redacted] die durch die gerichtlich bestellten Prüfer von [redacted] gebilligt wurde, ging bereits ab den Jahren 2020/21 ff. vom Vorliegen eines Gleichgewichtszustandes aus. Ein Vergleich der beiden unterschiedlichen Ansätze macht jedoch deutlich, dass bei der dann notwendigen Anpassung der Risikostruktur des Unternehmens über den Beta-Faktor die Zwischenschaltung einer Konvergenzphase nicht zu Ergebnissen führen würde, die für die Minderheitsaktionäre automatisch günstiger wäre. Zu ähnlichen Ergebnissen gelangen die Abfindungsprüfer auch, wenn sie von deutlich niedrigeren, gleichwohl ebenfalls möglichen Wachstumsraten ab 2020/21 ff. und dann aber auch von einem



niedrigeren Beta-Faktor ausgehen. Auch insoweit unterscheiden sich die Ergebnisse im Vergleich zu dem als angemessen angesetzten Abfindungsbetrag nicht so stark, als dass der Ansatz einer Grobplanungsphase zwingend wäre.

(cc) Angesichts der Ungewissheit über den Eintritt der in die Zukunft gerichteten Prognosen der Planung muss es zur Überzeugung der Kammer ausreichen, wenn auch der Ansatz im Terminal Value plausibel ist. Es kann nicht Aufgabe des Gerichts sein, einen plausiblen oder vertretbaren Ansatz durch einen anderen, möglicherweise ebenso gut vertretbaren Ansatz zu ersetzen (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = ZIP 2012, 1656, 1658 = AG 2012, 674, 676 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09). Diese Grundüberlegungen müssen auch für den Ansatz des Terminal Value gelten, weil dieser aus den Planannahmen der Detailplanungsphase abgeleitet wird.

(b) Aus anderen vorliegenden Bewertungsmodellen lässt sich nicht begründen, dass der Ansatz der Ewigen Rente angepasst werden müsste.

(aa) Dies gilt zunächst für die Fairness Opinion von Merrill Lynch. Zwar enthielten diese Hinweise darauf, dass das Übernahmeangebot zu niedrig sei. Auch hier gelten indes dieselben Erwägungen wie bei der Analyse der Planannahmen oben unter B. I. 1. a. (2) (a). Gerade in der Nach-



haltigkeit gehen Investmentbanken regelmäßig von einem pauschalen Wert aus, indem sie einen Ausstiegspreis am Ende der Planungszeit heranziehen.

(bb) Ebenso wenig kann ein Impairment-Test Aufschluss darüber liefern, ob im Jahr 2020/21 bereits ein eingeschwungener Zustand erreicht und ein Wachstumsabschlag von 1,75% sachgerecht ist. Die Aufgaben eines Impairment-Tests unterscheiden sich deutlich von den der Ermittlung des Ertragswerts eines Unternehmens im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme zugrunde liegenden Parametern, weil der Impairment-Test in erster Linie Bezug zur Bilanzierung hat und nicht der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes dient (vgl. LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13).

(cc) Das von dem vorliegend als Privatgutachter tätigen von herangezogene Werttreibermodell führt zwar dazu, dass man über die herangezogenen Kennzahlen einen guten Ansatzpunkt für ermittelte Werte erhält. Allerdings löst sich dieses Modell von den tatsächlichen Verhältnissen des Unternehmens, die allerdings auch nicht bekannt sein konnten. Dann aber ist das von ihm angewandte Modell dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Prüfer naturgemäß unterlegen, weil es nicht auf die internen Grundlagen des Unternehmens zugreifen kann und daher sehr viel stärker mit Hypothesen arbeiten muss.



(c) Der Vergleich mit den EBITDA- und EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen rechtfertigt nicht den Rückschluss auf einen fehlerhaften Ansatz im Terminal Value hinsichtlich der Bejahung des Gleichgewichtszustands.

(aa) Dabei muss bereits im Ausgangspunkt davon ausgegangen werden, dass die EBIT-Marge beim Eintritt in die Ewige Rente nicht wie im Geschäftsjahr 2016/17 bei 6,42 %, sondern deutlich höher lag.

führte nämlich in diesem Zusammenhang im Rahmen seiner Anhörung aus, aus den den Abfindungsprüfern vorliegenden Planzahlen ergebe sich ein deutliches Wachstum der EBIT-Marge in den drei weiteren Jahren von Phase I. Allerdings konnte die EBIT-Marge aus den bereits oben geschilderten Gründen nicht offen gelegt werden.

(bb) Die höheren EBITDA und EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen rechtfertigen nicht die Annahme eines stärkeren Wachstumspotentials der Gesellschaft im Terminal Value. Ein derartiger Ansatz ließe sich allenfalls dann rechtfertigen, wenn der deutsche Fernsehmarkt im Vergleich zu dem des Auslands keine größeren Unterschiede aufweisen würde. Davon kann indes nicht ausgegangen werden angesichts der vorhandenen Strukturunterschiede der Märkte. In Deutschland gibt es im Vergleich zum Vereinigten Königreich, zu Frankreich oder Italien ein großes Angebot frei verfügbarer Kanäle, weshalb es dann auch erhebliche Unterschiede im Verhältnis des Pay-TV zum Free TV gibt. Auch bei den Sehgewohnheiten als einem eher weichen Kriterium bestehen Unterschiede, wenngleich die den Abfindungsprüfern vorliegenden Studien hierzu kein einheitliches Bild lieferten. Der tägliche Fern-



sehkonzum, der in Deutschland nach der Studie von IHS „Electronics and Media“ mit rund 230 Minuten niedriger ist als in den vier anderen großen europäischen Märkten – Vereinigtes Königreich, Frankreich, Italien und Spanien – ist dennoch nicht ausschlaggebend – dies sind die jeweiligen Fernsehmärkte. In Deutschland können rund 35 bis 40 Sender frei empfangen werden, während es in Frankreich und Großbritannien ohne Pay-TV nur 16 bis 19 Sender sind, wobei in Großbritannien außer dem Pay-TV nur die BBC von Bedeutung ist. Angesichts der größeren Anzahl frei empfangbarer Sender gibt es in Deutschland für die tägliche Fernsehzeit eine deutlich größere Auswahl.

Die Konsumgewohnheiten mit der gänzlich anderen Landschaft aus öffentlich-rechtlichen und frei verfügbaren Fernsehsendern sind gänzlich andere als in den anderen benachbarten europäischen Ländern, wobei der Anteil von Sky am Anteil der Fernsehnutzung pro Tag ab einem Alter der Zuseher von drei Jahren bei 2 % liegt. Inwieweit sich dies grundlegend ändern wird, erscheint der Kammer durchaus fraglich, weshalb sich der Ansatz eines Wachstums von 1,75 % in der ewigen Rente als nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre erweist.

Nach der Aussage von [redacted] sehen die gerichtlich bestellten Prüfer durchaus die Möglichkeit, dass die Margen der Peer Group-Unternehmen erreicht würden; er wies aber im gleichen Zusammenhang auch auf die Möglichkeit der Verfehlung hin. Aus diesem Grunde kam es auch zur Analyse anhand von Multiplikatorenanalysen, die zu niedrigeren Werten führten, zu der Auswertung der Börsenkursreaktion auf das Übernahmeangebot sowie zu den Alternativen Berechnungen mit unterschied-



lichen Szenarien für eine Konvergenzphase. Angesichts der deutlich stärker ausgeprägten Reife in anderen Fernsehmärkten legten die Abfindungsprüfer bei der Analyse der EBITDA-Multiplikatoren einen sehr langen Zeitraum von 2005 bis 2019 zugrunde, wobei sei für künftige Zeiträume auf Konsensus-Schätzungen von Analysten zurückgriffen. Dadurch konnte den Besonderheiten des deutschen Marktes Rechnung getragen werden.

Weiterhin analysierten die Abfindungsprüfer die EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen, die durchaus mit den Zahlen vergleichbar waren, die aus einer Auswertung stammten, die von den Antragstellern zu 114) bis 116) im Termin vom 14.12.2017 übergeben wurde. Die Sky Deutschland AG orientiert sich insbesondere an der eigenen Muttergesellschaft, nicht an den Unternehmen, die sehr hohe Margen erwirtschaften. Dabei ermittelten die Abfindungsprüfer anhand von Bloomberg-Daten für die Jahre 2015 bis 2019 EBIT-Margen zwischen 12,13 % und 14,17 % für die Muttergesellschaft. Der Nennung der angenommenen EBIT-Margen im Einzelnen stehen die nachvollziehbaren Geheimhaltungsinteressen entgegen. Dem kann nicht entgegengehalten werden, ein Geheimnis könne nicht mehr vorliegen, wenn Sky plc. die EBIT-Margen angeben, obwohl um die Fernsehrechte für die englische Premier League mitgeboten wurde. Daraus könnte ein Dritter die EBIT-Marge auch der Sky Deutschland AG erkennen. Sky plc. veröffentlicht vor allem nur Ist-Zahlen aber keine Prognosen – diese beruhen auf Analystenschätzungen, wie die Prüfer erläuterten.

(cc) Auch die Äußerungen des Vorstands zu seiner Erwartungshaltung führen nicht zur Notwendigkeit einer Korrektur.



tur der Annahmen für den Terminal Value. Unter Beachtung der Wettbewerbsrisiken erwartet das Management der Sky Deutschland AG nach der Aussage des Vorstandes Wachstum nach dem Jahr 2020 und sieht weiteres schrittweises Potential für eine allmähliche Erhöhung der EBIT-Marge, um im Laufe der Zeit auf einer Ebene mit den europäischen Vergleichsunternehmen ähnlichen Ausmaßes und ähnlichen Reifegrades zu sein. Dies steht gerade nicht in Widerspruch zu den Erkenntnissen der Prüfer über die Entwicklung der Gesellschaft. Sie wiesen insbesondere im Termin vom 14.12.2017 darauf hin, dass die EBIT-Marge in den letzten drei Jahren der Phase I deutlich ansteige und sich in Richtung der Marge der eigenen Muttergesellschaft bewege. Dabei komme es indes auf das jeweilige Jahr an, ob sie darüber oder darunter liege. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, es bleibe eine erhebliche Lücke zu der EBITDA-Marge der Sky plc. des Jahres 2014 mit einem Wert von 20,47% gegenüber 11,95 % des Jahres 2016/17 bei der Sky Deutschland AG. Zum einen steigen die Margen auch bei der Gesellschaft im Laufe der weiteren drei Jahre der Detailplanungsphase nach den Aussagen der Prüfer deutlich an, wie auch die Aufstellung im Prüfungsbericht auf Seite 39 erhellt. Im Vergleich zum Jahr 2016/17 mit einem EBIT von € 152,9 Mio. und einem EBITDA von € 284,5 Mio. steigen diese Werte zum Ende der Detailplanungsphase auf € 365,5 Mio. bzw. € 546,1 Mio. Das EBIT steigt also um mehr als das Doppelte an. In der Ewigen Rente wächst das EBIT nochmals um € 44,2 Mio. im Vergleich zum letzten Planjahr oder 12,09% auf € 409,7 Mio. Der gerade im Vergleich zum EBITDA größere relative Anstieg beruht auf einem Rückgang der Abschreibungen in der



Ewigen Rente. Diese Zahlen machen aber deutlich, dass bei der Sky Deutschland AG von einem erheblichen Wachstum ausgegangen wird und gerade das Erreichen der EBIT-Marge anderer Vergleichsunternehmen nach dem Jahr 2020 denkbar erscheint. Dabei können auch die Erfahrungswerte herangezogen werden, dass Unternehmen in einem reifen Markt wie Sky plc. im Vereinigten Königreich auf lag Sicht die Marge leidet, was nach den Erläuterungen von _____ auch auf die von den Abfindungsprüfern untersuchten Vergleichsunternehmen zutrifft. Dabei kann auch nicht außer Acht gelassen werden, dass bei der Sky Deutschland AG im Jahr 2014 ein negatives operatives Ergebnis erwirtschaftet wurde. Folglich kann ein Widerspruch zu der sehr viel höheren EBITDA-Marge von Sky plc. im Jahr 2014 gesehen werden. Zudem lag die EBITDA-Marge der Sky plc. in den Folgejahren 2015/16 und 2016/17 im Ist bei nur mehr 17,9 % und 16,5 % worauf _____ als Vertreter der Bewertungsgutachter im Termin vom 14.12.2017 unwidersprochen hinwies. Damit aber wurde der hohe Wert der EBITDA-Marge des Jahres 2014 in den beiden nachfolgenden Jahren bei Weitem nicht mehr erreicht.

- (dd) Bei dem Ansatz und der Analyse der Margen insbesondere auch im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen muss weiterhin beachtet werden, dass der wesentliche Treiber der Marge in den Programmkosten liegt und diese angesichts der Preise für die Rechte an der Deutschen Fußball-Bundesliga aus der allein maßgeblichen Sicht des Stichtags der Hauptversammlung auch künftig stark ansteigen werden. Dabei wird nicht verkannt, dass auch die



Preise für die Übertragungsrechte an der englischen Premier League stark ansteigen werden. Eine Überkompensation kann indes nicht sicher prognostiziert werden, wie auch die weitere Entwicklung bei Sky plc. im Vergleich zu den auf Analystenschätzungen beruhenden Zahlen zeigt, die die gerichtlich bestellten Prüfer – wie ausgeführt – anhand von Bloomberg-Daten ermittelt hatten. Über die Internetseite „4-trades.com“ wurden in der Sitzung vom 14.12.2017 für 2018 und 2019 nur mehr erwartete EBIT-Margen von 11,4 % bzw. 11,5 % ermittelt und nicht mehr 12,99 % bzw. 14,17 % entsprechend der von den Prüfern herangezogenen Bloomberg-Daten. Nicht unberücksichtigt bleiben kann bei der Analyse der Margenentwicklung auch die Aussage von [redacted] als Vertreter der Antragsgegnerin, wonach die großen Wettbewerber die teuersten Rechte erwerben, was dann in den Kernmärkten zu sinkenden Margen führt. Dabei verwies er darauf, dass dies in Deutschland, England und Frankreich in erster Linie die nationalen und internationalen Fußballrechte sind. Dies erachtet die Kammer als sehr gut nachvollziehbar, weil nur die großen Wettbewerber auch über die finanziellen Mittel verfügen, diese Rechte zu erwerben. Dieser Umstand steht dann aber in Einklang mit der schlechteren Entwicklung der EBITDA-Marge bei Sky plc., auf die [redacted] als Vertreter der Bewertungsgutachter im Termin vom 14.12.2017 für die Jahre 2015/16 und 2016/17 hinwies.

- (d) Der Ansatz der nachhaltigen Investitionen muss im Terminal Value nicht korrigiert werden. Vom Grundsatz her wird im Terminal Value durch den Ansatz einer Reinvestitionsquote der Notwendigkeit der Substanzerhaltung Rechnung getragen. Dabei kommt es in dieser



Phase II nur noch zu Ersatzinvestitionen nicht zu Erweiterungsinvestitionen, nachdem sich das Unternehmen in einem Gleichgewichtszustand befindet (vgl. LG München I, Beschluss vom 28.05.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.08.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 336). Auch wenn die Investitionen grundsätzlich auf dem Ansatz des letzten Jahres der Detailplanungsphase aufbauen, mussten keine Anpassungen zur Normalisierung vorgenommen werden, weil bestimmte Investitionen in der Ewigen Rente so nicht mehr anfallen.

verwies dabei in Ergänzung zu den Ausführungen im Prüfungsbericht auf geänderte Produktionsabläufe als einen der Schwerpunkte hin. Zudem nennt der Prüfungsbericht reduzierte Abschreibungen im Bereich der Kosten für Hardware. Die Reinvestitionsrate orientiert sich am letzten Planjahr, auch wenn sie um € 37,1 Mio. niedriger ausfällt. Für eine Vorleistung mit starken Auswirkungen und einer Verschiebung des Cash flow fanden die Abfindungsprüfer keine Anhaltspunkte.

- (e) Der Ansatz des Abzugs von Ertragsteuern in Höhe von 98,1 Mio. in der Ewigen Rente resultiert aus dem Ansatz von Unternehmenssteuern unter Berücksichtigung der annuitätisch abgeleiteten Verlustvorträge, die somit auch in die Ertragswertermittlung einfließen. Daher besteht kein Korrekturbedarf.
- (7) Die Annahmen zur Thesaurierung bedürfen einer Korrektur insofern, als es die Kammer nicht als sachgerecht erachtet, von einer Besteuerung inflationsgetriebener Kursgewinne auszugehen. Im Übrigen sind die Annahmen indes plausibel und können daher der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt werden.



- (a) Die Ansätze zur Thesaurierung und zur Ausschüttung der Jahresüberschüsse entsprechen dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und können daher nicht in Frage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Dabei muss allerdings gesehen werden, dass es zu Beginn der Detailplanungsphase angesichts der Verluste aus der Vergangenheit trotz der anfallenden Gewinne im ersten Planjahr keine Ausschüttungen geben sollte und folglich von einer vollständigen Thesaurierung ausgegangen werden muss. Die angefallenen Gewinne sollen nach den Planungen der Gesellschaft zur Innenfinanzierung, zur Schuldentilgung sowie zum Aufbau eines Kassenbestandes verwendet werden, wobei der Kassenbestand dann auch Ausschüttungen ermöglichen sollte. Ab dem Jahr 2018/19 sollen dann 45 % des Jahresergebnisses ausgeschüttet werden. Die Abfindungsprüfer erachteten diesen Wert als unproblematisch, weil sie diese Quote insbesondere mit der Peer Group verproben konnten. Diese Quote übersteigt nicht das Niveau der Ausschüttungen der Vergleichsunternehmen, worauf im Termin vom 19.10.2017 hinwies. Diesem Ansatz lässt sich nicht entgegenhalten, dadurch gingen den Aktionären € 512 Mio. verloren. Diese Mittel dienen der Innenfinanzierung der Gesellschaft und werden benötigt, um deren strategische Ziele zu erreichen. Folglich sind sie in dem der Bewertung zugrunde liegenden Zahlungsstrom reflektiert. Abgesehen davon sinken durch die Schuldentilgung die Zinsaufwendungen und der Beta-Faktor,



was sich günstig für die Minderheitsaktionäre auswirkt. Zudem muss gesehen werden, dass sich bei der Gesellschaft angesichts ihrer Verlusthistorie die Problematik nicht so darstellt, dass durch die komplette Eigenfinanzierungen steuerliche Vorteile – der sogenannte Tax Shield – verloren gingen. Eine Finanzierung über reguläre Bankdarlehen als Alternative zur Finanzierung über die Muttergesellschaft hätte sich nach den Ausführungen von schwierig gestalten können. Folglich kann man die Sky Deutschland AG nicht mit einem der DAX-Unternehmen vergleichen, die Sicherheiten stellen und sich entsprechend fremdfinanzieren können.

- (b) Dieselbe Ausschüttungsquote im Terminal Value und damit eine Thesaurierungsquote von 55% begegnet keinen Bedenken. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value 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; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15).
- (c) Nicht zu beanstanden ist der Umstand, dass vor der Ermittlung der Höhe der Ausschüttung ein hierfür nicht zur Verfügung stehender Betrag als betriebsnotwendige Thesaurierung zur Finanzierung des Wachstums angesetzt wurde. Die im nachhaltigen Ergebnis angenommene Thesaurierung berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum



der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

- (d) Der Wertbeitrag aus Thesaurierung im Terminal Value wurde zutreffenderweise mit einem Steuersatz von 13,1875 % – also des hälftigen Steuersatzes zzgl. des Solidaritätszuschlages – belegt. 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, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. 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, 511 f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/16; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich und rechtlich unbedenklich.



- (d) Dagegen unterliegen inflationsbedingte Kursgewinne – anders als im Bewertungsgutachten von [redacted] angenommen – keiner Besteuerung. Zwar wird teilweise in der Literatur angenommen, erst durch die konsistente Berücksichtigung der effektiven Steuerlast auf die inflationsbedingten (Schein-)Gewinne werde die Steueräquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage wieder hergestellt, und es würden dadurch Inkonsistenzen aufgrund des Steuerparadoxons vermieden (so WP-Handbuch 2014, Bd. 2, Rdn. 399). Diesem Ansatz vermag die Kammer indes nicht zu folgen, weil es dadurch beim Bewertungskalkül zu Unvereinbarkeiten zwischen dem Zähler und dem Nenner kommt. Im Unternehmensergebnis, das im Zähler des Bewertungskalküls abgebildet wird, kommt es durch den Ansatz der Besteuerung der Scheingewinne zu einer Minderung des Unternehmenswertes. Wenn allerdings diese Steuer im Zähler beachtet wird, müsste sie in gleicher Weise auch im Nenner angesetzt werden. Im Nenner – also beim Kapitalisierungszinssatz, auf den noch unter II. 1. b. eingehend einzugehen sein wird – wird dann allerdings nach der Systematik der Bewertung im Ertragswertverfahren eine Inflationsgewinnbesteuerung nicht eingerechnet. Dies müsste jedoch erfolgen, um die Vergleichbarkeit von Zähler und Nenner zu gewährleisten. Dieser Ansatz wäre jedoch nach den überzeugenden Ausführungen von [redacted] im Termin vom 14.12.2017 mit der Herleitung des Risikozuschlags aus vergangenheitsbezogenen Werten nicht vereinbar.
- (8) Das Finanzergebnis mit Werten von minus € 10,7 Mio., minus € 9,5 Mio., minus € 4 Mio. und minus € 0,3 Mio. bis 2018/19 und positiven Werten von € 0,4 Mio. im Geschäftsjahr 2019/20 und € 0,6 Mio. im Terminal Value wurde ebenso wie die Steuerplanung sachgerecht abgeleitet; die getroffenen Annahmen müssen als plausibel einge-



stufte werden. Aus ihnen ergibt sich auch die Berücksichtigung der soliden finanziellen Lage der Sky Deutschland AG.

(a) Die Planung der Gesellschaft geht im Verlauf von Phase I von einer vollständigen Tilgung der bestehenden Schulden bei der Muttergesellschaft aus. Dieser Umstand ist aus den von den Bewertungsgutachtern abgefragten und bei den Abfindungsprüfern dann intern dokumentierten Aussagen der Verantwortlichen der Gesellschaft nachvollziehbar. Wenn die Fremdkapitalbestände reduziert werden, muss sich zwangsläufig das Finanzergebnis verbessern, sofern die Zinskonditionen gleich bleiben. Andererseits sinkt dadurch das Risiko der Gesellschaft, was sich beim Beta-Faktor günstig auf den Unternehmenswert auswirkt. Sky Finance Europe Ltd. stellte insgesamt ein Darlehensvolumen von € 540 Mio. im Rahmen des im Jahre 2015 abgeschlossenen neuen Finanzierungsvertrages zur Verfügung. Davon entfielen auf die Facility A € 365 Mio. mit einem Zinssatz von 2 % und auf Facility B € 175 Mio. mit einem Zinssatz in Höhe des Euribor plus 2 %. Der für Bereitstellungsprovisionen für nicht abgerufene Liquidität angesetzte Betrag belief sich auf weniger als € 1 Mio., wie im Termin vom 19.10.2017 erläuterte. Bedenken hinsichtlich der Drittüblichkeit wurden angesichts des vergleichsweise geringen Umfangs aufgrund dieser Erläuterung nicht mehr aufrechterhalten.

(b) Die Annahme der Schuldenfreiheit steht dem Ansatz eines negativen Finanzergebnisses noch im Geschäftsjahr 2018/19 nicht entgegen. Neben bestehenden Pensionsverpflichtungen der Gesellschaft, auf die Zinsen zu entrichten sind und die deshalb auch im Zinsaufwand erscheinen müssen, kann nach den im Laufe der mündlichen Verhandlung von ver-



mittelten Erkenntnissen die Kassenposition in einer Größenordnung zwischen € 100 Mio. bis € 150 Mio. keine Zinserträge liefern, weil liquide Mittel bei der Muttergesellschaft angelegt werden und es eine Verzinsung erst ab einem Betrag von € 175 Mio. zu einem Zinssatz in Höhe des Euribor minus 0,1 % gibt. Dieser Grenzwert der Habenzinsen wurde aber in der Planung nicht überschritten. Die Abfindungsprüfer konnten auch keinen Ansatz für die Unangemessenheit dieser Vereinbarungen finden.

Die in dieser Größenordnung betriebsnotwendige Kasse hat den Charakter eines Working Capital und ist daher der Nettoschuldposition nicht hinzuzuzählen, zumal die gegenteilige Vorgehensweise sich auch nachteilig für die Minderheitsaktionäre auswirken würde; dies würde sich nämlich im Risikozuschlag beim Relevieren auswirken, was indes nicht erfolgte.

- (c) Im Rahmen der Steuerplanung wurden die bei der Sky Deutschland AG und ihren Tochtergesellschaften bestehenden ertragsteuerlichen Verlustvorträge sachgerecht zu 50 % angesetzt. Dies beruht auf einer nachvollziehbaren Risikoeinschätzung der Gesellschaft zu der diesbezüglich nicht geklärten Rechtslage. Zwar wären die entsprechenden ertragssteuerlichen Verlustvorträge mit dem Erwerb der Anteile durch die Antragsgegnerin untergegangen, wenn es sich dabei um einen schädlichen Anteilseignerwechsel im Sinne des § 8 c KStG handelt. Allerdings erwartet die Gesellschaft, die derzeit bestehenden inländischen Verlustvorträge unter Nutzung der Verschonungsregel aus § 8 c Abs. 1 Satz 6 KStG signifikant halten zu können. Die sogenannte Sanierungsklausel wurde vom Gesetzgeber bei der Verlustabzugs- und Zinsabzugsbeschränkung im Sinne des § 8 c KStG rückwirkend für den Veranlagungszeitraum ab dem 1.1.2008 eingeführt. Zu Beginn des Jahres 2011



entschied die EU-Kommission indes, dass die ab dem 1.1.2008 anwendbare Sanierungsklausel eine europarechtswidrige Beihilfe darstellte. Hiergegen hat die Gesellschaft allerdings Ende des Jahres 2011 Klage zum Europäischen Gerichtshof erhoben, über die im Zeitpunkt der Hauptversammlung noch nicht entschieden war. Aufgrund der anstehenden Entscheidung war die Anwendung der Sanierungsklausel für die Teile des Erwerbs durch die Twenty First Century Fox, Inc., insbesondere der Ersterwerb in Höhe von 25,1 % ausgesetzt. Angesichts des offenen Ausgangs dieses Rechtsstreits ist es sachgerecht, wenn die Verlustvorträge entsprechend den Einschätzungen der Gesellschaft zu 50 % bei der Ableitung der Steuerplanung eingeflossen sind. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil die Einschätzung der EU-Kommission durchaus als fragwürdig beurteilt wird (so Drüen DStR 2011, 289, 291 ff.).

- (9) In die Planung der Sky Deutschland AG flossen Synergieeffekte zutreffend ein, weshalb hierauf eine Änderung des Ertragswertes nicht gestützt werden kann. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I AG 2016, 51, 54 = ZIP 2015, 2124, 2129; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen.



- (a) Die in der Planung zu berücksichtigenden Synergien bewegten sich in den einzelnen Jahren der Detailplanungsphase ausgehend von € 5,6 Mio. im ersten Planungsjahr bis auf € 8,1 Mio. im letzten Jahr. Sie resultieren insbesondere aus Projekten zur EDV-technischen Integration sowie zur Beschaffung und Entwicklung von Receivern und Set-Top-Boxen, also von Hardwarekomponenten. Zudem umfassen die unechten Synergien auch Vorteile aus gebündelten internationalen Marketing- und Vertriebsaktivitäten, wie die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 25.4.2017 dargestellt haben. Aus der Vermarktung eigener Produktionen entstehende Verbundvorteile flossen in die Ertragswertermittlung ein, wenngleich ihr Umfang begrenzt ist, wie die gerichtlich bestellten Prüfer ausführten. Bei der Vermarktung einer eigenen Produktion verändern sich die Produktionskosten nicht; es wird vielmehr nur Content für einen breiteren Markt geschaffen. Zudem fallen Synergien bei der nochmaligen Ausstrahlung einer Eigenproduktion aus Großbritannien in Deutschland und Österreich eher im Produktionsland Großbritannien an als in Deutschland und Österreich.
- (b) Weitergehende Synergien konnten dagegen keine Berücksichtigung finden. Namentlich aus einer länderübergreifenden Vermarktung von Fremdproduktionen und der gemeinsamen Content-/Rechtebeschaffung über die Grenzen Deutschlands hinaus lassen sich keine Verbundvorteile erwirtschaften, weil dies die Rechteinhaber regelmäßig durch entsprechende Vereinbarungen verhindern. Angesichts dessen wird das aus der Übernahme durch die britische [redacted] für Programmkosten anzusetzende Synergiepotenzial stark eingeschränkt. Insgesamt kann das Synergiepotenzial allerdings nicht zu stark eingeschätzt werden, weil sich die Sky Deutschland AG schon seit



einigen Jahren als abhängiges Unternehmen in einem faktischen Konzern befand. Angesichts dessen ist das verbleibende Synergiepotenzial, das ohne die Strukturmaßnahme des Squeeze out gehoben werden kann, begrenzt.

- (c) Die Folgen der Einsparungen durch den Wegfall der Börsennotiz und des Erfordernisses einer Publikumshauptversammlung mussten unberücksichtigt bleiben, weil es sich dabei um echte Synergien handelt. Ohne den Squeeze out müsste bei der Sky Deutschland das Listing an der Börse ebenso fortgeführt werden wie eine ordentliche Hauptversammlung innerhalb der ersten acht Monate eines Geschäftsjahres mit den bisherigen Aktionären stattfinden.

Angesichts dessen berechnet sich das zu kapitalisierende Ergebnis der Sky Deutschland AG folgendermaßen:

Erfolgsrechnung	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 ff. ewige Rente
SkyD	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Abonnements	1.908,7	2.193,5				
Hardware	46,6	46,4				
Werbeerlöse	66,6	76,7				
Wholesale	16,7	16,9				
Sonstige Umsatzerlöse	55,7	48,1				
Umsatzerlöse	2.094,4	2.381,5				
Programme	1.171,5	-1.259,8				
Technik	-211,2	-217,3	-231,5	-246,0	-274,6	-259,7
Hardware	-118,1	-134,6	-141,1	-148,7	-164,9	-149,7
Kundenservice und sonst.						
Umsatzkosten	-123,7	-127,5	-141,1	-146,5	-154,3	-157,0
Umsatzkosten	1.624,6	-1.739,2				
Bruttoergebnis	469,8	642,3	1.768,3	848,3	946,3	1.000,6
Vertriebskosten	-298,3	-338,8	-352,7	-368,3	-389,9	-396,7



Allgemeine Verwaltungskosten	-152,7	-166,4	-179,0	-193,3	-209,4	-213,1
Sonstige betriebliche Erträge/ Aufwendungen	18,4	17,2	26,3	18,4	18,6	18,9
Abschreibungen auf Abonnen- tenstamm	-1,4	-1,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBIT	35,8	152,9	262,7	305,1	365,5	409,7
Finanzergebnis	-10,7	-9,5	-4,0	-0,3	0,4	0,6
EBII	25,1	143,4	258,7	304,8	365,9	410,3
Ertragsteuern	-1,1	-4,4	-9,1	-15,6	-22,1	-98,3
Jahresergebnis	24,0	139,0	249,6	289,2	343,9	312,0

- b. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.



- (1) Der Basiszinssatz war dabei unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 1,5 % vor Steuern und 1,1 % nach Steuern festzusetzen.
 - (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden,



übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit der von der Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Auf dieser Grundlage ergibt sich dann ein Basiszinssatz von exakt 1,4182 % vor Steuern, der dann auf 1,5 % aufgerundet werden dürfte. Einer Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 1,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG München, Be-



schluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551 = Der Konzern 2015, 442, 448; OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

Mit der Erhöhung dieses Bewertungsparameters wird nicht gegen das Verbot der reformatio in peius verstoßen, auch wenn sich ein erhöhter Basiszinssatz zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirkt, weil es dadurch für sich genommen ohne andere Veränderungen zu einer Reduzierung des Unternehmenswertes käme. Dies wäre nur dann der Fall, wenn das Gericht die angebotene Barabfindung nach unten korrigieren würde. Dies ist indes nicht der Fall. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre im Rahmen eines – wenn auch wesentlichen – Bewertungsparameters bei einzelnen Elementen, die den angemessenen Kapitalisierungszinssatz ermitteln sollen, nicht schlechter gestellt zu werden, kann nicht anerkannt werden. Der Schutz der Antragsteller sowie der übrigen Aktionäre wird hinreichend dadurch gewährleistet, dass eine Herabsetzung der festgesetzten Abfindungssumme im Spruchverfahren ausgeschlossen ist (vgl. OLG München, Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 28.7.2016, Az. 5HK O 20306/08).

- (b) Diesem Ansatz kann nicht entgegengehalten werden, es sei in der Vergangenheit wiederholt zu Staatspleiten gekommen. Dieser Umstand spricht nicht gegen die Annahme, bei den von der Bundesrepublik Deutschland emittierten Staatsanleihen handle es sich um sichere oder quasi-sichere Wertpapiere. Dabei



muss insbesondere beachtet werden, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 26513/11; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17). Aus diesem Grund geht die Kammer auch in ständiger Rechtsprechung davon aus, die Existenz von Credit Default Swaps in Bezug auf Staatsleihen der Bundesrepublik Deutschland rechtfertige keine Erhöhung des Basiszinssatzes.

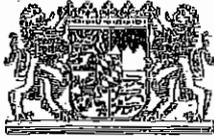
- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und in den Jahren der Detailplanungsphase von 2015/16 bis 2017/18 auf 4,22 %, 4,23 % und 4,15 % sowie ab 2018/19 und in der Ewigen Rente jeweils auf 4 % festzusetzen ist.
 - (a) 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. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

(b) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.

(aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Markttrisikoprämie, 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 Anlagenmöglichkeiten 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. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

- (bb) Die Kammer vermag indes der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerfers ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie 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 angemess-



senen 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 einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, 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 Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; LG München I AG 2016, 95, 99; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend 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.



Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

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. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).



- (cc) Vielmehr 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. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).
- (c) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.
- (aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen (a.A. OLG Frankfurt AG 2017, 790, 793 f. = Der Konzern 2018, 74, 78).

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist 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. 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 (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schiesl/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 Risikozuschlages 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 ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; ebenso und ausführlich zur Problematik Knoll WiSt 2016, 248 ff.; auch Zeidler/Tschöpel/Bertram CF 2014, 70, 72 f.). Auch die Tatsache, dass im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 2016 im Zusammenhang mit Bewertungskennzahlen für den deutschen Aktienmarkt auf die impliziten Eigenkapitalkosten abgestellt wird und diese im Rahmen eines Dividendenbarwertmodells herangezogen werden, ändert nichts an den hier geäußerten Bedenken gegen den Ansatz der impliziten Marktisikoprämie und deren Ableitung aus Analystenschätzungen, die eben den Blick „nur“ von außen auf ein Unternehmen haben und vielfach auch interessengeleitet sind. Vor allem aber weist der Beitrag im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank 04/2016 selbst darauf hin, dass die Beantwortung der Frage nach einem gerechtfertigten Bewertungsniveau nicht im Rahmen des Dividendenbarwertmodells allein erfolgen könne. Auch wird ausgeführt, dass es immer wieder auch Perioden gebe, in denen die Aktienrisikoprämie und die impliziten Eigenkapitalkosten sich nicht parallel entwickelten. So wird gerade auch auf den Sommer 2014 verwiesen, ab dem zwar die impliziten Aktienrisikoprämien, nicht aber die Risikoindikatoren stiegen. Auch in der zweiten Jahreshälfte 2010 kam es nach diesem Bericht zu einem starken Anstieg der Aktienrisikoprämie als auch der Eigenkapitalkosten, ohne dass andere Risikoindikatoren reagiert hätten.

Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktisikoprä-



mie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. 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.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.



Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.

Der Ansatz eines Wertes von 5,5 % nach Steuern für die Marktrisikoprämie, wie dies im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angenommen wurde, kann auch aus einem anderen Grund nicht als zwingend und angemessen bezeichnet werden. In der Bewertungsliteratur wird nämlich darauf verwiesen, dass eine auf der Basis der Daten, die Herr Prof. Stehle für seine Untersuchung bis zum Jahr 2003 einschließlich (vgl. hierzu WPg 2004, 921 ff.) erfolgte Fortschreibung aus jüngerer Zeit nicht zu einer so deutlichen Steigerung der Marktrisikoprämie vor Steuern führt, die eine Erhöhung der Marktrisikoprämie nach Steuern um einen Prozentpunkt auf 5,5 % nach Steuern rechtfertigen könnte. Unter Einbeziehung des Zeitraums der Aktienrendite der Jahre 2004 bis 2013 wurde eine Marktrisikoprämie von 6,03 % vor Steuern und vor einem Abschlag für eine gesteigerte Kapitalmarkteffizienz ermittelt, was einen Anstieg um lediglich 0,3 Prozentpunkte gegen-



über der 2003 endenden Zeitreihe bedeutet (vgl. Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage, S. 578 ff., insbes. 582). Die Annahme einer gesunkenen Marktkapitalisierung als Begründung für die Notwendigkeit einer höheren Marktrisikoprämie (vgl. hierzu Wagner/Mackenstedt/Schieszl/ Lechner/ Willershausen, WPg 2013, 950, 957) kann so auch nicht bestätigt werden. Tendenziell ist die Marktkapitalisierung jedenfalls im DAX als dem Standard der 30 größten deutschen Aktiengesellschaften, aber auch im MDAX und im CDAX, ebenso wie im S & P Global BMI seit der Finanzmarktkrise der Jahre 2008/2009 im Gefolge des Zusammenbruchs der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. angestiegen (so ausdrücklich Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O., S. 574 ff. mit grafischer Darstellung der genannten Indizes). Diese Untersuchungen von Wollny sprechen jedenfalls gegen den Ansatz einer signifikant angestiegenen Marktrisikoprämie und die Annahme konstant realer Aktienrenditen, auch wenn nicht zu verkennen ist, dass die Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise auf die Marktrisikoprämie erst ex post nach deren Ende und letztlich auch nach dem Ende der auch zum Bewertungsstichtag andauernden expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank endgültig bewertet werden können. In die gleiche Richtung geht eine anhand des von Datastream bereit gestellten Index „World DS-Market“ aus dem Zeitraum von 1974 bis 2014, woraus eine globale Marktrisikoprämie aus Sicht eines inländischen Investors von 4,55 % abgeleitet wird (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 251). Allerdings ist in diesem Zusammenhang nicht zu verkennen, dass dieser Ansatz auch Währungsrisiken be-



inhaltet und somit ebenfalls nicht zwingend für die Ableitung der Marktrisikoprämie herangezogen werden kann; zudem wird nicht klar herausgestellt, inwieweit es sich dabei um einen Ansatz vor oder nach Steuern handelt, auch wenn mehr für die Annahme eines Nach-Steuerwertes sprechen dürfte.

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 % , die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Andererseits kann nicht verkannt werden, dass die in diesem Zusammenhang vielfach angestellten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze der Ansatz zumindest einer leicht ansteigenden Marktrisikoprämie nicht von der Hand zu weisen ist. Auch unter Berücksichtigung der in anderen Spruchverfahren gewonnenen Erkenntnisse sieht die Kammer eine Marktrisikoprämie von 5 % als angemessen an. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete, auf § 287 Abs. 2 ZPO gestützte Schätzung sein (vgl. BGHZ 207, 114, 133 f. = NZG 2016, 139, 144 = AG 2016, 135, 142 = ZIP 2016, 110, 116 = WM 2016, 157, 163 = Der Konzern 2016, 88, 94 = DSfR



2016, 424, 428 = NJW-RR 2016, 231, 237; OLG Düsseldorf AG 2018, 399, 403). Da die Auswirkungen des niedrigen Basiszinssatzes auf die Höhe der Marktrisikoprämie nach wie vor ungeklärt sind, was sich gerade auch anhand unterschiedlicher Auswertungen und Aussagen über die Entwicklung der Marktrisikoprämie zeigt, sieht es die Kammer auch deshalb als sachgerecht an, auf den Schnittbereich der Empfehlungen des FAUB des IDW abzustellen und nicht ausschließlich den Mittelwert der jüngeren Empfehlung heranzuziehen.

Diesem Ergebnis können namentlich nicht die Erwägungen aus dem Gesetzgebungsverfahren zur Neufassung des Erbschaftsteuergesetzes entgegen gehalten werden, in dessen Verlaufe es zu einer Änderung des für das vereinfachte Ertragswertverfahren geltenden Vorschrift des § 203 BewG gekommen ist. Eine unmittelbare Übernahme der Regelung aus § 203 Abs. 1 BewG kann nicht vorgenommen werden, weil die Bewertungsanlässe zu unterschiedlich sind. Das Bewertungsgesetz zielt auf eine standardisierende Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer und kann deshalb auch auf vereinfachende Bewertungsparameter zurückzugreifen. Demgegenüber ist das Ertragswertverfahren gerade bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie beispielsweise einem Squeeze out darauf gerichtet, im Einzelfall den zutreffenden Unternehmenswert zu ermitteln, der auch den verfassungsrechtlichen Anforderungen aus Art. 14 Abs. 1 GG an eine volle Kompensation der von einer derartigen Maßnahme betroffenen Minderheitsaktionäre genügen muss. Daher ist aus dem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 % in § 203 BewG kein zwingender Rückschluss auf eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steu-



ern zu ziehen. Auch der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern entfernt sich nicht in einer nicht hinnehmbaren Weise von den Überlegungen des Gesetzgebers zur Marktrisikoprämie, zumal der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages kein erhöhtes Investitionsrisiko bei Unternehmen aufgrund der Niedrigzinsphase annahm (vgl. insgesamt zu § 203 BewG n. F. BT-Drucks. 18/8911 S. 47).

Ebenso wenig kann diesem Ansatz ein Sachverständigen-gutachten vor aus einem anderen, beim Landgericht Hannover geführten Verfahren entgegengehalten werden, das der Kammer aus einer Reihe anderer Spruchverfahren bekannt ist. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht infrage gestellt. Allerdings sieht

die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkte unter dem Wert der Stehle-Studie liegt. Dabei verweist er aber im Folgenden auf weitere Aspekte, die wiederum zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie führen sollen, ohne diese dann allerdings hinreichend exakt zu beziffern. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 22.7.2015, also fast 6 1/2 Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes sehr deutlich nach unten bewegt hatte.

weist selbst darauf hin, es sei fraglich, ob zu diesem Stichtag eine Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen



der Unsicherheiten der Finanzkrise bereits in vollem Umfang eingepreist war. Er verweist zudem auf eine erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer in Zeiten der Krise, die sich in einer erhöhten Märtrisikoprämie auswirken kann. Angesichts dessen können die Erkenntnisse von nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

Der von der Antragsgegnerin zitierte Beitrag von Castedello/Jonas/Schieszl/Lechner (Wpg 2018, 806 ff.), der die Hintergründe der Empfehlung des FAUB erläutert, rechtfertigt gleichfalls keine andere Beurteilung. Die zentralen Ansätze über eine implizite Märtrisikoprämie und die Entwicklung von Spreads von Interbankenzinsen wurden bereits oben dargestellt – sie rechtfertigen zur Überzeugung der Kammer jedenfalls nicht Erhöhung der Märtrisikoprämie auf 5,5 % nach Steuern.

Der Ansatz der Kammer liegt immer noch innerhalb der Empfehlung des FAUB, an die ein Gericht wegen fehlender Rechtsnormqualität nicht gebunden sein kann. Es widerspricht dem gerichtlichen Prüfungs- und Entscheidungsauftrag im Spruchverfahren, selbst den wahren angemessenen Wert der Kompensation zu ermitteln, wie auch dem Begriff der Bandbreite, wenn die Mitte der Bandbreite der stets vertretbare und letztlich „gerichts-feste“ Wert wäre. Vielmehr kann das Gericht im Spruchverfahren nach seiner Überzeugung durchaus zu dem Ergebnis gelangen, dass für bestimmte Stichtage ein niedrigerer (oder auch höherer) Wert innerhalb der Bandbreite das Märtrisiko besser abbildet als der Mittelwert (vgl. OLG München, Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16).

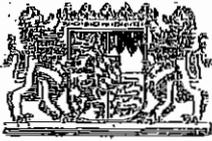


- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen des (Tax-)CAPM herangezogene Beta-Faktor von 0,8 unverschuldet konnte auf der Grundlage einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmenseigene Beta der Sky Deutschland AG zum Bewertungsstichtag nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Dies beruht im Wesentlichen auf den nachstehenden Erwägungen:

Der originäre Beta-Faktor belief sich über einen zweijährigen Referenzzeitraum mit wöchentlichem Renditeintervall auf verschuldet 0,37 und bei einem fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichem Renditeintervall auf 1,49 verschuldet. Zwar deuten die für die Aktie der Sky Deutschland gemessenen Bid-Ask-Spreads von 0,53 % im Zeitraum von zwei Jahren, aber auch noch von 1,27 % im Mittel und 0,81 % im Median auf einen hinreichend liquiden Handel der Aktie hin. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert:



Dennoch kann auf das unternehmenseigene Beta nicht zurückgegriffen werden. Hierfür spricht bereits das Bestimmtheitsmaß R^2 , das in dem näher zum Bewertungsstichtag liegenden Zwei-Jahres-Intervall 0,04 betrug. Das Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Der Wert von 0,04 besagt somit, dass lediglich 4 % des Risikos der Aktie durch Marktfaktoren bestimmt werden. Ebenso ergab der t-Test für den Zwei-Jahres-Zeitraum nach den Ergebnissen im Bewertungsgutachten im Gegensatz zum fünfjährigen Beobachtungszeitraum eine sehr geringe statistische Signifikanz. Inwieweit das Bestimmtheitsmaß R^2 und der t-Test hinreichend aussagekräftig sind, wird zwar zum Teil in Rechtsprechung und Literatur angezweifelt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532; kritisch auch Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 59). Vorliegend muss dies jedoch nicht entschieden werden. Entscheidend gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors der Sky Deutschland AG spricht nämlich, dass der Aktienkurs der Gesellschaft für die Zeit ab dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot nicht mehr in erheblichem Umfang von ihrem eigentlichen operativen Risiko geprägt wird, nachdem derartige Angebote regelmäßig zu einer Zementierung des Aktienkurses führen, der dann auch nicht mehr das operative Risiko der Gesellschaft reflektiert (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012, Az. 21 W 14/11, Beck RS 2012, 20564; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom



27.5.2014, Az. 3-05 O 34/13, Beck RS 2014, 12643; LG München I, Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 13182/15). Zudem zeigt die Entwicklung des historischen unternehmenseigenen Beta-Faktors, dass über die beobachteten Stichtage hinweg kein stabiler Zusammenhang zwischen Aktien- und Marktrendite besteht. Der Zusammenhang ging über den beobachteten Zeitraum stark zurück. Daher gelangten die Bewertungsgutachter zutreffenderweise zu dem Ergebnis, dass sich die Kursentwicklung der Aktie der Gesellschaft schon für einen längeren Zeitraum in der Vergangenheit von der Entwicklung der Märkte abgekoppelt hat.

- (cc) Der demgemäß über eine Peer Group abzuleitende Beta-Faktor der Sky Deutschland AG war in Übereinstimmung mit dem Bewertungsgutachten von [redacted] und den Abfindungsprüfern von [redacted] auf unverschuldet 0,8 anzusetzen. Die Zusammensetzung der Peer Group begegnet dabei keinen grundlegenden Bedenken. Für die Auswahl der Peer Group-Unternehmen wesentlich ist die Vergleichbarkeit hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente bzw. des Diversifikationsgrades und der Produktart, hinsichtlich der regionalen Abdeckung und gegebenenfalls auch hinsichtlich ihrer Größe (vgl. Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 47). Diese unmittelbare Vergleichbarkeit muss bei den herangezogenen Unternehmen der Peer Group bejaht werden.

Die Abfindungsprüfer erweiterten die Peer Group um drei Unternehmen, die sie gleichfalls als vergleichbar einschätzten. Die Ergebnisse weichen dabei allerdings nur



geringfügig voneinander ab, was auch dann gilt, wenn man unterschiedliche Referenzzeiträume und als Referenzindex entweder den MSCI World Index oder den jeweils größten nationalen Index heranzieht. Die Mittelwerte liegen jeweils knapp über oder knapp unter dem angesetzten Wert von 0,8, wobei dies auch für die umstrittene Frage gilt, ob zwingend das raw Beta angesetzt werden muss oder ob – wovon die Abfindungsprüfer von regelmäßig ausgehen – eine Adjustierung mittels des Blume-Faktors stattfinden muss. Einzige Ausnahme ist die Peer Group-Analyse, wenn gegen den MSCI World Index mit monatlichen Renditeintervallen bei einem fünfjährigen Referenzzeitraum gerechnet wird. Dies hat seine Ursache indes erkennbar darin, dass über diesen Zeitraum nur Cyfrowy Polsat S.A. und Modern Times Group MTG AB herangezogen werden konnten, weil die anderen Gesellschaften hier keine statistisch aussagekräftigen Daten lieferten. Doch selbst wenn die statistischen Filterkriterien wie das Bestimmtheitsmaß R^2 und das Ergebnis des t-Tests nicht berücksichtigt werden und die Unternehmen trotz Verfehlers dieser Kriterien eingerechnet werden, entfernt sich das Ergebnis des Beta-Faktors ausweislich der ergänzenden Stellungnahme vom 19.3.2018 nicht so weit von dem unverschuldeten Beta-Faktor von 0,8, als dass dieser nicht mehr angesetzt werden dürfte. Dies gilt namentlich dann, wenn mit wöchentlichen Renditeintervallen gerechnet wird. Die adjustierten Beta-Faktoren bewegen sich dann gegen den MSCI World Index zwischen 0,74 und 0,86 bei der engeren und zwischen 0,76 und 0,85 bei der erweiterten Peer Group. Die raw Beta-Faktoren schwanken zwischen 0,69 und 0,87 bei der engeren und zwischen 0,73 und 0,86 bei der erweiterten Peer Group.



Lediglich bei der Regression gegen den jeweils größten Landesindex liegen die Werte etwas als niedriger und bleiben mit Werten zwischen 0,69 und 0,71 für den raw für die engere Peer Group und zwischen 0,74 und 0,76 für das adjusted Beta unter 0,8.

Der Zusammensetzung der Peer Group kann nicht entgegengehalten werden, in ihr seien keine oder nahezu keine deutschen Unternehmen enthalten; dies führt nicht zur Unvergleichbarkeit der Unternehmen. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass angesichts der internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Dies resultiert neben der Verflechtung der Kapital- und Aktienmärkte

Eine Änderung der Zusammensetzung der engeren Peer Group der Bewertungsgutachter ist ebenso wenig veranlasst wie der erweiterten Peer Group, die von den Abfindungsprüfern zu Zwecken von Kontrollüberlegungen gebildet wurde.

Dabei muss namentlich auch die Modern Times Group MTG AB als noch vergleichbar mit der Sky Deutschland AG angesehen werden. Diese Gesellschaft aus Schweden hat eine große Broadcast-Präsenz in Europa mit einem Schwerpunkt vor allem in Skandinavien und den drei baltischen Staaten; über Drittanbieter ist diese Mediengruppe



auf allen Kontinenten vertreten. Sie betreibt sowohl Free- als auch Pay-TV-Sender, wobei sie im Jahr 2014 knapp unter 50 % ihres operativen Ergebnisses mit den Pay-TV-Sendern erwirtschaftete. Damit aber bildet Pay-TV als größtes Segment den Schwerpunkt der unternehmerischen Tätigkeit der Modern Times Group MTG AB. Allein der Umstand, dass dieses Unternehmen auch in den Bereichen Radio und Filmproduktion tätig ist und weniger als 30 % des Gesamtumsatzes mit Pay-TV-Nordic erwirtschaftet wird, steht der Aufnahme in die Peer Group nicht entgegen. Der Ergebnisbeitrag liegt insgesamt – wie ausgeführt – nur wenig unter 50 %. Zudem erläuterte

, dass es bei den Margen zwischen den beiden Bereichen Pay-TV und Free-TV keine großen Unterschiede gebe. Das assoziierte Unternehmen TTC Media aus Russland bezeichnet sich selbst als Pay-TV-Unternehmen, so dass die Aktivitäten daraus nicht gegen die Aufnahme in die Peer Group sprechen. Zwar sind die Programme von CTC Media nach Aussage von

in Russland selbst frei empfangbar; außerhalb Russlands können die Programme indes nur gegen Entgelt – mithin also im Wege des Pay-TV empfangen werden.

Es kann nicht angenommen werden, dem Beta-Faktor der Modern Times Group MTG AB fehle die Stabilität.

erläuterte nämlich im Termin vom 1.3.2018, dass anhand statistischer Kriterien für dieses Unternehmen Beta-Faktoren erhoben werden konnten. Dabei ergaben sich keine Anzeichen dafür, dass diese nicht repräsentativ sein könnten. Zudem betrachteten die Abfindungsprüfer bei ihrer Analyse verschiedene Szenarien einschließlich jüngster und langfristiger Trends. Dabei fiel gerade bei diesem Unternehmen auf, dass sich für die beiden letzten Jahre



mit wöchentlichen Erhebungspunkten und damit in der zum Stichtag nächst gelegenen und damit aussagefähigsten Periode bei der Modern Times Group MTG AB ein Beta-Faktor ergab, der im Vergleich nicht völlig außerhalb der anderen Peer Group-Unternehmen lag – die Differenz zum nächst „schlechtesten“ Unternehmen betrug je nach Referenzindex 0,07 oder 0,1 Prozentpunkte. Die auf zwei Dezimalstellen hinter dem Komma gerechneten Werte lagen bei den Bewertungsgutachtern, die gegen den jeweils größten Landesindex rechneten, geringfügig höher als die Werte des adjusted Beta-Faktors der Prüfer von

die als Referenzindex den MSCI World Index wählten.

Angesichts der geringfügigen Unterschiede und der vorgenommenen Abrundung des Beta-Faktors auf 0,8 muss gesehen werden, dass diese Ansätze im Bewertungsgutachten die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht benachteiligen.

Auch über einen fünfjährigen Betrachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditepunkten zeigen sich bei der Regression gegen den globalen Index als auch gegen den jeweils größten Landesindex nur geringe Unterschiede, wobei dies auch beim Vergleich von raw Beta- und adjusted Beta-Faktoren gilt, wie die Tabellen auf Seite 9 und 10 der ergänzenden Stellungnahme vom 25.4.2017 aufzeigen. Daher ist auch aus diesem Gesichtspunkt heraus ein Ansatz von 0,8 unverschuldet als angemessen zu betrachten. Dem kann nicht entgegengehalten werden, dass raw Beta der Modern Times Group MTG AB habe über zwei Jahren bei 0,93 und über fünf Jahre bei 1,83 mit monatlichen Renditeintervallen gelegen bei einer Regression



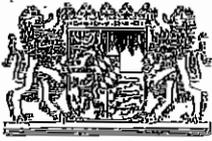
gegen den MSCI World Index. Monatliche Daten führen nämlich zu größeren Verwerfungen, wobei dies in beide Richtungen gehen können. Zudem kann nicht gänzlich unberücksichtigt bleiben, dass die Ausschläge gegen den größten nationalen Index bei der Modern Times Group MTG AB mit einem raw Beta von 1,25 und einem Adjusted Beta von 1,19 bei weitem nicht so hoch ausfielen.

Astro Malaysia Holdings Bhd., Sky Network Television Ltd. und Cyfrowy Polsat S.A. durften trotz der höheren Marktpenetration in die Peer Group aufgenommen werden. Entscheidend hierfür spricht nämlich die Tätigkeit in derselben Branche wie das Bewertungsobjekt Sky Deutschland und daraus resultierend das Angebot ähnlicher Produkte und Dienstleistungen. Die hohe Marktpenetration spricht für ein etabliertes Geschäftsmodell und ein damit einhergehendes geringeres Risiko. Damit aber ist die hohe Marktpenetration ein Zeichen für einen möglichst langfristigen Trend hin zu einem etablierten Geschäftsmodell, dem sich die Gesellschaft gegenüberstellt. Da der Beta-Faktor auch auf die jüngsten Entwicklungen dieses Unternehmens abstellt, reflektiert er das Risikomaß dieser etablierten Unternehmen. Somit aber wird einerseits die Entwicklung der Gesellschaft in einem längeren Zeitraum wiedergespiegelt, weil sich diese dem Markt gerade der europäischen Vergleichsunternehmen annähern möchte. Andererseits kann aber auch die Wachstumsrate von 1,75 % nicht außer Betracht bleiben, die einen Wachstumsmarkt charakterisiert, indem dann aber auch von einem höheren Risiko auszugehen ist. Diese Entwicklung der Risiken, die in Richtung auf einen reifen Markt hin sinken, zeigt sich an der langfristigen Entwicklung der Beta-Faktoren der einzelnen Vergleichsunternehmen, wie sie in



der Grafik auf Seite 50 des Prüfungsberichts dargestellt ist. Diese Grafik wertet die Entwicklung der Beta-Faktoren der Unternehmen der engeren Peer Group aus, die über einen Zeitraum von 16 Jahren einen langfristigen Trend beschreibt, in dessen Verlauf sich die Märkte für Pay-TV etablierten oder in Richtung auf einen eingeschwungenen Zustand hin bewegten. Im Zeitverlauf sanken die Beta-Faktoren. Auch wenn es einzelne Gegenbewegungen gab, vermag dies den Trend nicht zu widerlegen. Auch wenn der Mittelwert auf unter 0,8 am Endpunkt der Trendlinie sinkt, kann daraus nicht der Durchschnitt des letzten Jahres abgebildet werden, wie die Abfindungsprüfer klarstellten.

Die Aufnahme von ProSieben Sat.1 Media AG, Discovery Communications Inc. und Scripps Networks Interactive Inc. in die erweiterte Peer Group der gerichtlich bestellten Prüfer begegnet keinen grundlegenden Bedenken und muss folglich nicht korrigiert werden. Die beiden zuletzt aufgeführten Unternehmen sind etablierte Pay-TV-Anbieter. Ihrer Aufnahme in die erweiterte Peer Group lässt sich nicht entgegenhalten, sie würden überwiegend informationsbasierte Fernsehinhalte und Werbeportale produzieren, mit ihrem Geschäftsmodell aber gerade nicht Abbonnenterlöse von Endkunden erwirtschaften wollen, sondern über Werbung und Einspeiseentgelte bei den Plattformen. Dabei muss aber gesehen werden, dass sich jedenfalls Discovery Communications Inc. nach der Aussage von [redacted] selbst als Pay-TV-Anbieter bezeichnet und Umsätze nach den Geschäftsberichten auch über Pay-TV generiert werden. Vor allem aber ist zu beachten, dass die Prüfer die Peer Group um insgesamt drei Unternehmen deshalb erweiterten, um daraus als Prüfer



Schlussfolgerungen ziehen zu können. Diese Vorgehensweise beachtet, dass das Geschäftsmodell von Discovery Communications Inc. und Scripps Network Interactive Inc. nicht so weit von dem der Gesellschaft entfernt sind, als dass die Vergleichbarkeit ausscheiden müsste. Die ProSieben Sat.1 Media AG ist primär im deutschen Fernsehmarkt tätig und – wenn auch als Free TV-Anbieter – ein Wettbewerber der Gesellschaft beispielsweise um Content. Dieses Unternehmen wurde erfasst, um das lokale Wettbewerbsumfeld in der Peer Group abbilden zu können. Bei der Würdigung der erweiterten Peer Group muss vor allem gesehen werden, dass bei dem aussagekräftigsten Zeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen sich der Mittelwert der engeren wie auch der erweiterten Peer Group gerade nicht unterscheidet.

Nicht aufgenommen werden musste dagegen die Kabel Deutschland AG. Diese Gesellschaft verfügt über bzw. investiert in ein eigenes Kabelnetz, wohingegen die Sky Deutschland AG gerade keine eigenen Netze unterhält, sondern als reiner Pay-TV/Content-Anbieter auftritt. Daher muss von einer unterschiedlichen Geschäftsausrichtung ausgegangen werden.

Bei der Ermittlung des Beta-Faktors muss nicht vom Ansatz des debt Beta ausgegangen werden; hierdurch käme man zu einem höheren unverschuldeten (adjusted) Beta-Faktor. Die Ableitung des Beta-Faktors unter Berücksichtigung des debt Beta beruht auf der Erwägung, dass die Fremdkapitalgeber einen Teil des operativen Risikos tragen. Das Relevanz des unverschuldeten Beta-Faktors führt somit bei bestehenden Nettoschulden zu einem niedrigeren verschuldeten Beta-Faktor. Ob dieser Ansatz ge-



wählt werden muss, kann jedoch offen bleiben. Die Tabellen auf Seite 5 und 6 der ergänzenden Stellungnahme vom 9.1.2018 zeigen nämlich, dass die Werte unter Berücksichtigung des debt Beta-Ansatzes um den Wert von 0,80 (adjusted) schwanken. Ausgenommen ist dabei nur der Fünf-Jahreszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen unter Beachtung der statistischen Filterkriterien, in dem vor allem bei der Regression gegen den MSCI World Index ein mit 1,55 deutlich höherer Wert ausgewiesen wurde.

- (dd) Neben dem operativen Risiko muss auch das Finanzierungsstrukturrisiko, wie es mit Hilfe der Beta-Faktoren ermittelt wird, einfließen. Demgemäß erhöht sich das Risiko der Eigenkapitalgeber mit steigender Verschuldung des Unternehmens, weshalb dann der operative unverschuldete Beta-Faktor im Wege des Relevanz angepasst werden muss. Vorliegend geht die Planung der Gesellschaft von einem Rückgang der Verschuldung aus, weshalb dann aber auch der Beta-Faktor entsprechend sinken muss.
- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag mit Werten zwischen 4,23 % und 4 % nach Steuern entsprechend dem Verschuldungsgrad bis 2017/18 einschließlich und 4 % in den weiteren Jahren der Detailplanungsphase sowie der Ewigen Rente steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, die operativ als etwa dem Marktdurchschnitt entsprechend und unter Berücksichtigung des Finanzstrukturrisikos als leicht unterdurchschnittlich bezeichnet werden müssen. Der Kammer ist aus anderen Spruchverfahren bekannt, dass der Durchschnitt des operativen Risikos einem Beta-Faktor von etwa 0,8 entspricht.



Der deutsche wie auch der österreichische Pay-TV-Markt, auf dem die Gesellschaft aktiv ist, hinkt hinter der Entwicklung anderer Märkte hinterher – der Anteil der Zuseher im Pay-TV in Deutschland liegt auch mehr als 20 Jahre nach seiner Einführung mit etwas über 20 % deutlich hinter den Quoten anderer Länder und entspricht allenfalls dem Anteil in Spanien, wo eine leicht rückläufige Tendenz zu verzeichnen war, wie der Grafik auf Seite 48 des Prüfungsberichts zu entnehmen ist. Da der Markt in Deutschland somit noch nicht so entwickelt ist, deutet dies auf ein höheres Risiko hin. Zudem muss gesehen werden, dass ein zunehmender Wettbewerbsdruck entsteht, weil durch neue Technologien über das Internet andere Teilnehmer auf den Markt drängen. Weiterhin muss bei einer Gesamtbetrachtung berücksichtigt werden, dass gerade die Sport- und dabei namentlich die Fußball-Rechte als ganz zentral für den Geschäftserfolg der Sky Deutschland AG eingestuft werden müssen. Dabei muss zum Stichtag der Hauptversammlung am 22.7.2015 davon ausgegangen werden, dass die Preise für diese Rechte auch weiterhin steigen werden. Durch die Medienberichterstattung ist gerichtsbekannt, dass namentlich die Spitzenvereine der deutschen Fußball-Bundesliga höhere Einnahmen durch die Fernsehübertragungen verlangen, um international wettbewerbsfähig zu bleiben. Dieser Kostendruck stellt ein deutliches Risiko für die Gesellschaft dar und kann auch zu einer deutlichen Verfehlung der Planziele führen. Auch muss das Risiko des Verlustes eines erheblichen Teils dieser Übertragungsrechte beachtet werden, sollte ein anderer Anbieter zum Zuge kommen. In einer solchen Situation wäre absehbar, dass viele Kunden der Gesellschaft ihr Abonnement kündigen mit der Folge erheblicher Umsatz- und Gewinneinbußen für die Sky Deutschland AG, weil das Sportangebot eine wesentliches Motiv zum Erwerb eines Abonnements bei der Gesellschaft ist.



Zudem bleibt die Tatsache der starken Stellung der Vielzahl gebührenfinanzierter öffentlich-rechtlichen Sender vor allem in Deutschland, aber mit dem ORF auch in Österreich. Andererseits darf nicht übersehen werden, dass namentlich der deutsche Pay-TV-Markt noch nicht gesättigt ist, woraus sich dann auch durchaus Chancen für die Gesellschaft ergeben. Eine deutliche Minimierung des Risikos lässt sich allerdings nicht daraus ableiten, dass die Sky Deutschland AG in Deutschland der einzige etablierte Marktteilnehmer ist. Die Free TV-Sender haben mittlerweile ebenfalls ein höherwertiges HD-Programm und streiten um entsprechende Fernsehzeiten. Ebenso sind die Video on Demand-Portale zu beachten. Somit ist Sky nicht der einzige etablierte Teilnehmer am Fernsehmarkt.

Die in der DFL GmbH organisierten Vereine der Fußball-Bundesliga wollen sich zudem nicht in eine einseitige Abhängigkeit von einem einzigen Abnehmer begeben, weil dies auf den Preis drücken würde. Die von [redacted] als Vertreter der Bewertungsgutachter zitierte Aussage des Vorstandsvorsitzenden der FC Bayern München AG, die dieses Argument untermauert, kann auch nicht als singuläre Einschätzung von Herrn Rummenigge eingestuft werden. Schließlich sind alle Vereine an hohen Fernsehgeldern interessiert. Abgesehen davon kommt der Einschätzung des Vertreters des erfolgreichsten, aber auch finanzkräftigsten Bundesligisten eine nicht zu unterschätzende Bedeutung zu.

Angesichts des bereits zu Beginn der Detailplanungsphase niedrigen Verschuldungsgrades mit maximal 6,6 % ist dann aber das Gesamtrisiko unter Einschluss des Finanzstrukturrisikos als leicht unterdurchschnittlich einzustufen.



Angesichts dessen entspricht der über das (Tax-)CAPM abgeleitete Beta-Faktor auch der Situation der Gesellschaft am Markt und muss folglich nicht korrigiert werden.

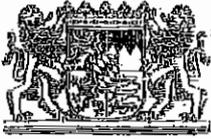
(3) Der mit 1,75 % in der Ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.

(a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG Düsseldorf AG 2016, 329,



331 = WM 2016, 1686, 1691; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 134). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Eine Erhöhung des Wachstumsabschlags ist nicht deshalb notwendig, weil es bei der Gesellschaft am Zusammenhang zwischen Inflationserwartung und gesamtwirtschaftlichem Wachstum angesichts der Tätigkeit in einem nicht reifen Markt fehle. Die Inflationserwartungen und damit das inflationsbedingte Wachstum liegen unter 1,75 %, weshalb bei der Gesellschaft ein reales Wachstum angenommen werden muss. Dabei ist zu beachten, dass tendenziell die Inflationsrate nicht so schnell bei den Erlösen weiterzugeben ist wie bei den Kosten. Die Inflationserwartungen von jeweils unter 1,75 % im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht wurden unterschiedlich abgeleitet. Die Bewertungsgutachter gingen von Inflationsprognosen aus, wobei diese nicht den Zeitraum der Ewigen Rente umfassen. Demgegenüber argumentierten die Abfindungsprüfer von über marktmeßbare Inflationserwartungen anhand von Wertpapieren, die vor Inflation schützen – mithin von Inflationsswaps, aber vor allem über inflationsgeschützte Bundesanleihen mit impliziten Inflationsraten. Diese lagen bei bis zum Jahr 2020 laufenden Anleihen bei 0,96 %, bis zum Jahr 2023 bei 1,22 % und bei den bis zum Jahr 2030 längst laufenden Anleihen bei 1,46 %. Dann aber kann auch ein Widerspruch zu dem langfristigen Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von 2 % nicht bejaht werden, selbst wenn angesichts des Durchschnittswertes von 1,46 % die Inflationsrate am



Ende der Laufzeit der längst laufenden Bundesanleihe über diesem Wert liegen wird. Zwar ist es durchaus möglich, dass die Termininflationsrate von 2030 auf 2031 höher als 1,75 % liegen kann. Dann liegt zwar tatsächlich nur mehr ein allenfalls geringes reales Wachstum vor. Dennoch spiegelt diese das reale Wachstum angemessen wieder, weil in Zukunft mit einem verstärkten Wettbewerb um Pay-TV-Kunden zu rechnen ist und die Margen sinken werden, zumal sich die steigenden Erwerbskosten vor allem für die Fußballübertragungsrechte ungünstig auf die Margen auswirken werden. Angesichts dieser Zahlen muss auch nicht auf die Studie von Widmann/Schieszl/Jeromin zurückgegriffen werden, aus der sich ergeben soll, das Gewinnwachstum der deutschen Unternehmen liege stets unterhalb der Inflationsrate.

Der Wachstumsabschlag von 1,75 % berücksichtigt auch die Situation der Sky Deutschland AG am Markt einschließlich ihrer starken Stellung. Ein stärkerer Wettbewerbsvorteil mit der Folge der Notwendigkeit eines höheren Wachstumsabschlags lässt sich nicht aus 3D-Technologie herleiten, weil diese zum Stichtag und darüber hinaus nur ein Nischenprodukt ist. Es handelt sich dabei um einen Prototypen, der nicht einmal überall empfangen werden kann, wie im Termin vom 1.3.2018 ausführte.

- (b) Zudem muss gesehen werden, dass neben dem inflationsbedingten Wachstum, das bei der Gesellschaft bereits zu einem realen Wachstum führt, auch die Wechselwirkungen von Wachstum, Thesaurierung, Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung beachtet werden müssen. Gerade die Folgen der Thesaurierung müssen in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungs-



hypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingtem Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15, Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Der Unternehmenswert der Gesellschaft bildet dabei auch das thesaurierungsbedingte Wachstum durch die fiktive Hinzurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung ab. Unter Berücksichtigung dessen ist von einem Wachstum in einer Größenordnung von rund 4 % auszugehen:

Somit ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag am 30.6.2015 ein Ertragswert in Höhe von € 6,2815 Mrd., der dann auf den allein maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 22.7.2015 aufzuzinsen ist. Daraus ergibt sich dann entsprechend der nachstehenden Tabelle ein Ertragswert von € 6,3011 Mrd.:

Ableitung der Nettoausschüttungen	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 ff. ewige Rente
SkyD	Budget Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Plan Mio. EUR	Mio. EUR
Jahresergebnis	24,0	139,0	249,6	289,2	343,9	312,0
Thesaurierung (Innenfinanzierung)	-24,0	-139,0	-249,6	-100,0	0,0	
Nachhaltige Thesaurierung						-5,9
Bruttoausschüttung	0,0	0,0	0,0	189,2	343,9	306,0



Wertbeitrag aus Dividenden- ausschüttung	0,0	0,0	0,0	130,1	154,7	140,4
Abgeltungsteuer auf Dividen- denausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-29,5
Wertbeitrag aus Thesaurie- rung	0,0	0,0	0,0	59,1	189,1	165,7
Kursgewinnsteuer auf Kursgewinn	0,0	0,0	0,0	-7,8	-24,9	-21,8
davon Kursgewinnsteuer auf fiktive Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	-7,8	-24,9	-21,8
davon Kursgewinnsteuer auf inflationsbedingtes Wachstum	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoausschüttungen	0,0	0,0	0,0	181,4	318,9	254,7

c. Zudem waren bei der Sky Deutschland AG Sonderwerte in Höhe von € 300.000,-- anzusetzen.

(1) Dies ist der Wert der drei Beteiligungen unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuer.

(a) Der Wert der Beteiligung an der tmc Content Group AG in Höhe von € 400.000,-- war nicht anzupassen. Die Bewertungsgutachter setzten die anteilige Marktkapitalisierung den weiteren denkbaren Größen Beteiligungsbuchwert sowie anteiliges Eigenkapital gegenüber; der höhere dieser Werte übersteigt dabei den anteiligen Wert der Marktkapitalisierung, der sich ausweislich der ergänzenden Stellungnahme vom 25.4.2017 zum Stichtag der Hauptversammlung auf rund € 230.000,-- belief. Am 22.7.2015 betrug die von den Abfindungsprüfern ermittelte Marktkapitalisierung € 9,43 Mio., woraus sich dann bei einem Anteil der Gesellschaft von 2,44 % dieser Wert ergibt, der noch unter dem Wert liegt, den die Bewertungsgutachter zum 20.5.2017 ermittelt hatten. Dann aber ist die Vorgehensweise sachgerecht, zumal auch ein vereinfacht abgeleiteter Ertragswert keinen höheren Beteiligungswert ergab. Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, ob es zutreffend ist, von die-



sem Sonderwert die persönliche Einkommenssteuer abzuziehen, woraus sich dann der angesetzte Wert von € 300.000,-- ergibt. Ohne den Abzug würde sich ein um € 100.000,-- erhöhter Unternehmenswert ergeben, was indes keinen Einfluss auf die Höhe der Barabfindung von € 6,77 je Aktie hätte.

- (b) Für die Beteiligungen an der AFK GmbH und für die Wirkstoff TV Gattungsmarketing GmbH, konnten keine relevanten Sonderwerte ermittelt werden; sie konnten folglich mit null angesetzt werden. Bezüglich der AFK GmbH resultiert dies aus der in der Satzung vereinbarten Gemeinnützigkeit und der damit verbundenen Gewinnverwendungsbeschränkung. Demzufolge erfolgte die Bewertung sachgerecht mit dem anteiligen Anteil der Sky Deutschland GmbH am DM 50.000,-- betragenden Stammkapital dieser GmbH. Ein signifikanter Wertbeitrag kann daraus nicht abgeleitet werden, weil die Gesellschafter selbst beim Ausscheiden oder bei Auflösung der Gesellschaft oder beim Wegfall der steuerbegünstigten Zwecke nach den entsprechenden Satzungsregelungen nicht mehr als ihre eingezahlten Kapitalanteile zurückerhalten, wie im Bewertungsgutachten dargestellt ist. Hinsichtlich der Wirkstoff TV Gattungsmarketing GmbH wurde der höhere Betrag aus dem Beteiligungsbuchwert, dem anteiligen Eigenkapital und einem vereinfacht abgeleiteten Ertragswert angesetzt. Auch hier gelangten die Abfindungsprüfer zu dem Ergebnis, ein signifikanter Wertbeitrag lasse sich nicht feststellen.

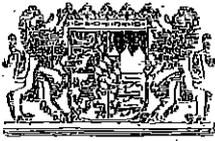
(2) Weitere Sonderwerte konnten nicht in die Unternehmensbewertung einfließen.

- (a) Dies gilt zunächst für die liquiden Mittel, weil diese durchweg betriebsnotwendig sind und von daher nicht als Sonder-



wert ausgewiesen werden dürfen, weil es anderenfalls zu einer unzulässigen Doppelerfassung käme. Ausweislich der Forecast-Bilanz zum 30.6.2015 betragen die liquiden Mittel € 12,3 Mio., was in Relation zu einem Umsatz von ca. € 1,8 Mrd. im Geschäftsjahr 2014/15 bereits eine äußerst geringe Größenordnung darstellt. Zudem wies diese Bilanz zum 30.6.2015 Finanzschulden in Höhe von rund € 424 Mio. aus. Angesichts dessen müssen die liquiden Mittel zwingend als betriebsnotwendig eingestuft werden.

- (b) Die Marke „Sky“ durfte nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I AG 2017, 501, 507; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04). Zum anderen ist die Sky Deutschland AG nicht Inhaberin dieser Marke; ansonsten müsste sie keine Lizenzgebühren an die Muttergesellschaft entrichten.
- (c) Die Aufdeckung stiller Reserven aus den Ansätzen der Bilanz der Gesellschaft kann nicht erfolgen. Sofern stille Reserven vorhanden sein sollten, können diese nicht aufgedeckt werden, weil dies eine Veräußerung zum Stichtag unterstellen



würde, was indes einen Widerspruch zur Fortsetzung des Unternehmens darstellen würde, bei der das betriebsnotwendige Vermögen weiter genutzt werden muss und folglich gerade nicht veräußert werden kann (vgl. LG München I; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5 HKO 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 26513/11).

- (d) Aus den Zahlungen in Höhe von insgesamt € 4,3 Mio. an Aktionäre im Zusammenhang mit dem Abschluss von Vergleichen zur Beendigung von Rechtsstreitigkeiten lässt sich kein Sonderwert ableiten, weil daraus keine Ansprüche der Gesellschaft abgeleitet werden können. In der Zahlung liegt kein Verstoß gegen § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG, weshalb weder ein Anspruch aus § 62 Abs. 1 auf Rückgewähr noch ein Schadensersatzanspruch aus §§ 93, 116 AktG wegen Pflichtverletzungen des Vorstandes und des Aufsichtsrats abgeleitet werden kann. Eine gegen die Vorgaben aus § 57 Abs. 1 AktG verstoßende Vereinbarung kann allerdings in dem Vergleichsabschluss einschließlich der Vereinbarung einer Kostenerstattung nicht gesehen werden. Zwar wird in der Literatur davon ausgegangen, dass sich der „Abkauf“ von Anfechtungsklagen als verbotene Einlagenrückgewähr darstellen kann (vgl. Fleischer in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 57 Rdn. 23; Merkt in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., § 71 Rdn. 173 ff.; Bayer in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 57 Rdn. 78). Allerdings lässt sich eine verbotene Einlagenrückgewähr – ähnlich wie bei einem Geschäft, das einem Drittvergleich standhält – dann nicht annehmen und auch nicht als Pflichtenverstoß subsumieren, wenn das Produkt aus dem Schaden, den die Gesellschaft für den Fall der Fortführung des Verfahrens zu gewärtigen hat, und der Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Schadens größer ist als die für den „Abkauf“ aufgewandte Summe.



Unter diesen Umständen würde ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter auch beim „Abkauf“ von Klagen eines außenstehenden Dritten nicht gegen seine Sorgfaltspflicht verstoßen (vgl. Cahn/von Spannenberg in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 57 Rdn. 45). Teilweise wird dieses Ergebnis auch über den hinter §§ 34 StGB, 903 BGB stehenden Gedanken der Güter- und Interessenabwägung auf unvermeidbare Pflichtenkollisionen übertragen mit der Folge, dass Vorstand und Aufsichtsrat nicht rechtswidrig gehandelt haben, als sie den Vergleichsabschlüssen zustimmten. Dabei muss namentlich berücksichtigt werden, dass die Organe einer Aktiengesellschaft und dabei namentlich der Vorstand nicht nur zur Beachtung der Kapitalerhaltungs- und -bindungsvorschriften gemäß § 57 AktG verpflichtet sind, sondern in gleicher Weise auch zur Sicherung des Bestands der Gesellschaft. Das dadurch geschützte Vermögen der Gesellschaft kann durch die Beachtung des § 57 Abs. 1 AktG im Einzelfall stärker beeinträchtigt sein als durch den Vergleichsabschluss (vgl. Poelzig WM 2008, 1009, 1011). Das erkennende Gericht, vor dem dieser Vergleich abgeschlossen wurde, begründete dabei in einer nachfolgenden Entscheidung (Urteil vom 16.12.2010, Az. 5HK O 9768/10) eingehend, warum angesichts der Finanzsituation der Gesellschaft zum damaligen Zeitpunkt in dem Vergleichsabschluss keine Pflichtverletzung gesehen werden konnte.

Angesichts dessen ergibt sich ein Unternehmenswert von € 6,3014 Mrd. zum Stichtag der Hauptversammlung am 22.7.2015. Bei 931.114.937 Aktien errechnet sich daraus dann die Barabfindung in Höhe von € 6,77, wobei der Betrag entsprechend den allgemeinen Rundungsregelungen auf einer Aufrundung beruht. Würde man bei den Sonderwerten die persönliche Einkommensteuer nicht abziehen, würde sich der exakte Abfindungsbetrag erst an der vierten Nachkommastelle ändern, weshalb auf diese



Frage, die von den Abfindungsprüfern abweichend von den Bewertungsgutachtern beurteilt wurde, nicht entscheidungserheblich ankommen kann.

- d. Die Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von hat zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt.
- (1) Die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch Einholung eines Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen ist auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG, 26. FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten.
- (a) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn. 4; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in vier Anhörungsterminen und den aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß § 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen

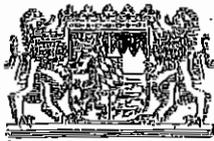


Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung auch Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.; ebenfalls kritisch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 5 ff.). Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger



Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 138/16; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129



f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21).

- (b) Die Kammer hat keine Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Prüfer. verfügt ebenso wie und über die zur Beurteilung auch komplexer und schwieriger Bewertungsfragen, die sich bei der Sky Deutschland AG stellten, notwendige Fachkompetenz. Aus anderen Spruchverfahren ist bekannt, dass sich auch als gerichtlich bestellter Prüfer nicht scheut, Planansätze der Gesellschaft als zumindest sehr konservativ zu kritisieren, wenn dies erforderlich ist. Zudem muss gesehen werden, dass die Abfindungsprüfer auch im vorliegenden Fall die Ansätze im Bewertungsgutachten von gerade nicht unbesehen übernommen haben, sondern diese beispielsweise anhand einer eigenen Peer Group überprüft haben, die sich in der Zusammensetzung durchaus von der der Bewertungsgutachter unterschieden hat. Die Prüfer haben sich im Verlaufe der Anhörung wie auch in ihren ergänzenden Stellungnahmen eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen gegen die Angemessenheit der Barabfindung auseinandergesetzt.

Allein die Tatsache, dass eine Reihe von Antragstellern Privatgutachten – also urkundlich belegten Parteivortrag – vorlegten, in denen sie Fragen der Planung, der Ewigen Rente und des Kapitalisierungszinssatzes anders beurteilten, rechtfertigt es nicht, ein weiteres Gutachten eines gerichtlich bestellten Sachverständigen einzuholen. Die Abfindungsprüfer haben zur Überprüfung der Planzahlen diese mit Marktstudien abgeglichen und auf öffentlich zugängliche Kapitalmarktdaten zugegriffen. Zu nennen sind dabei vor allem die Marktstudie von PwC,



IHS und Bitcom sowie Analystenberichte von Barkleys und Kepler. Ebenso haben sie sich eingehend mit den EBITDA- und EBIT-Margen im Rahmen ihrer Prüfung und der Plausibilisierung der Planannahmen befasst. Auch mussten und durften sie berücksichtigen, dass die Sky Deutschland AG in der Vergangenheit kein positives EBIT erwirtschaften konnten – gerade angesichts dieser Historie ist es gerechtfertigt, die Planung auch als ambitioniert zu bezeichnen, wenn sich das EBIT im Laufe der fünf Jahre der Detailplanungsphase von € 35,8 Mio. auf € 365,5 Mio. etwas mehr als verzehnfachen soll. Ebenso setzten sich die Abfindungsprüfer mit der Fairness Opinion von Merrill Lynch auseinander, die ihnen vorlag. Namentlich bei ihrer Anhörung haben sie dargelegt, warum die auf dieser Basis abgegebene Einschätzung des Vorstands und des Aufsichtsrats für die Angemessenheit der Barabfindung nicht maßgeblich sein kann. Soweit das Privatgutachten von von einem nicht geänderten wirtschaftlichen Umfeld ausgeht, mag dies zwar für die gesamte Volkswirtschaft und den Markt im Allgemeinen zutreffen. Die aktuelle Situation der Gesellschaft konnten sie nicht hinreichend würdigen. Schließlich lagen der maßgeblichen Planung für den Stichtag der Hauptversammlung bereits schlechtere Zahlen aus den weiteren Quartelen des Geschäftsjahres nach der Fairness Opinion zugrunde, die in diese naturgemäß nicht einfließen konnten. Da von diese Planzahlen im Gegensatz zu den Prüfern im Detail nicht kennen konnte, vermögen die Ausführungen in seinem Privatgutachten die Ansätze der Prüfer nicht zu entkräften. Deshalb kann gerade nicht angenommen werden, die Planung sei zu pessimistisch und folglich nicht plausibel. Ebenso führten die Prüfer einen Abgleich mit EBITDA-Multiplikatoren durch, auf dessen Basis sie zu deutlichen niedrigeren Unternehmenswerten zwischen € 4,0705 Mrd. und € 5,07 Mrd. gelangten. Gerade



in diesem Zusammenhang muss beachtet werden, dass es nicht Aufgabe des Spruchverfahrens sein kann, eine plausible Planung durch eine andere Planung, die möglicherweise ebenfalls plausibel ist, zu ersetzen (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16).

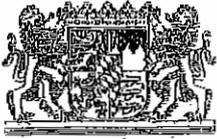
Für die Sorgfalt der Tätigkeit der Prüfer spricht neben der Auswertung der Marktstudien und der Analystenberichte aber auch, dass sie zusätzliche Analysehandlungen vorgenommen haben, in den sie insbesondere die alternativen Szenarioberechnungen entsprechend der Tabelle aufnahmen. Damit sollten die Auswirkungen möglicher anderer Ansätze im Rahmen einer Grobplanungsphase über fünf Jahre dargestellt werden. Allerdings führte auch diese Szenariobetrachtung nicht dazu, dass die Barabfindung mit einer etwas höheren Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nach der Beurteilung der Prüfer unangemessen gewesen wäre. Ebenso wenige haben sie die Ansätze der Bewertungsgutachter kritiklos übernommen, sondern andere Aspekte als möglich eingestuft. Dies gilt namentlich für die Berücksichtigung der inflationsbedingten Kursgewinnsteuer bei den Wertbeiträgen aus Thesaurierung. Allerdings konnten die Prüfer, die noch von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % ausgingen – von ihrem Ansatz mit der Maßgeblichkeit des Börsenkurses von € 6,68 aus konsequent – diese Streitfrage unentschieden lassen.

- (c) Die Erkenntnisse der Abfindungsprüfer sind auch verwertbar. Dem lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbe-



richt entsprechen nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die § 293 e Abs. 1 AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die aus Ausführungen in dem Prüfungsbericht abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde. Der Prüfungsbericht muss demgemäß auch nicht jedes Detail der vorgenommenen Prüfungshandlungen enthalten, die sie dann in der Anhörung von den beteiligten Wirtschaftsprüfern erläutert wurden. Die Anforderungen an einen verwertbaren Prüfungsbericht würden übersteigert, wenn darin jeder einzelne Analyseschritt detailgetreu dargestellt werden müsste.

- (2) Auch andere weitergehende Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind nicht geboten.
 - (a) Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht anzuordnen, weil die Voraussetzungen von § 7



Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.

(aa) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

(bb) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von _____ sowie der Abfindungsprüfer von _____ vorzulegen.



Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bunnert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen sein wird (kritisch zur h.M. Dreischer in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge



namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; LG München I; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

- (b) Den Beweisanträgen der Verfahrensbevollmächtigten der Antragsteller zu 65) bis 68) und 114) bis 116) sowie der Antragsteller zu 11) bis 13), 25) und 72) aus dem Termin vom 12.1.2017 musste nicht nachgegangen werden. Diese Unterlagen, insbesondere auch die Planung der Gesellschaft, die Grundlage der Fairness Opinion war, sind nicht entscheidungserheblich. Die Planung der Gesellschaft, die der DCF-Bewertung zugrunde lag, war nicht Gegenstand der Unternehmensbewertung zum Stichtag der Hauptversammlung. Dasselbe gilt für die Bewertung des Vorstands, die Grundlage seiner Ausführungen war, sowie das Valuation Memorandum als Grundlage der Fairness Opinion.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs in Höhe von € 6,68.

- (1) Der Ansatz eines Börsenkurses von € 6,68 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des von der Antragsgegnerin förmlich gestellten Verlangens nach § 327 a



AktG zur Übertragung der Aktien am 17.2.2015 durch die Sky Deutschland AG ist rechtlich zutreffend erfolgt und daher nicht zu beanstanden.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck;



bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

Die Drei-Monats-Frist lief somit vom 17.11.2014 bis zum 16.2.2014, dem Tag, bevor das Squeeze out-Verlangen den Kapitalmärkten bekannt gegeben wurde. Da die Hauptversammlung am 22.7.2015 stattfand, also etwas mehr als fünf Monate nach dem Ende des Referenzzeitraums, kann auch ein längerer Zeitraum, der eine Hochrechnung des Börsenkurses erforderlich machen würde, nicht angenommen werden (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von etwas mehr als fünf Monaten im üblichen Rahmen dessen, was realistischerweise – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschlie-



ßenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Ze-
eck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869,
1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

Auch wenn in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, ange-
sichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Me-
dian müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hin-
ausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrech-
nung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out,
2015 S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese
Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschrei-
tung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse ei-
ne Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Li-
teratur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten
des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des
zu bewertenden Unternehmens. Deshalb muss mit der Rechtspre-
chung und überwiegenden Literaturmeinung davon ausgegangen
werden, dass jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten keines-
falls eine Hochrechnung erforderlich machen kann. Andernfalls gin-
gen auch wieder die Vorteile, die mit der auf den Bekanntmachungs-
zeitpunkt abstellenden Referenzperiode verbunden sind, verloren
(vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 833 = Der Konzern 2011, 427,
429; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, Az. 20 W 3/09 -- zit.
nach Juris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O
16371/13; Bungert BB 2010, 2227, 2229; Bucker NZG 2010, 967,
970).

Der Referenzzeitraum kann auch nicht erst mit der Veröffentlichung
des konkretisierten Übertragungsverlangens vom 8.6.2018 enden,
weil dieser Zeitpunkt nicht maßgeblich sein kann für die Ermittlung
des Referenzzeitraums. Wesentlich ist das Kursbeeinflussungs-po-



tenzial einer Mitteilung – dieses tritt mit der Ankündigung des Squeeze out ein, auch wenn noch kein Abfindungsbetrag genannt wird.

- (2) Der Börsenkurs von € 6,68, der stets nur als Mindestwert einer angemessenen Barabfindung anzusehen ist, kann allerdings nicht zugrunde gelegt werden, weil die über den Ertragswert ermittelte Barabfindung aus den oben genannten Gründen über dem Börsenwert liegt und die Grundsätze einer Bagatellgrenze vorliegend keine Anwendung finden können.

Zwar muss im Ausgangspunkt davon ausgegangen werden, dass ein sich innerhalb gewisser Bandbreiten bewegendes Ertragswert als angemessen anzusehen ist, weil es nicht möglich ist, einen mathematisch exakten oder „baren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, nachdem dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht nur geschätzt werden kann und folglich eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 205, 210 f.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Die Grenze, innerhalb derer diese Werte noch als angemessen angesehen werden müssen, wird von der Kammer regelmäßig bei 5 % gezogen (vgl. LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; in diese Richtung auch OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376). Der Erhöhung der angemessenen Barabfindung auf € 6,77 kann entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin indes nicht entgegengehalten werden, im Vergleich zu dem im Beschluss der Hauptversammlung festgesetzten Abfindungsbetrag von € 6,77 komme es lediglich zu einer Erhöhung um etwa 1,35 %. Ausgangspunkt für die maßgebende Vergleichsrechnung muss nämlich der nach gleichen Methoden



ermittelte Ertragswert sein, der nach dem Bewertungsgutachten von und dem Prüfungsbericht unter Ansatz einer Marktriskoprämie von 5,5 % und dem Ansatz der Besteuerung inflationsbedingter Kursgewinne nach Steuern bei € 6,30 lag. Der zur Überzeugung der Kammer anzusetzende Ertragswert von € 6,77 liegt indes um etwa 7,04 % höher als der ursprünglich errechnete Wert. Den Börsenkurs, der entsprechend der soeben gemachten Ausführungen als Mindestwert zu verstehen ist, liegt folglich unter dem anzusetzenden Ertragswert, dessen ursprüngliche Ermittlung von der Kammer als nicht mehr angemessen eingestuft wird. Die Tatsache, dass auf die Relation der Ertragswerte bei dem Ansatz der Bagatellgrenze abzustellen ist, entspricht auch dem sonst zu beachtenden Grundsatz der Methodengleichheit (vgl. hierzu BayObLG BB 2003, 275, 279; OLG München AG 2007, 701, 705; OLG Karlsruhe NZG 2006, 670, 671 = AG 2006, 463, 464). Da der anzusetzende Ertragswert über dem Börsenkurs liegt, kann dieser folglich hier keine Rolle spielen und auch nicht unter Berücksichtigung einer Bagatellgrenze bei der Erhöhung herangezogen werden (vgl. LG München I, Beschluss vom 20.11.2015, Az. 5HK O 5593/14).

- b. Außerbörslich gezahlte Vorerwerbspreise sind für die Ermittlung einer Barabfindung bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme ohne Bedeutung. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit



einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Vetter AG 1999, 569, 572). Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen. Der Emissionspreis aus dem Jahr 2005 kann schon deshalb keine Rolle spielen, weil ihm jeder Bezug zum alleine maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung fehlt.



- c. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle; BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = ZNG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577 = Der Konzern 2007, 524, 525; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 a Rdn. 7). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/15; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16).
3. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf der Regelung in § 327 b Abs. 2 1. Hs AktG.
- a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister, die hier am



16.9.2015 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung ab dem 17.9.2015 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

- b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n. F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.



- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).

Infolge der Antragsrücknahme der Antragsteller zu 2), zu 35) und 113) kann sich der Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsgegnerin jedoch nicht auf diese Antragsteller beziehen. Andererseits sind diese Antragsteller auch nicht anteilig zur Kostenerstattung an die Antragsgegnerin verpflichtet. Für eine Auferlegung eines Teils der außergerichtlichen Kosten auf die Antragsteller, die ihre Anträge zurückgenommen haben, be-



steht trotz der Antragsrücknahme keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 4 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09). Abgesehen davon hat die Antragsgegnerin zugesagt keinen Kostenantrag zu stellen, weshalb diese Antragsteller auch nicht an den Gerichtskosten zu beteiligen sind.

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich auf € 0,09 je Aktie. Bei insgesamt 35.591.771 außenstehenden abfindungsberechtigten Aktien errechnet sich aus der Multiplikation dieser beiden Zahlen ein Geschäftswert von € 3.203.259,39. 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.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

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 allgemeinen Feiertag oder Sonnabend; so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.