Landgericht München I
Az.: 5HK O 6321/14

In dem Spruchverfahren

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichterin und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 10.12.2015, 20.6.2016, 6.10.2016, 11.5.2017, 22.11.2017, 23.11.2017, 6.9.2018, 22.5.2019 und 23.5.2019 am 27.11.2019 folgenden

Beschluss:

I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung und eines höheren Ausgleichs werden zurückgewiesen.

II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1) bis 18) und 21) bis 80).

III. Der Geschäftswert für das Verfahren 1. Instanz sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung des Gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre werden auf € 200.000,-- festgesetzt.

IV. Die Beschwerde wird hinsichtlich der Zurückweisung der Anträge auf Festsetzung eines höheren Ausgleichs zugelassen.

Gründe:

A.

I.

1. Die Antragsgegnerin – eine Tochtergesellschaft der zur Unternehmensgruppe – veröffentlichte am 30.7.2013 die Angebotsunterlage über ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb der Aktien der börsennotierten Kabel Deutschland Holding AG (Im Folgenden auch: die Gesellschaft) zu einem Preis von € 84,50 je Aktie. Am 12.9.2013 veröffentlichte nach Börsenschluss eine Ad hoc-Mitteilung mit folgenden Inhalt, nachdem die vorgesehene Angebotsschwelle von mindestens 75% erreicht war:

> „... Nach Abschluss des Angebots beabsichtigt mit KDH einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gemäß § 291 ff. AktG abzuschließen und dem Beschluss über die Zustimmung zu diesem Vertrag in der Hauptversammlung zuzustimmen."

In einem Zeitraum vom 13.6.2014 bis zum 12.9.2014 belief sich der volumengewichtete Durchschnittskurs der Aktien der Gesellschaft nach Auskunft der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht auf € 84,53. Am 20.9.2013 erteilte die Europäische Kommission die Kartellfreigabe, nachdem der Präsident des Bundeskartellamtes bereits am 21.8.2013 gegenüber der Presse geäußert hatte, nach seiner Einschätzung seien keine erheblichen Wettbewerbseinschränkungen durch den Zusammenschluss zu erwarten. Am 29.12.2013 schlossen die Kabel Deutschland AG und die Antragsgegnerin einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, nach dessen Ziffer 1.1 die Kabel Deutschland Holding AG ab dem Wirksamwerden, frühestens jedoch ab dem 1.4.2014 die Leitung ihrer Gesellschaft der Antragsgegnerin unterstellte, die demgemäß berechtigt sein sollte, dem Vorstand der Kabel Deutschland Holding AG hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen zur erteilen. Nach Ziffer

2.1 dieses Vertrages verpflichtete sich die Gesellschaft, ihren gesamten nach Maßgabe der handelsrechtlichen Vorschriften ermittelten Gewinn an die Antragsgegnerin abzuführen. Andererseits vereinbarten die Parteien dieses Unternehmensvertrages in Ziffer 3.1 eine Verlustübernahme durch die Antragsgegnerin entsprechend § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung. In Ziffer 4.1 verpflichtete sich die Antragsgegnerin, den außenstehenden Aktionären der Kabel Deutschland Holding AG für die Dauer dieses Vertrages als angemessenen Ausgleich eine jährliche Barausgleichszahlung zu zahlen, die in Ziffer 4.2 für jedes volle Geschäftsjahr der Kabel Deutschland Holding AG auf € 3,77 brutto abzüglich des Betrages etwaiger Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlages nach dem jeweils für die Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatzes betragen sollte. Alternativ zu dieser Ausgleichszahlung nach Ziffer 4 des Vertrages verpflichtete sich die Antragsgegnerin in Ziffer 5.1, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Kabel Deutschland Holding AG dessen Aktien der Gesellschaft gegen eine Barabfindung in Höhe von € 84,53 je Aktie zu erwerben. Darüber hinaus enthielt der Beherrschungs-Gewinnabführungsvertrag in seiner Ziffer 5.6 folgende Regelung:

> „Endet dieser Vertrag aufgrund einer Kündigung der
> oder der Kabel Deutschland Holding AG zu einem Zeitpunkt, in dem die in Ziffer 5.2 dieses Vertrages bestimmte Frist zur Annahme der Abfindung nach Ziffer 5.1 dieses Vertrages bereits abgelaufen ist, ist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär der Kabel Deutschland Holding AG berechtigt, seine zum Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrages von ihm gehaltenen Kabel Deutschland Holding AG Aktien gegen Zahlung der in Ziffer 5.1 dieses Vertrages bestimmten Abfindung je Kabel Deutschland Holding AG Aktie an die
> zu veräußern, und die
> ist verpflichtet, die Aktien jedes außenstehenden Aktionärs auf dessen Verlangen zu erwerben. Wird die in Ziffer 5.1 dieses Vertrages bestimmte Abfindung je Kabel Deutschland Holding AG Aktie durch rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen gerichtlichen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht, wird die
> die Aktien der außenstehenden Aktionäre unter den in Satz 1 genannten Voraussetzungen gegen Zahlung des in dem Spruchverfahren oder in dem gerichtlichen Vergleich je Kabel Deutschland Holding AG Aktie festgesetzten Betrages erwerben. Das Veräußerungsrecht nach dieser Ziffer 5.6 ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrages im Handelsregister der Kabel Deutschland Holding AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. ..."

Die Hauptversammlung der über ein in 88.522.939 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je € 1,-- eingeteiltes Grundkapital von € 88.522.939,-- verfügenden Kabel Deutschland Holding AG, deren satzungsmäßiger Unternehmensgegenstand im Wesentlichen in der Beteiligung auf allen Gebieten des Fernsehens, der Telekommunikation und der Multimedia sowie in mit diesen Gebieten im Zusammenhang stehenden Serviceleistungen liegt und die auch andere Unternehmen gleicher oder verwandter Art im In- und Ausland gründen, erwerben und sich an ihnen beteiligen sowie solche Unternehmen leiten oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken darf, stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 13.2.2014 zu. Die Hauptversammlung der Antragsgegnerin vom 19.12.2013 hatte diesem Vertrag ebenfalls zugestimmt.

2. Im Vorfeld der Hauptversammlung erstattete die von der Kabel Deutschland Holding AG und der Antragsgegnerin beauftragte (im Folgenden auch: eine gutachtliche Stellungnahme über den Unternehmenswert der Kabel Deutschland Holding AG (Anlage zum Schriftsatz vom 22.4.2014, Bl. 14/15 d.A.), den sie mit € 6,7062 Mrd. veranschlagte. In Anwendung der Ertragswertmethode gingen die Bewertungsgutachter von von einer die Geschäftsjahre 2013/14 bis 2018/19 umfassenden sechsjährigen Detailplanungsphase aus, wobei für das erste Geschäftsjahr vom Forecast auf der Basis der Zahlen des zweiten Quartals dieses Geschäftsjahres ausgegangen wurde. Im Anschluss an diese Phase I leiteten die Bewertungsgutachter ab dem Geschäftsjahr 2019/20 ff. das Ergebnis der Ewigen Rente ab. Bei den Umsatzerlösen differenzierte die Planung zwischen den beiden Geschäftssegmenten TV einerseits sowie Internet & Telefonie andererseits. Zur Kapitalisierung der Überschüsse legte einen Basiszinssatz von 2,75 % vor Steuern zugrunde. In Anwendung des (Tax-) CAPM gingen die Bewertungsgutachter von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern aus und leiteten unter Heranziehung einer sich aus neun ausländischen Unternehmen zusammensetzenden Peer Group einen Risikozuschlag von 4,09 %, 4,13 %, 4,14 %, 4,12 %, 4,11 % und 4,1 % in der

Phase I sowie von 4,08 % in der Ewigen Rente ab, wobei ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,6 angenommen wurde. Für den Terminal Value setzten die Wirtschaftsprüfer von einen Wachstumsabschlag von 1 % an. Zusätzlich ermittelten sie nicht betriebsnotwendiges Vermögen in Form inaktiver Beteiligungsgesellschaften oder von Gesellschaften, die aufgrund ihrer fehlenden materiellen Bedeutung in der Planungsrechnung unberücksichtigt blieben, wofür sie einen Sonderwert von € 480.000,-- ansetzten.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 25.10.2013, Az. 5HK O 23407/13 zum gemeinsamen Vertragsprüfer bestellte die die öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige für Unternehmensbewertung hinzuziehen konnte, gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 20.12.2013 (Anlage zum Schriftsatz vom 22.4.2014, Bl. 14/15 d.A.) zu dem Ergebnis, der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vorgesehene Ausgleich in Höhe von € 3,77 brutto abzüglich eines Betrages für die von der Gesellschaft darauf entrichtete Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag sei ebenso angemessen wie die vorgesehene Abfindung in Höhe von €. 84,53 je Stückaktie der Kabel Deutschland Holding AG.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens von sowie des Prüfungsberichts wird in vollem Umfang auf die mit Schriftsatz vom 22.4.2014 übermittelten Anlagen Bezug genommen.

3. Die Eintragung des Bestehens des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen den beiden Gesellschaften erfolgte am 13.3.2014 und wurde am 14.3.2014 entsprechend § 10 HGB bekannt gemacht.

II.

Zur Begründung ihrer spätestens am 16.6.2014 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung ebenso wie der Ausgleich erhöht werden, weil deren Festsetzung unangemessen sei.

1. Dies ergebe sich bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Planannahmen.

   a. Dabei seien bereits allgemeine Planansätze und -grundsätze unzureichend gewürdigt worden. Die mangelnde Planungstreue in der Vergangenheit zeige die Ungeeignetheit des Planungssystems, zumal es zu einer Zunahme der Planabweichungen mit steigendem zeitlichem Abstand komme. Angesichts einer möglichen gezielten Einflussnahme der Antragsgegnerin mit dem Ziel einer Verfälschung zum Nachteil der Minderheitsaktionäre tauge die Planung nicht als Grundlage einer angemessenen Kompensation. Die Einspeiseeffekte hätten im Gegensatz zu der Planung von März 2013 zumindest mit einem Erwartungswert ähnlich dem Verlustvortrag einfließen müssen.

   b. Die Umsatzplanung müsse angesichts fehlender Plausibilität korrigiert werden.

      (1) Nicht nachvollziehbar seien die Abweichungen zwischen der Planung von März 2013 und der vom November 2018 angesichts der Annahme eines Umsatzrückgangs im Jahr 2017/18 von € 3,1 Mrd. auf nur mehr € 2,4 Mrd.; ein Rückgang um mehr als 22 % im Vergleich zu einer acht Monate früher erstellten Planung lasse sich nicht erklären und stehe auch in Widerspruch zur allgemeinen wirtschaftlichen Lage. Auch hätte die Planung Wachstumspotentiale im Ausland und

dabei vor allem in Osteuropa berücksichtigen müssen. Der neue Zweig der IP TV-Haushalte verspreche deutlich höhere Umsätze und Margen als andere Zweige mit mehr Wettbewerbern. Die Planung vernachlässige die Überlegung, dass die Umsätze aufgrund enger und exklusiver Bindung der Kunden in besonderer Weise ausbaufähig seien. Nicht nachvollzogen werden könne, warum der im Vergleich zu Wettbewerbern und Mobilfunkanbietern niedrigere ARPU nicht aufgeholt werden könne.

(2) Im Geschäftsbereich TV könne der Ansatz eines praktisch stagnierenden Wachstums nicht plausibel sein angesichts des im Vergleich zu Wettbewerbern hochmodernen Kabelnetzes. Auch der Rückgang des Wachstums in der Detailplanungsphase auf nur mehr 1,78 % p.a. nach 2,76 % p.a. im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse von 2010/11 bis 2012/13 könne nicht nachvollziehbar erklärt werden. Die zunehmende Verbreitung von HDTV hätte stärker bei den Umsatzerlösen einfließen müssen. Der ab 2015 vorliegende neue Standard 4k bzw. UHD mit einer vierfachen Bandbreite von HD führe zu einer nicht in die Planung eingeflossenen starken Nachfrage nach Premiumabschlüssen. Die Planung einer im Vergleich zur Vergangenheit niedrigeren Wachstumsrate der RGUs namentlich im Bereich Premium TV lasse die auch im Prüfungsbericht erwähnten Cross- bzw. Up-Selling-Chancen fehlerhaft außer Betracht. Der Hinweis auf rückläufige Zahlen der Kundenkontakte in den Call-Centern bedeute eine unzulässige Fortsetzung der Schwäche eines Vertriebskanals für die gesamte Detailplanungsphase und damit zur Planung eines zu geringen Wachstums. Das Umsatzwachstum bei Einspeiseentgelten und sonstigen Erlösen im Kabel-TV bis 2018/19 hätte angesichts der erwarteten Inflation und der bisherigen Entwicklung höher als mit 5,2 % jährlich angesetzt werden müssen. Die aus außergerichtlichen Vergleichen, die mit öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten zur Beendigung mehrerer Rechtsstreitigkeiten im Zusammenhang mit der

Wirksamkeit der Kündigung der Verträge über die Einspeisevergütung nach mehreren Revisionsurteilen des Bundesgerichtshof abgeschlossen wurden, zufließenden Umsätze hätten in der Planungsrechnung berücksichtigt werden müssen. Unklar bleibe auch, worauf der Rückgang bei den Ersteinrichtungsentgelten und dem Verkauf von Endgeräten zurückzuführen sei.

(3) Das Ausblenden des Bereichs der Geschäftskunden erfolge fehlerhaft angesichts der noch in der Planung vom März 2013 vorgenommenen Berücksichtigung dieses Segments. Fehlerhaft lasse die Planung auch die Attraktivität dieses Bereichs angesichts der Analyse anderer europäischer Kabelunternehmen außer Betracht. Das noch im Jahr 2015 publizierte Angebot der Gesellschaft zeige ebenso wie eine Aussage auf der Hauptversammlung vom 28.10.2015, es gebe ein Geschäftskundensegment für kleine Unternehmen wie Selbstständige und Freiberufler mit einem an das B2C-Produkt angelehnte Produkt; die Gesellschaft bewege sich in diesem Segment, weshalb es auch berücksichtigt werden müsse.

(4) Den Planansätzen im Bereich Internet & Telefonie fehle die Plausibilität, weil das Potential der Gesellschaft unterschätzt werde, nachdem nicht ersichtlich sei, warum es zu einem Verlust von Marktanteilen an die Deutsche Telekom AG kommen solle und weil sich die Gesellschaft auch in der Vergangenheit dem Wettbewerbsdruck durch innovative Produkte und eine effiziente Vertriebsstrategie habe entziehen können. Die Planung unterschätze die Überlegenheit der Technologie der Kabel Deutschland Holding AG gegenüber den ADSL- und VDSL-Produkten der Deutschen Telekom AG bei der angebotenen Geschwindigkeit wie auch beim Preis-Leistungs-Verhältnis. Ebenso hätte die Internetpenetration angesichts des Aufholens des Vorsprungs der Unitymedia Kabel BW bei rückkanalfähig ausgebauten Haushalten stärker einfließen müssen. Weiterhin ver-

nachlässige die Planung den Anstieg der Kabelprodukte auf 43 %, was ein größeres Wachstum als im Bewertungsgutachten unterstellt bedeute. Im Geschäftsjahr 2018/19 müsse eine Steigerung der Internetpenetration auf 55 % mit einer Erhöhung der Internet-RGU um 500.000 und einer Umsatzsteigerung um € 100 Mio. unterstellt werden.

(5) Die stabil geplanten Mobilfunknutzerzahlen seien nicht plausibel, weil zumindest das untere Niveau einer Benchmark auf Basis des bestehenden Brand Resale-Vertrages mit Telefónica O_2 im Wege der Fortführung des Mobilfunkgeschäfts mit als Vertragspartner erreicht werden könne. Der stabile Ansatz eines ARPU von € 1,3 beim Mobilfunk übersehe, dass nicht davon ausgegangen werden könne, ein Großteil der aktiven SIM-Karten werde nicht genutzt. Es müsse davon ausgegangen werden, bei der Entwicklung des ARPU werde jedenfalls ein dem derzeitigen Einsteigerpaket von € 5,64 entsprechender Wert im Geschäftsjahr 2018/19 und damit ein Umsatzpotential von zusätzlich € 25 Mio. erwirtschaftet. Die Planung blende fehlerhaft neue Entwicklungen wie WLAN, Video on Demand oder Triple-Play mit TV, Internet & Telefonie aus. Der Beitritt der Kabel Deutschland Holding AG zur RDK-Gemeinschaft im Februar 2014 mit dem Erwerb einer Lizenz belege, dass mit dieser Technologie die Voraussetzung für die weitere Entwicklung von neuen Videodiensten entstehe, weshalb dies hätte stärker in die Planzahlen einfließen müssen.

c. Korrekturbedarf bestehe angesichts ihrer fehlenden Plausibilität ebenso für die Aufwandsplanung.

(1) Da das Investitionsprogramm „Alpha" eine Reduktion der Miet- und Leasingkosten beabsichtigt habe und ein nicht stimmiges Verhältnis zum Anstieg der Nutzerzahlen bestehe, fehle den Annahmen im Zu-

sammenhang mit dem Materialaufwand und bezogenen Leistungen die Plausibilität. Der Ansatz für Service Level Agreements Miete und Leasing sei zu hoch angesetzt, weil dem mehr als halbierten Wachstum der Breitbandkundenbasis ein mehr als verdoppeltes Wachstum der Miet- und Leasingkosten gegenüberstehe. Außerdem reduziere sich der Leasingpreis pro Bandbreite mit der steigenden Nachfrage nach höheren Bandbreiten massiv; aus den ersten Datenpunkten vom 19.5.2014 bestätige sich ein stärkerer Rückgang im Vergleich zur Planung. Die Programmaufwendungen je Premium-TV RGU hätten mit € 42,50 fortgeführt werden müssen, nachdem sich ein Anstieg bis auf € 50,70 am Ende der Phase I nur bei einem substantiellen Anstieg des HD-ARPU rechtfertigen lasse, was aber nicht ersichtlich sei. Der deutliche Anstieg der Digitalen Videorecorder hätte wegen des Fehlens eines Lieferverhältnisses zu einer Sendeanstalt nicht einfließen dürfen; ein Anstieg des Anteils des RGU für diesen Bereich führe zu einem absinkenden durchschnittlichen Aufwand für Programminhalte pro Premium-TV RGU.

(2) Nicht nachvollziehbar und daher korrekturbedürftig stelle sich der Ansatz der Personalkosten dar, weil sich ein jährlicher Anstieg um 4,8 % angesichts der geringen, nicht auf personalintensiven, veränderten Paketangeboten beruhenden Umsatzsteigerung keinesfalls begründen lasse. Aufgrund ausgeprägter Skaleneffekte dürfe die Personalaufwandsquote maximal durchschnittlich sein und nicht am oberen Rand der Benchmark liegen. Angesichts der Größe der Gesellschaft seien Skaleneffekte in stärkerem Umfang zu erwarten, nachdem eine deutlich höhere Durchdringung der eigenen Kundenumsätze mit Internet-Dienstleistungen zu höheren Umsätzen pro Kunde führe. Zudem bestehe ein Widerspruch zwischen einem Anstieg der Personalkosten um insgesamt 33 % in Phase I zu Personalkosteneinsparungen in den Bereichen der Call-Center, der

Zentralfunktionen, der Zulieferung und des Marketing sowie der gemeinsamen Rechtsberatung.

(3) Der Ansatz zu den sonstigen Aufwendungen mit 2,9 % sei überdurchschnittlich hoch und folglich willkürlich. Unklar bleibe die Herkunft von € 36 Mio. im Geschäftsjahr 2013/14.

d. Bei den Planansätzen zu Investitionen bzw. Abschreibungen in der Detailplanungsphase dürfe der Betrag der Abschreibungen im Planungszeitraum nicht mehr als € 400 Mio. wie in den Vorjahren betragen. Korrekturbedarf bestehe auch angesichts der Verwendung der Investitionen aus dem Programm vom April 2012 in Höhe von € 190 Mio. und € 226 Mio. in den beiden ersten Geschäftsjahren bei einem restlichen Volumen von € 116 Mio. Fraglich sei, ob Abschreibungen bei der Kabel Deutschland Holding AG als regelmäßig ausschüttbarer bzw. frei verwendbarer Cashflow anzusehen seien. Die Investitionsquote von 24,2 % sei signifikant überhöht angesichts des durchschnittlichen Niveaus vergleichbarer Kabelanbieter; der Wert von 19,4 % im Geschäftsjahr 2018/19 müsse angesichts des Vergleichs mit der Planung vom März 2013 deutlich reduziert werden. Die Größe der Gesellschaft zeige, dass gerade bei Kundenendgeräten oder den Kosten für technische Installationen deutlich höheres Einsparpotential bestehe, weshalb die Investitionsquote überhöht sei. Nach dem Ende des Investitionsprogramms „Alpha" müsse die Investitionsquote deutlich stärker sinken als prognostiziert, weil dieses Programm sowohl zu gesteigertem Umsatzwachstum als auch einem langsameren Wachstum der Investitionen führen solle.

e. Die Planung des Finanzergebnisses wie auch der Unternehmenssteuern müsse aufgrund fehlender Plausibilität angepasst werden.

(1) Unklar bleibe die Ermittlung der angesetzten Zinssätze beim Finanzergebnis, die Berücksichtigung der Auswirkungen der Zinsschranke sowie die Höhe des Finanzbedarfs samt dessen Ermittlung.

(2) Der herangezogene Körperschaftsteuersatz von 15,83 % sowie des Gewerbesteuersatzes von 13,65 % könne nicht nachvollzogen werden. Als Erwartungswert des Verlustvortrages hätten 100 % angesetzt werden müssen.

f. Die Planung lasse bei den Synergien zu Unrecht den Anschluss der eigenen Basisstationen der Muttergesellschaft an das HFC-Netzwerk der Gesellschaft außer Betracht. Eine ebenfalls zu berücksichtigende Synergie resultiere daraus, dass die Gesellschaft in der Lage sei, die Festanbindung als „Managed Services" anzubieten, was auch ohne den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu realisieren gewesen wäre. Dies gelte auch für den Zusammenschluss der Backbones der Kabel Deutschland Holding AG und von nachdem die Kabel Deutschland Holding AG Backbone-Services auch von Drittanbietern beziehe. Die Planung unterlasse fehlerhaft die Einbeziehung der Synergien aus der Schließung von -Hauptverteilern, weil eine Migration aktueller -Kunden zu Kabel Deutschland ohnehin stattfinde und sich dieser Trend verstärken werde. Im Personalbereich hätten Synergien einfließen müssen, weil in Bereichen wie zentrale Funktionen, Marketing und Vertrieb, Netzbetrieb sowie bei den HVT-bezogenen Vollzeitmitarbeitern die Realisierung der Verbundeffekte einen Unternehmensvertrag nicht voraussetze. Der Bereich Einkauf könne Synergien im Umfang von € 31 Mio. und nicht nur von € 14 Mio. pro Jahr erwirtschaften. Auch werde übersehen, dass die Erbringung von IT-Dienstleistungen regelmäßig auf Drittanbieter ausgelagert werde und deren Hebung daher auch ohne vertragliche Grundlage erfolgen könne. Der Ansatz einer individuellen Migration von DSL-Kunden von erscheine plausibler, weil dies für die Kabel Deutschland Holding AG nicht nachteilig sei und für eine höhere

Gewinnausschüttung auch ohne Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zur Folge habe. Fehlerhaft werde davon ausgegangen, Umsatzpotentiale durch die Einführung von Quad-Play-Produkten aus TV, Internet, Telefonie und Mobilfunk als Bündel in einem Angebot seien nur durch vollkommene Integration der Kabel Deutschland Holding AG in die -Gruppe zu realisieren. Das hohe Interesse anderer Kabelbetreiber an Geschäftskunden zeige, dass für die Gesellschaft Umsatzsynergien zu heben seien, in jedem Fall aber ein Anspruch auf Nachteilsausgleich bestehe. Aus der Bezifferung der Synergien durch selbst in Höhe von € 4,5 Mrd. ergebe sich bereits der deutlich zu niedrige Ansatz. Die Planung berücksichtige zudem zu wenig die Zusammenarbeit im Mobilfunkbereich, die schon lange vor dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geplant gewesen sei. Auch müsse hinterfragt werden, ob in die Planung nicht ausschließlich negative Synergien eingeflossen seien.

g. Korrekturbedarf bestehe auch bei den Annahmen zur Thesaurierung und Ausschüttung, weil in der Ewigen Rente die Quote auf das in der Vergangenheit im Durchschnitt feststellbare Ausschüttungsverhalten zurückzuführen sei. Ebenso müsse von einer Steuerfreiheit der thesaurierten Gewinne ausgegangen werden, weil die typisierende Betrachtung dem Gesetzeswortlaut von § 52 a Abs. 10 Satz 1 EStG widerspreche, wenn fingiert werde, alle Antragsteller hätten ihre Aktien erst nach dem 31.12.2008 erworben.

h. Die Ansätze für die Ewige Rente seien fehlerhaft erfolgt.

(1) Am Ende der Detailplanungsphase könne noch nicht von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden angesichts eines Umsatzwachstums im Bereich Telefonie & Internet von 7 % im Geschäftsjahr 2018/19. Die Notwendigkeit einer längeren Konvergenzphase resultiere daneben auch aus der modelltechnisch um eine Periode verzögerte Anpassung des Working Capital an die Umsatz-

wachstumsrate sowie der Marktstellung entsprechend der Studie „German Entertainment and Media Outlook 2013 - 2017". Die Internetpenetration von 54,6 % der Gesamtkunden und ein Marktanteil von 43 % im Geschäftsjahr 2018/19 würden zusammen mit dem nachhaltigen Wettbewerbsvorteil der Gesellschaft auf ein hohes Wachstumspotential auch noch in den Jahren nach 2018/19 hinweisen, weshalb ein Ausschluss mengenbedingten Wachstums nicht nachvollziehbar sei und ein Gleichgewichtszustand nicht angenommen werden könne. Ein überdurchschnittliches Wachstumspotential ergebe sich auch in den Bereichen Geschäftskunden und Mobilfunk mit einem Wachstum von 6,5 % am Ende der Detailplanungsphase und einer immer noch geringen Penetrationsrate von Mobilfunkkunden als Anteil der direkten „Basic-Kable"-Kunden.

(2) Im Terminal Value müsse eine inkrementelle EBITDA-Marge von 66 % anstelle des Werts von 60 % aus dem Gutachten angesetzt werden. Anstelle einer linearen Trendfortschreibung im Bereich Telefonie & Internet hätte eine solche auf Basis eines das langsame Ausklingen der Wachstumsraten besser darstellenden logarithmischen Trends erfolgen müssen.

(3) Es fehle die Berücksichtigung kapitalfreisetzender Effekte in Höhe von € 17 Mio. angesichts des Ausgangspunktes eines festen Eigenkapitals und einer Zunahme der Nettoverschuldung in 2020/21 nur um 0,48% bei einem Wachstum der sonstigen Bilanzpositionen um 1 %.

(4) Die im Terminal Value angesetzte Reinvestitionsrate von 19,5 % stelle sich als deutlich überhöht dar, weil das Kabelnetz weit über die steuerliche Nutzungsdauer hinaus genutzt werde und die wesentlichen Investitionen bereits getätigt seien; daher müsse mit zunehmendem Umsatz die Abschreibungsquote deutlich sinken. Zudem

resultiere der überhöhte Ansatz aus in der Vergangenheit niedrigeren bereinigten Investitionsquoten und der Notwendigkeit, Abschreibungen auf immaterielle Güter wie Kundenstämme herauszurechnen.

2. Der Kapitalisierungszinssatz müsse in all seinen drei Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre verändert werden.

   a. Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 2,75 % vor Steuern widerspreche den aktuell zum Stichtag der Hauptversammlung zu beobachtenden deutlich niedrigeren Zinssätzen von Bundesanleihen mit langen Laufzeiten. Eine Aufrundung von etwa 2,7 % auf 2,75 % vor Steuern sei unzulässig. Auch könne nicht von einer Risikofreiheit der Bundesanleihen angesichts einer auf über 82 % gestiegenen Verschuldung der Bundesrepublik Deutschland sowie der Entwicklung in den PIIGS-Staaten ausgegangen werden.

   b. Ebenso müsse der Risikozuschlag – sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe – reduziert werden. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-) CAPM stelle sich als wenig geeignet dar und sei gegenüber anderen Methoden nicht überlegen. Im Falle seiner Anwendung müsse aber das geometrische anstelle des arithmetischen Mittels herangezogen werden. Die auf Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 - 6 % angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern lasse sich keinesfalls rechtfertigen, weil dies auch nicht mit einer Fortdauer der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründet werden könne. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den unternehmenseigenen Beta-Faktor der Gesellschaft abgeleitet werden und nicht aus einer ohnehin fehlerhaft zusammengesetzten Peer Group. Namentlich die US-amerikanischen Unternehmen hätten nicht in diese aufgenommen werden dürfen angesichts der unterschiedlichen Wettbewerbsstruktur und anderer regulatorischer Bedingungen sowie des deutlich schlechteren Fremdkapitalratings dieser Unternehmen. Auch wäre ei-

ne Erweiterung der Peer Group um in Deutschland ansässige Wettbewerber wie die Deutsche Telekom AG, Telefónica O_2, United Internet AG oder Sky Deutschland AG geboten gewesen.

c. Demgegenüber müsse es beim Wachstumsabschlag zwingend zu einer Erhöhung kommen, weil die Annahme der Unmöglichkeit der Kompensation der langfristigen Inflationserwartungen in Widerspruch zur positiven Entwicklung des ARPU im Bereich des Terminal Value, zur geplanten Erhöhung der ARPU für Internet & Telefonie sowie den erwarteten Gewinn von Marktanteilen im Internet und dem Umsatzpotential bei Geschäftskunden stehe. Angesichts der hohen Thesaurierung sowie des starken Wachstums in der Vergangenheit und der Detailplanungsphase müsse der Wachstumsabschlag deutlich über 1 % liegen. Die Notwendigkeit seiner Erhöhung resultiere zudem aus den Erwartungen der Analysten für europäische Vergleichsunternehmen mit einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1 % und der Annahme eines Wachstumsabschlags von 1,5 % noch in der Planung vom März 2013. Der angenommene Wachstumsabschlag vernachlässige die sich aus der technischen Überlegenheit im Wettbewerb ergebenden Vorteile, das hohe Potential zur weiteren Marktdurchdringung vor allem im Bereich des Internet sowie die monopolartige Stellung mit geringer Wechselbereitschaft der Kunden. Auch werde es nach Jahren von Preiskämpfen längerfristig zu einer Phase mit Preiserhöhungen kommen. Ein unterhalb der Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag führe zu einem realen Schrumpfen der Gesellschaft.

3. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei bei den Sonderwerten für die inaktiven Beteiligungsgesellschaften zu niedrig angesetzt. Angesichts einer im Jahresabschluss zum 31.3.2013 ausgewiesenen Liquidität von rund € 600 Mio. und einem als Zahlungsmittel ausgewiesenen Betrag von lediglich € 28,3 Mio. im Konzernabschluss zum 31.3.2011 müsse ein ganz erheblicher Teil der Liquidität als nicht betriebsnotwendig eingestuft werden. Zudem hätte der Wert der Marke „Kabel Deutschland" als Sonderwert einfließen müssen.

4. a. Die Unangemessenheit der Barabfindung resultiere weiterhin aus einem fehlerhaften Ansatz des Börsenkurses, weil für die Berechnung des gewichteten Durchschnittskurses auf die am 20.9.2013 erfolgte kartellrechtliche Genehmigung der Übernahme abgestellt werden müsse. Ein Teil der Antragsteller verweist auf die Notiz der Valoren seit der außerordentlichen Hauptversammlung mit Werten deutlich oberhalb der Barabfindungsofferte. Zudem wird geltend gemacht, der Zeitraum zwischen der Ankündigung und der Hauptversammlung sei bereits ein längerer Zeitraum, der eine Hochrechnung erforderlich mache.

   b. Vereinzelt berufen sich Antragsteller darauf, der Rekonstruktionswert der Gesellschaft hätte ermittelt werden müssen, nachdem dieser über dem Ertragswert liegen könne.

   c. Eine höhere Barabfindung resultiere zudem aus der Notwendigkeit der Berücksichtigung der Vorgaben aus von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen.

5. Die im Vertrag festgesetzte Ausgleichszahlung von € 3,77 brutto sei unangemessen. Neben dem zu niedrig angesetzten Ertragswert ergebe sich die Notwendigkeit der Erhöhung des Ausgleichs aus der fehlerhaften Bildung des Verrentungszinssatzes von 3,75 %. Dieser müsse aus einem risikoadjustierten Wert aus der Summe von Basiszinssatz und hälftigem Risikozuschlag entsprechend den in der Rechtsprechung vorherrschenden Grundsätzen abgeleitet werden.

III.

Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, wobei dies zum Teil bereits in Folge ihrer Unzulässigkeit, in jedem Fall aber wegen der

Angemessenheit der festgesetzten Kompensationsleistungen und damit wegen fehlender Begründetheit erfolgen müsse.

Die Unzulässigkeit ergebe sich bezüglich der Antragsteller zu 44), zu 47) bis 49), zu 56), zu 57), zu 59) bis 61), zu 63) bis 68) und zu 71) bis 78) bereits aus der Versäumung der am 16.6.2019 endenden Antragsfrist. Die Antragsteller zu 34), zu 35), zu 39), zu 40), zu 43), zu 56), zu 57) sowie zu 59) bis 61) hätten innerhalb der Frist keine konkreten Einwendungen in Bezug auf die Angemessenheit der Kompensation bzw. den deren Grundlage bildenden Unternehmenswert erhoben. Bei den Anträgen der Antragsteller zu 69) und 70) fehle die Unterschrift, was ein zwingendes Wirksamkeitserfordernis sei. Kein Nachweis der Antragsberechtigung sei von den Antragstellern zu 7), zu 13), zu 24) bis 30), zu 32) bis 34), zu 52), zu 53), zu 67), zu 68), zu 71) bis 75) und zu 79) erbracht worden. Die von den Antragstellern zu 32) und 33) eingereichte Depotbescheinigung beziehe sich auf eine falsche Person. Der Antrag der Antragsteller zu 26), zu 27) und 29) sei wegen eines Vertretungsmangels unzulässig.

In jedem Fall aber ergebe sich die Unbegründetheit der Anträge angesichts der zutreffend erfolgten Ermittlung der angemessenen Barabfindung und des angemessenen Ausgleichs.

1. Die Planannahmen der Gesellschaft seien durchweg plausibel und demzufolge auch nicht korrekturbedürftig.

   a. Die Planung verstoße nicht gegen allgemeine Grundsätze der Bewertungsmethodik. Sachgerecht erfolgt sei die Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse bezüglich der Umsatzerlöse aus der Einspeisung der Signale der öffentlich-rechtlichen Sendeanstalten, weil diese angesichts zweier Entscheidungen der Oberlandesgerichte Stuttgart und München nicht mehr berücksichtigungsfähig seien und es keine Rechtsgrundlage mehr für weitere Umsatzerlöse in der Zukunft gäbe. Aus einer umfangreichen Analyse der Planungstreue durch die Bewertungsgutachter ergebe sich, dass das jeweils erste Planjahr der jeweiligen Planung sehr nahe an den tatsächlich erzielten Ergebnissen mit Abweichungen zwischen ledig-

lich 0,2 % und minus 3,1 % beim Umsatz sowie 0,3 % und minus 3,7 % beim adjustierten EBITDA liege. In weiter entfernten Planjahren werde der geplante Ansatz beim Umsatz und dem EBITDA deutlich stärker verfehlt, wofür es aber sachliche Gründe gebe. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planung entstamme dem regulären Planungsprozess der Kabel Deutschland Holding AG, der lediglich zeitlich vorgezogen worden sei, um aktuelle Entwicklungen berücksichtigen zu können. Die maßgebliche November-Planung beinhalte bereits Eckwerte für das Budget 2014/15 und reflektiere strukturelle Veränderungen wie die Folgen des Wegfalls der Grundverschlüsselung, was zu Abweichungen von der März-Planung führe.

b. Das geplante Umsatzwachstum müsse nicht korrigiert werden.

(1) Der durchschnittliche Anstieg der Umsatzerlöse im TV-Bereich beruhe vor allem auf den Premium TV-Diensten. Allerdings müsse entsprechend den Ausführungen im Bewertungsgutachten beachtet werden, dass die im Durchschnitt geplanten jährlichen Wachstumsraten niedriger seien als in den letzten Vergangenheitsjahren, was auf dem Rückgang der Kundenkontakte nach Wegfall der Grundverschlüsselung des SD-Signals, der sich verschlechternden Quantität und Qualität der verbliebenen potentiellen Kundenbasis sowie des deutlich verschärften Wettbewerbs im Premium TV-Markt z.B. durch IP TV, Video-Streaming-Dienste wie Maxdome, Netflix oder Watchever sowie die City Carrier beruhe. Angesichts dessen müsse das durchschnittliche jährliche Wachstum von 9,2 % für die RGUs des Premium TV-Produktes als für den Geschäftsbereich TV ambitioniert eingestuft werden, zumal es oberhalb der Marktprognose für den gesamten deutschen Pay TV-Markt von 6,6 % liege. Inwieweit 4k-Sender tatsächlich Umsatzeffekte brächten, sei höchst ungewiss. Als Netzbetreiber könne die Gesellschaft keinen Umsatz im Bereich IP TV generieren. Eine Expansion ins Ausland müsse angesichts der

damit verbundenen Notwendigkeit des Erwerbs eines Kabelnetzes nicht in die Planung einbezogen werden, weil dies in den Überlegungen des Vorstandes keine Rolle gespielt habe; zur Gewährleistung eines möglichst effizienten Einsatzes der eigenen Ressourcen lege der Vorstand seinen Fokus auf die Hebung von Wachstumspotentialen im deutschen Markt. In die Planung eingeflossen seien auch neue Entwicklungen wie WLAN, Video on Demand und Triple-Play – bei diesem Produkt seien die jeweiligen Umsatz- und EBITDA-Potentiale in den separaten Planungen der Geschäftsbereiche TV sowie Internet & Telefonie abgebildet. Das Video on Demand-Geschäft sei Teil der sonstigen Erlöse im Geschäftsbereich TV. Im Geschäftsjahr 2013/14 erkläre sich der Rückgang bei den Ersteinrichtungsentgelten und dem Verkauf von Endgeräten mit dem Wegfall der Grundverschlüsselung der Digitalprogramme in SD-Qualität und der Verschiebung der Umsätze in den Bereich Internet & Telefonie.

(2) Die Mittelfristplanung der Gesellschaft erfasse das Geschäft mit Geschäftskunden nicht mehr, weil ein Markteintritt in dieses Segment für die Kabel Deutschland Holding AG auf Stand alone-Basis nicht rentabel sei. Bei auf der Homepage der Gesellschaft beworbenen Business-Produkten handele es sich um leicht modifizierte Privatkundenangebote für Freiberufler, Selbstständige und kleine Unternehmen, die die Gesellschaft mit den bestehenden Systemen und Ressourcen anbieten könne und daher nicht separat ermittelt würden.

(3) Bei den Umsatzerlösen im Bereich Internet & Telefonie gehe die Gesellschaft bei leicht steigend geplanten Preisen von einer nahezu Verdoppelung der Umsatzerlöse von € 638 Mio. im Geschäftsjahr 2012/13 auf € 1,27 Mrd. im Geschäftsjahr 2018/19 aus, auch wenn man mit einer sich leicht abschwächenden Dynamik rechne. Da die

Zahl der Haushalte mit rückkanalfähiger Struktur im Geschäftsjahr 2014/15 auf knapp 94 % der anschließbaren Wohneinheiten gesteigert werde, erwarte die Gesellschaft nur mehr geringe Steigerungsraten. Zudem rechne sie mit einer absolut steigenden Zahl von Kündigungen. Das Wachstumspotential der Kabel Deutschland Holding AG werde in der Planung sachgerecht abgebildet.

c. Die Aufwandsplanung müsse nicht korrigiert werden.

(1) Die Materialaufwandsquote des Jahres 2013/14 sei durch einen Sondereffekt in Höhe von € 9,5 Mio. in Folge einer Einigung mit der Deutschen Telekom AG über Altstreitfälle im Bereich der Service Level Agreements geprägt – bereinigt betrage die Materialaufwandsquote in diesem Geschäftsjahr 26,6 %. Der Anstieg der Miet- und Leasingkosten um durchschnittlich 2,8 % p.a. beruhe auf zu erwartenden höheren Mietzahlungen für Glasfaserleitungen. Wesentlicher Treiber der Mietzahlungen neben den wachsenden Nutzerzahlen im Bereich Internet & Telefonie sei der massiv steigende durchschnittliche Bandbreitenbedarf der gesamten Kundenbasis um durchschnittlich 19,5 % pro Jahr. Ohne das Investitionsprogramm wäre ein hoher Anstieg der Miet- und Leasingkosten zu erwarten gewesen. Der Anstieg der Aufwendungen für Programminhalte falle prozentual stärker aus als der Anstieg der Premium TV-RGUs.

(2) Nicht korrigiert werden müsse der Ansatz der Personalkosten, bei dem die Kabel Deutschland Holding AG in den kommenden Jahren weitere Skaleneffekte erwarte, weshalb die Personalaufwandsquote nach einem temporären Anstieg auf 11,2 % im Forecast 2013/14 kontinuierlich auf 10,3 % im letzten Planjahr zurückgehen werde. In den wachstumsstarken, aber zunehmend wettbewerbsintensiven Bereichen Premium-TV sowie Internet & Telefonie benötige man eine schlagkräftige Vertriebsmannschaft.

(3) Die sonstigen Aufwendungen seien in ihrer Entwicklung ableitbar auf Basis einer detaillierten bottom up-Planung erfolgt. Der Anstieg falle dabei mit durchschnittlich 2,9 % pro Jahr im Vergleich zu den Umsatzerlösen unterproportional aus, weshalb eine erhebliche Effizienzsteigerung eingeplant sei. Von den Aufwendungen von € 36 Mio. im Geschäftsjahr 2013/14 seien € 7 Mio. im Zusammenhang mit der SEPA-Einführung entstanden; der Rest stehe im Zusammenhang mit Beratungsleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme durch und sei vertragsgemäß von der Kabel Deutschland Holding AG zu tragen.

d. Nicht überhöht angesetzt seien die Planannahmen zu den Abschreibungen. Aufgrund höherer Investitionen in Folge des Projekts „Alpha" müsse es zwangsläufig zu höheren Abschreibungen kommen, was auch über die Nutzungsdauer so bleibe. Fehlerhaft sei die Annahme, infolge der höheren Abschreibungen komme es zu einem niedrigeren Ergebnis – die Zahlungswirksamkeit ergebe sich über den Steuereffekt, der zu einem höheren Unternehmenswert führe. Bei einem Anteil der absatzmengenabhängigen Investitionen von 2/3 des Gesamtvolumens komme es als Folge steigender Umsatzerlösen auch zu einer Zunahme der Investitionen. Aus dem Vergleich mit anderen Unternehmen lasse sich die mangelnde Plausibilität der Abschreibungsplanung angesichts der Unterschiede zwischen den Unternehmen nicht begründen.

e. Die Ableitung des Finanzergebnisses durch könne ebenso wenig beanstandet werden wie die Ermittlung der Unternehmenssteuern.

(1) Das Zinsergebnis beruhe auf den Finanzierungsannahmen der Gesellschaft und erfasse die sukzessive Verbesserung der Finanzierungskonditionen in Phase I nach Abschluss der Übernahme durch

(2) Nicht zu beanstanden sei die unter Ansatz der nominalen Steuersätze für Körperschaftsteuer von 15,83 % bzw. von 13,65 % für die Gewerbesteuer erfolgte Planung der Unternehmenssteuern, die auch die Auswirkungen der Anwendung der Zinsschranke berücksichtige. Ungeachtet des erwarteten Untergangs der Verlustvorträge in voller Höhe als Folge des schädlichen Eigentumswechsels habe das Bewertungsgutachten von die bestehenden Verlustvorträge zu Gunsten der Minderheitsaktionäre mit einem Erwartungswert von 50 % angesetzt.

f. Unzutreffend sei die Annahme seitens der Antragsteller über einen fehlerhaften Ansatz der Synergien, wobei im Rahmen der Ertragswertermittlung nur unechte Synergien berücksichtigungsfähig seien. Das Argument, auf der Grundlage eines faktischen Konzernverhältnisses könne die Kabel Deutschland Holding AG weitere Synergien über unechte hinausheben, übersehe die bestehenden Grenzen und Beschränkungen im faktischen Konzern, aufgrund derer eine weitreichende Integration und die damit verbundene Hebung weiterer Synergien ohne das Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nicht in Betracht komme. Ohne diesen Vertrag würden die beiden Gesellschaften in einzelnen Geschäftsfeldern wie dem Breitbandgeschäft als Wettbewerber agieren, weshalb beispielsweise die Gesellschaft nicht zur Öffnung ihrer Kabelinfrastruktur für den Wettbewerber bereit wäre; ebenso wenig wäre zur Migration seiner (V)DSL-Breitbandkunden auf das Netzwerk der Kabel Deutschland Holding AG bereit. Durch die Festanbindung von Mobilfunktürmen komme es allein bei zu Synergien. Ein Zusammenschluss nationaler und regionaler Backbones als Rückgrat der Netzinfrastruktur der Kabel Deutschland Holding AG komme nur auf Grundlage einer rechtlichen Absicherung durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag in Frage. Kostensynergien aus der Schließung von Hauptverteilern seien nur bei einer Migration von DSL-Kunden zu einem Kabelbreitbandanschluss der Gesellschaft denkbar, was

fone nicht zulassen werde. Daher könne es auch keine Kostensynergien beim Personal geben; auch hier müsse es einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag als Voraussetzung geben. Die Planungsrechnung berücksichtige die Einkaufsynergien von € 14 Mio. jährlich sachgerecht, wobei im ersten Planjahr mit einer Hebung von 50 % gerechnet werde. Aus der Migration von DSL-Kunden von auf das Netz der Kabel Deutschland Holding AG lasse sich ein Vorteil erst nach Abschluss eines Unternehmensvertrages realisieren, wobei es abwegig sei anzunehmen, werde den Wechsel eigener Kunden ohne Unternehmensvertrag aktiv fördern. Auch Umsatzsynergien aus einem Produktbündel von vier Produkten würden einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag voraussetzen. Umsatzsynergien aus Geschäftskundenprodukten seien bei der Kabel Deutschland Holding AG angesichts einer Vereinbarung im Business Combination Agreement, die Kabel Deutschland Holding AG werde künftig ausschließlich im Endkundengeschäft tätig seien, nicht zu erwarten.

g. Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses müsse nicht angepasst werden angesichts seiner sachgerechten Herleitung.

(1) Das Bewertungsgutachten unterscheide zwischen den beiden Geschäftsbereichen TV mit einem Umsatzwachstum von lediglich 1 % auf Basis des letzten Geschäftsjahres der Phase I und von 5 % im Bereich Internet & Telefonie, woraus sich dann für das Geschäftsjahr 2019/20 ein Umsatzwachstum von rund 3 % ergebe. Daher könne nicht vom Ausschluss einer Konvergenzphase ausgegangen werden. Die angesetzte inkrementelle EBITDA-Marge betrage zutreffenderweise 60 %, weil sie auf das um Sondereffekte bereinigte EBITDA gerechnet werden müsse. Die nachhaltig erwartete Investitionsquote von 19,5 % befinde sich deutlich unterhalb historischer und in der Detailplanungsphase durchschnittlich erwarteter Investitionsquoten, aber innerhalb einer Bandbreite europäischer Vergleichsunterneh-

men und lediglich 0,3 Prozentpunkte oberhalb des Investitionsniveaus des letzten Planjahres. In diese Quote seien Überlegungen zu weiteren Skaleneffekten wie auch zu regelmäßigen Sonderinvestitionsprojekten eingeflossen, weshalb eine deutlich niedrigere Quote von 18 % die zur Erzielung nachhaltigen Wachstums erforderlichen durchschnittlichen Investitionen nicht hinreichend abbilde.

h. Die Ausschüttungsquote für den Zeitraum des Terminal Value entspreche der in der Praxis zu beobachtenden Quote zwischen 40 % und 60 %. Mangels eigener Ausschüttungsplanung könne auch auf Vergleichsunternehmen abgestellt werden, bei denen die durchschnittliche Ausschüttungsquote rund 45 % betrage. Die Besteuerung der thesaurierten Gewinne lege angesichts der mit zunehmender Haltedauer abnehmenden Effektiven Steuerbelastung den hälftigen nominalen Steuersatz von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag sachgerecht zugrunde angesichts des ab 1.1.2009 geltenden steuerrechtlichen Systems der Abgeltungssteuer.

2. Die Diskontierung der erwarteten Überschüsse mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes führe angesichts dessen zutreffender Herleitung nicht zu einem zu niedrig festgesetzten Ertragswert des Unternehmens.

a. Der Basiszinssatz sei in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank sachgerecht ermittelt worden. Eine alleinige Berücksichtigung von Zinssätzen ausgewählter Laufzeiten bilde die unendliche Lebensdauer der Gesellschaft nicht adäquat ab. Eine kaufmännische Rundung auf ¼-Prozentpunkte könne vor dem Hintergrund möglicher Schätzfehler und kurzfristiger Markteinschätzungen nicht beanstandet werden. Ungeachtet der Schuldenkrise seien deutsche Staatsanleihen eine der wenigen verbliebenen sicheren Investitionsmöglichkeiten, was auch durch die Einstufungen der Rating-Agenturen mit Aaa bzw. AAA bestätigt werde.

b. Das (Tax-)CAPM eigne sich zur Ermittlung des zwingend anzusetzenden Risikozuschlags. Die Höhe der auf 5,5 % nach Steuern angesetzten Marktrisikoprämie rechtfertige sich aus dem Verlauf der Spreads zwischen Interbankenzinsen und Staatswertpapieren, bei denen es zu keiner Normalisierung an den Finanzmärkten gekommen sei, sowie empirischen Untersuchungen zur impliziten Marktrisikoprämie, aus denen sich eine höhere Unsicherheit und Risikoaversion der Investoren seit Beginn der Finanzmarktkrise ableiten lasse. Das geometrische Mittel könne nicht zur Ableitung der Marktrisikoprämie anstelle des arithmetischen Mittels mit jährlichem Wiederanlagehorizont herangezogen werden, weil dieses der bessere Schätzer sei. Die Angemessenheit des Beta-Faktors ergebe sich sowohl auf der Basis einer Peer Group wie auch des unternehmenseigenen Beta-Faktors, wobei dieser auch für die Zeit vor dem 13.2.2013 angesichts der zunehmenden Bedeutung des Bereichs Internet & Telefonie im Vergleich zum TV-Bereich nur eingeschränkt herangezogen werden dürfe. Die Peer Group sei angemessen zusammengesetzt aufgrund der Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle wie auch der Umsatzstruktur. Der Sky Deutschland AG fehle insbesondere wegen der Tätigkeit ausschließlich im Pay TV und dem Fehlen einer Kabelnetzinfrastruktur die Vergleichbarkeit. Auch bei den US-amerikanischen Unternehmen gebe es eine vergleichbare Markt- und Wettbewerbssituation, nachdem es in den USA eine duopolistische Marktstruktur mit Kabelnetzbetreibern auf der einen und Telekommunikationsunternehmen als Betreiber von Kupfer- und/oder Glasfasernetzen auf der anderen Seite gebe und es in Deutschland für die meisten Kunden eine Wahlmöglichkeit zwischen einem Kabelnetzbetreiber und DSL-Anbietern gebe. Bei der Bestimmung des Beta-Faktors könne auf den MSCI World All Countries Index und adjustierte Beta-Faktoren zurückgegriffen werden. Allerdings führe der Einsatz des raw Beta zu keinem anderen Ergebnis.

c. Der Wachstumsabschlag von 1 % bedürfe keiner Korrektur, auch wenn er unterhalb der erwarteten Inflationsrate liege, wobei dieser Umstand nicht

zu einem Schrumpfen des Unternehmens führe. Aus unternehmensspezifischen Besonderheiten ergebe sich kein Anlass zur Erhöhung des Wachstumsabschlags. Dieser dürfe sich nicht ausschließlich auf eine Phase starken Wachstums beziehen; der Preisindex für Telekommunikationsdienstleistungen falle eher, weshalb nicht auf den Verbraucherpreisindex abgestellt werden dürfe. Der Anteil der Kabelhaushalte an den Fernsehhaushalten werde sich eher rückläufig entwickeln, weshalb Wachstum nur über den Preis zu erzielen sei, wobei aber der ansteigende durchschnittliche Erlös pro Kunde im Wesentlichen auf der Erbringung zusätzlicher Leistungen im Rahmen bestehender Verträge beruhe und nichts mit der Inflation gemessen am Verbraucherpreisindex zu tun habe. Langfristig werde sich das Wachstum angesichts der Versorgung der Kunden mit Premium TV-Angeboten abflachen. Aufgrund der hohen Marktdurchdringung im Geschäftsbereich Internet & Telefonie könne kein stärkeres Wachstum in der Ewigen Rente angesetzt werden, zumal die Kabel Deutschland Holding AG keine monopolartige Stellung besitze sondern sich im Wettbewerb mit anderen Anbietern von Breitbandanschlüssen befinde. Ein rückläufiger Preistrend werde sich fortsetzen.

3. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen errechne sich aus den zutreffend angesetzten Werten der inaktiven Vorratsgesellschaften über den Buchwert der Beteiligungen bzw. eines höheren anteiligen Eigenkapitals. Bei der Gesellschaft gebe es keine nichtbetriebsnotwendige Liquidität, weil der vergleichsweise hohe Zahlungsmittelbestand zum 31.12.2011 zur Akquise der Tele Columbus GmbH gedacht gewesen sei. Nach Untersagung des Zusammenschlusses durch das Bundeskartellamt seien im Rahmen einer Refinanzierung Schulden von rund € 182 Mio. getilgt und im Oktober 2013 eine Dividende in Höhe von € 221,307 Mio. an die Aktionäre ausgeschüttet worden. Angesichts des Finanzbedarfs für das Investitionsprogramm „Alpha" mit einem Volumen von € 300 Mio. sei eine weitere Ausschüttung keine Alternative gewesen.

4. a. Der Börsenkurs von € 84,53 beruhe auf einen zutreffend ermittelten Durchschnittskurs, weil der Referenzzeitraum von drei Monaten bereits am 12.9.2013 geendet habe. Die Ad hoc-Mitteilung entspreche den Anforderungen an ihren Inhalt. Aus der noch fehlenden kartellrechtlichen Genehmigung und der noch nicht erfolgten Abwicklung des Übernahmeangebots ergebe sich keine Verschiebung des Zeitraums auf den 20.9.2013, weil es nicht auf das Vorlegen des konkreten Umsetzungsprozesses, sondern nur auf das Kursbeeinflussungspotential ankomme. Ein längerer, eine Hochrechnung erforderlich machender Zeitraum liege angesichts einer Zeitspanne von fünf Monaten nicht vor.

   b. Ein Rekonstruktionswert müsse nicht ermittelt werden, weil es diesem am Bezug zukünftigen finanziellen Überschüssen ermangele.

   c. Der Grundgedanke aus Investitionsschutzabkommen finde deshalb keine Anwendung, weil weder eine Maßnahme durch einen Vertragsstaat noch eine Enteignung vorliege.

5. Der für die Berechnung des Ausgleichs notwendige Verrentungszinssatz müsse eine vom Regelfall abweichende Risikostruktur berücksichtigen. In Folge der Pflicht der Antragsgegnerin zum Erwerb der Aktien gegen den angemessenen Abfindungsbetrag seien die außenstehenden Aktionäre vor einer Auszehrung der Gesellschaft während der Dauer des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages effektiv geschützt. Jedwedes unternehmerische Risiko könne bei der Auflösung der Gesellschaft nicht genommen werden. Daher verbleibe im Wesentlichen das Risiko des Ausfalls der Schuldnerin der Ausgleichszahlung, also der Antragsgegnerin, das in Folge der harten Patronatserklärung mit dem der verknüpft sei. Daher könne der Spread auf Basis der in Euro ausgegebenen Anleihe der
mit Kupon von 4,65 % und einer Restlaufzeit bis zum 20.1.2022 ermittelt werden, wobei die Anleihe den höchsten Spread der zum Bewertungsstichtag von

der in Euro ausgegebenen Euro-Kupon-Anleihe ausweise. Ein faktischer Zwang zur Wahl der Abfindung bestehe nicht.

IV.

1. Das Gericht hat mit Beschluss vom 29.12.2014 (Bl. 215 d.A.) zum Gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom 5.1.2015 hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Bestellung (Bl. 216 d.A.) im Bundesanzeiger veranlasst. Der Gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie, ein vorgelegter Sonderprüfungsbericht belege eine Bewertungsbandbreite zwischen € 86 und € 127 aus der vom Vorstand überarbeiteten Mittelfristplanung. Der Kapitalisierungszinssatz müsse gleichfalls zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden. Vor allem aber müsse auf den originären Beta-Faktor der Gesellschaft abgestellt werden. Der Wachstumsabschlag müsse auf 1,9 % erhöht werden.

2. In der mündlichen Verhandlung vom 10.12.2015, 20.6.2016, 6.10.2016, 11.5.2017, 22./23.11.2017, 6.9.2018 und 22./23.5.2019 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer der sowie und , , und mündlich angehört. Ferner hat das Gericht die Vertragsprüfer mit Beschlüssen vom 10.12.2015 (Bl. 868 d.A.) vom 18.12.2015 (Bl. 869/880 d.A.), vom 29.6.1016 (Bl.1021 d.A.), vom 6.10.2016 (Bl. 1079 d.A.), vom 11.5.2017 (Bl. 1194 d.A.), vom 23.11.2017 (Bl. 1279 d.A.), vom 27.11.2017 (Bl. 1281/1287 d.A.), vom 6.10.2018 (Bl. 1475 d.A.), vom 30.10.2018 (Bl. 1489/1490 d.A.) und vom 8.3.2019 (Bl. 1576/1577 d.A.) gebeten, zu weiteren Rügen ergänzend schriftlich Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen mit geänderten Parametern beim Kapitalisierungszinssatz durchzuführen. Hinsichtlich des Ergebnisses der

mündlichen und schriftlichen Anhörung der Vertragsprüfer wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 10.12.2015 (Bl. 841/868 d.A.), vom 20.6.2016 (Bl. 992/1921 d.A.), vom 6.10.2015 (Bl. 1051/1079 d.A.), vom 11.5.2017 (Bl. 1179/1195 d.A.), vom 22./23.11.2017 (Bl. 1241/1280 d.A.), vom 6.9.2018 (Bl. 1446/1476 d.A.) und vom 22./23.5.2019 (Bl. 1727/1789 d.A.) sowie die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachten und allen Verfahrensbeteiligten jeweils zugeleiteten Ergänzenden Stellungnahmen der Vertragsprüfer vom 22.3.2016 (Bl. 886 ff. d.A.), vom 15.7.2016 (Bl. 1012/1037 d.A.), vom 13.1.2017 (Bl. 1107/1122 d.A.), vom 24.7.2017 (Bl. 1204/1222 d.A.), vom 26.4.2018 (Bl. 1297/1383 d.A.), vom 8.10.2018 (Bl. 1480/1486 d.A.), vom 28.11.2018 (Bl. 1495/1504 d.A.), vom 17.4.2019 (Bl. 1628/1650 d.A.), die allen Beteiligten zugestellte Ergänzende Stellungnahme 26.6.2019 (Bl. 1796/1808 d.A.) sowie die als Anlage zu Protokoll genommenen und allen Beteiligten zugeleiteten Alternativberechnungen vom 22./23.5.2019 (Bl. 1769/1789 d.A.).

3. Die Antragstellerin zu 80) hat mit Schriftsatz vom 16.6.2014 an das Landgericht München I, dort eingegangen per Telefax am selben Tag, die Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sowie einer angemessenen Ausgleichszahlung beantragt. Die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I hat sich mit Beschluss vom 18.7.2014 (Bl. 7/10 d.A. im Verfahren 38 O 11652/14) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren auf Antrag der Antragsgegnerin an die zuständige 5. Kammer für Handelssachen verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschluss vom 24.7.2014 (Bl. 11 d.A. im Verfahren 5HK O 11652/14) – wie alle anderen unmittelbar bei dieser Kammer eingegangenen Verfahren auch – zu diesen führenden Verfahren hinzuverbunden.

4. Die Antragsteller zu 19) und zu 20) haben mit Schriftsätzen jeweils vom 22.2.2015 (Bl. 338 und 339 d.A.) ihren jeweiligen Antrag zurückgenommen.

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet und daher zurückzuweisen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 1, Satz 2 SpruchG, weil sie nicht nur dargelegt, sondern – soweit dies nicht von der Antragsgegnerin nicht von vornherein nicht bestritten oder im Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt worden ist – auch bewiesen haben, dass sie im Zeitpunkt der Antragstellung, also des Eingangs des Antrags beim Landgericht München I, Aktionäre der Kabel Deutschland Holding waren.

   a. Die Antragsteller zu 7), zu 13), zu 24) bis 30), zu 32) bis 34), zu 52), zu 53), zu 67), zu 68), zu 71) bis 75) und zu 79) haben Bankbescheinigungen ihrer depotführenden Kreditinstitute vorgelegt, aus denen sich jeweils ergibt, dass sie am Tag des Eingang ihrer Anträge beim Landgericht München I Aktionäre der Gesellschaft waren. Aufgrund der vorgelegten Aktionärsbescheinigungen hat die Kammer keinen vernünftigen Anlass für Erwägungen dahingehend, dass die Antragsteller zwischen dem Ausstellen der Bescheinigung und dem Eingang des Antrags bei Gericht ihre Aktien veräußert haben könnten, auch wenn die Bescheinigung vom Tag des Eingangs datiert. Die Antragsgegnerin hat keinerlei konkrete Anhaltspunkte für derartige Handlungen vorgetragen. Eine Erklärung dergestalt, dass wenigstens eine Aktie bis zum Abschluss des Verfahrens gehalten würde, kann dabei nicht verlangt werden. Dies ergibt sich neben dem Wortlaut auch aus dem Wesen des Spruchverfahrens als streitiges Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, so dass die Abtretung der Aktien in entspre-

chender Anwendung von § 265 Abs. 2 Satz 1 ZPO keinen Einfluss auf das Verfahren hat, weshalb der Veräußerer nach seiner Antragstellung das Verfahren fortführen kann. Anderenfalls könnte es bei einem Verlust der Antragsbefugnis im Falle der Veräußerung der Aktien faktisch zu einem Ausschluss der Handelbarkeit kommen, was nicht gewollt sein kann (so die h.M.; vgl. nur Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 4. Aufl., § 3 Rdn. 22; Wälzholz in: Widmann/Mayer, UmwG, 178. Lfg., § 3 SpruchG Rdn. 9; Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 10; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 26; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl., § 3 Rdn. 9; OLG Stuttgart AG 2008, 510 f.; Wasmann in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 6; Büchel NZG 2003, 793, 795). Zum anderen spricht auch die Gesetzessystematik mit dem Vergleich zu vergleichbaren Fällen für diese Auslegung. Bei einem Antrag auf Bestellung eines Sonderprüfers durch das Gericht verlangt § 142 Abs. 2 Satz 2 AktG ausdrücklich, dass die Antragsteller nachweisen müssen, die Aktien bis zur Entscheidung über den Antrag zu halten. Eine derartige Regelung enthält das Spruchverfahrensgesetz dagegen gerade nicht, woraus dann der Umkehrschluss zu ziehen ist, dass eine Veräußerung im Laufe des Verfahrens unschädlich sein muss. Zu sehen ist auch, dass die Entscheidung im Spruchverfahren keinen Zahlungstitel schafft, weshalb der Verlust der Aktionärseigenschaft nach Antragstellung auch aus diesem Grund keinen Einfluss auf den Inhalt der Entscheidung haben kann.

Ebenso wenig kann der Antragsberechtigung entgegengehalten werden, einige Antragsteller hätten den Nachweis erst nach Ablauf der Drei-Monats-Frist des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 SpruchG geführt. Die Kammer geht in Übereinstimmung mit der h. M. in Rechtsprechung und Literatur davon aus, dass die Darlegung der Aktionärseigenschaft zum maßgeblichen Zeitpunkt genügt und der Nachweis bis zum Erlass der Entscheidung erbracht werden kann (so insbesondere BGHZ 177, 131, 136 ff. = NZG 2008, 658, 659 f. = AG 2008, 659, 660 ff. = NJW-RR 2008, 1355, 1356 = ZIP 2008, 1471, 1473 f. = WM 2008, 1502, 1503 f. = DB 2008, 1735, 1756

ff.; OLG Frankfurt AG 2006, 290 f.; AG 2008, 550, 551; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.5.2018 Az. 5HK O 10044/16; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 3 SpruchG Rdn. 18; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 3 SpruchG Rdn. 14; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 16).

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Bestehens des Unternehmensvertrages im Handelsregister auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 14.3.2014 erfolgte. Daher endete die Frist am 16.6.2014, nachdem der 14.6.2014 ein Samstag war und folglich über §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 16 Abs. 2 FamFG die Regelung des § 222 Abs. 2 ZPO zur Anwendung gelangt. Deshalb endete die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages. Spätestens an diesem Tag, dem 16.6.2014, gingen die Anträge aller Antragsteller beim Landgericht München I zumindest per Telefax und folglich fristwahrend ein, wie sich unmittelbar aus der Gerichtsakte ergibt.

3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG sowohl hinreichend zu ihrer Antragsberechtigung vorgetragen als auch in Bezug auf die Angemessenheit der Kompensation konkrete Einwendungen erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 und Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind, auch soweit die Antragsgegnerin hiergegen Einwendungen vorgebracht hat.

   a. Die Antragsteller zu 32) und 33) haben ihre Antragsberechtigung im Sinne des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG hinreichend dargelegt. In ihrer Antragsschrift ist wörtlich ausgeführt „... halten zum Zeitpunkt der Antragstellung Aktien der Kabel Deutschland AG". Auch wenn dies gemeinschaftlich erfolgte, kann allein aus der Bezeichnung als Antragsteller zu 32) und An-

tragstellerin zu 33) in dem Antragsschriftsatz nicht angenommen werden, dass beide zwingend unterschiedliche Aktien hielten und nicht gemeinsam berechtigt gewesen sein könnten. Eine derartige Annahme wäre mit Grundsätzen zur Auslegung von Verfahrensanträgen nicht vereinbar. Bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen ist nämlich zu beachten, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366, 369 f. = NJW 1992, 105; BGH NJW-RR 2010, 357; G. Vollkommer in: Zöller, ZPO, 32. Aufl., Einleitung Rdn. 99).

b. Innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 SpruchG haben die Antragsteller zu 34), zu 35), zu 39), zu 40), zu 43), zu 46), zu 57) sowie zu 59) bis 61) unter Beifügung eines Privatgutachtens umfangreiche Rügen zur Unangemessenheit der Kompensationsleistungen erhoben, die eine Vielzahl einzelner Parameter betrifft. Dieser Schriftsatz der Verfahrensbevollmächtigten der Antragstellerinnen zu 39) und 40) wie auch der Antragsteller zu 34), zu 35), zu 43), zu 56), zu 57) und zu 59) bis 61) ging jeweils per Telefax am 16.6.2014 und damit innerhalb der an diesem Tag endenden Monatsfrist beim Landgericht München I ein. Es kann keinerlei Zweifel daran bestehen, dass beide Schriftsätze den Anforderungen an eine hinreichende Begründung genügen.

4. Auch die Anträge der im Zeitpunkt der Antragstellung minderjährigen Antragsteller zu 26), zu 27) und zu 29) sind zulässig gestellt worden. Dabei resultiert die Unwirksamkeit nicht aus dem Fehlen einer wirksam erteilten Verfahrensvollmacht für ihren Verfahrensbevollmächtigten, auch wenn dieser ihr Vater ist. Zwar wird davon auszugehen sein, dass die Erteilung einer Vollmacht und damit auch einer Prozessvollmacht als rechtlich nachteiliges Geschäft unter §§ 107, 111 BGB fällt (vgl. KG NJW 2012, 2293 = NStZ 2012, 591; allgemein zur Vollmachtserteilung auch Spickhoff in: Münchener Kommentar zum BGB, 8.

Aufl., § 111 Rdn. 10; Erman-H.F. Müller, BGB, 15. Aufl., § 111 Rdn. 2; Staudinger-Klumpp, BGB, Neubearb. 2017, § 111 Rdn. 3). Für eine wirksam erteilte Genehmigung durch beide Eltern fehlt es daran, dass §§ 1629 Abs. 2 Satz 1, 1795 Abs. 1 Nr. 1 BGB eingreifen, wonach die minderjährigen Antragsteller insoweit nicht von Vater und Mutter vertreten werden können, als nach § 1795 ein Vormund von der Vertretung des Kindes ausgeschlossen ist. Dies muss vorliegend bejaht werden, weil der Vormund den Mündel bei einem Rechtsgeschäft zwischen einem der Verwandten des Mündels in gerade Linie einerseits und dem Mündel andererseits nicht vertreten kann, es sei denn, dass das Rechtsgeschäft ausschließlich in der Erfüllung einer Verbindlichkeit besteht, wovon nicht ausgegangen werden kann. Die Ausnahme, wonach der Ausschluss der Vertretung nicht für Rechtsgeschäfte gilt, die dem Mündel bzw. dem Minderjährigen lediglich rechtliche Vorteile bringen (vgl. BGH FamRZ 1975, 480 f.; Palandt-Götz, BGB, 78. Aufl., § 1795 Rdn. 4), greift bei der Erteilung einer Vollmacht und damit auch einer Verfahrensvollmacht aus den oben bereits genannten Gründen nicht ein.

Allerdings haben die Eltern jedenfalls unmittelbar einen Antrag im Namen der Antragsteller zu 26), zu 27) und zu 29) gestellt, der auch wirksam ist. Dabei muss nämlich davon ausgegangen werden, dass die Mutter der drei minderjährigen Antragsteller den Vater konkludent bevollmächtigt hat, den Antrag auch in ihrem Namen für die drei Kinder zu stellen. Abgesehen davon muss davon ausgegangen werden, dass die im Laufe des Verfahrens gerichtsbekannt volljährig und damit geschäftsfähig gewordenen Antragsteller zu 26) und 27) die Verfahrenshandlungen ihres Vaters als Verfahrensbevollmächtigter genehmigt haben.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind jedoch nicht begründet, weil die in § 5 Abs. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertra-

ges vorgesehene Barabfindung von € 84,53 als angemessen angesehen werden muss.

Ein Gewinnabführungsvertrag hat gemäß § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils zu erhalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen. Aufgrund von § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG muss der Vertrag in den Fällen, in denen der andere Vertragsteil eine abhängige oder in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft und das herrschende Unternehmen eine Aktiengesellschaft mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union ist, entweder die Gewährung von Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit beteiligten Gesellschaft oder – wie hier – eine Barabfindung enthalten. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Hauptversammlung im Zeitpunkt des Beschlusses über den Vertrag 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; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 94 = ZIP 2019, 370, 373 = DB 2018, 2108, 2111; 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; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17).

1. Vorliegend wurde die Barabfindung zutreffend anhand des Börsenkurses über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages an die Kapitalmärkte auf € 84,53 festgesetzt.

   a. 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/Koch, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., 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/Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45 ff.; Tonner in: Festschrift für 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.

b. Diese Frist von drei Monaten lief vom 13.6.2013 bis einschließlich 12.9.2013. Da die Ankündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages durch die Antragsgegnerin am 12.9.2013 mittels Ad hoc-Mitteilung erst nach Börsenschluss erfolgte, endete die Frist am 12.9.2013, weil der Handel an diesem Tag noch unbeeinflusst von dieser Ad hoc-Mitteilung ablief.

Wesentlich für die Ermittlung des maßgeblichen Referenzzeitraums ist die Bekanntgabe der Maßnahme nach Börsenschluss am 12.9.2013; ein späterer Zeitpunkt kommt nicht in Betracht. Dabei muss insbesondere unbeachtlich sein, dass die Europäische Kommission erst am 20.9.2013 die Kartellfreigabe erteilte. Ohne jeden Zweifel erfüllt die Ad hoc-Mitteilung der Antragsgegnerin vom 12.9.2013 die Anforderungen, die an die Information der Kapitalmärkte zu stellen sind (vgl. hierzu Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 90). Nicht gefordert werden kann dabei die Gewissheit, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag tatsächlich durchgeführt werden kann. Die zu berücksichtigende Mitteilung muss bestimmte Mindestkriterien in formeller wie vor allem auch materieller Hinsicht erfüllen, weil andernfalls die Gefahr fehlenden Kursbeeinflussungspotentials bestünde und einer erheblichen Rechtsunsicherheit Vorschub geleistet würde. Angesichts dessen muss

die in Aussicht genommene Strukturmaßnahme in der Bekanntmachung konkret bezeichnet sein, und es muss sich aus der Mitteilung ergeben, dass sie umgesetzt werden soll. Daher muss es als ausreichend angesehen werden, wenn die angekündigte Maßnahme mit überwiegender Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist. Entscheidend hat der Zeitpunkt zu sein, ab dem ein objektiv handelnder, mit den Risiken und Durchführungsmodalitäten der betreffenden Maßnahme vertrauter Marktteilnehmer deren Umsetzung für so wahrscheinlich hält, dass er beginnt, diese als gegebenenfalls mit einem gewissen prozentualen Abschlag für bestehende Umsetzungsrisiken – hier also der Genehmigung durch die zuständigen Kartellbehörden – diskutierte Tatsache anzusehen und sie als Grundlage für die Preisvorstellung heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 21.12.2010, Az. 5 W 15/10 – zit. nach juris; LG München I NZG 2014, 498, 500 = ZIP 2013, 1664, 1667; Gehling in: Marsch-Barner, Schäfer, Handbuch Börsennotierte AG, 4. Aufl., Rdn. 13.70; Hasselbarth/Klüsener DB 2010, 657, 659 f. ; auch Wasmann ZGR 2011, 83, 91). Die Ad hoc-Mitteilung vom 12.9.2013 wird diesen Anforderungen gerecht. Aus ihr ergibt sich die Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages, nachdem die Antragsgegnerin mindestens 75 % der Aktien der Gesellschaft besitzt und damit in der Hauptversammlung die notwendige Mehrheit allein durch die Stimmen der Antragsgegnerin gesichert ist. Die Ankündigung dieser Strukturmaßnahme führt regelmäßig zu gewissen Abfindungsspekulationen, wenn die Erwartung des Marktes dahin geht, die Durchführung der angekündigten Maßnahme sei hinreichend wahrscheinlich. Da der Präsident des Bundeskartellamtes unstreitig bereits im August 2013 in der Tagespresse mit Aussagen zitiert wurde, erhebliche Wettbewerbsbeschränkungen seien nicht zu erwarten, muss auch die Erteilung der kartellrechtlichen Genehmigungen und damit die Durchführung der Maßnahme als hinreichend wahrscheinlich eingestuft werden. Für diese Einschätzung spricht im konkreten Fall auch die Entwicklung der Börsenkurse nach der Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung vom 12.9.2013 ab dem 13.9.2013. An diesem Tag gab es nach

dem nicht bestrittenen und damit gemäß § 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden geltenden Vortrag der Antragsgegnerin einen Anstieg des Kurses von € 86,39 als Schlusskurs vom 12.9.2013 auf € 91,82. Nach dem 20.9.2013, also dem Tag der Entscheidung der Europäischen Kommission, waren dagegen keine wesentlichen Kursveränderungen zu beobachten. Gerade diese Entwicklung bestätigt den Ansatz über einen am 12.9.2013 endenden Referenzzeitraum.

Ebenfalls nicht abgestellt werden kann daher aus diesen Gründen auf den 20.12.2013 als den Tag, an dem die Kapitalmärkte über den genauen Inhalt des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit den darin festgesetzten Beträgen für den Ausgleich und die Barabfindung informiert wurden.

c. Andere Erwägungen zum Börsenkurs rechtfertigen keine abweichende Beurteilung.

(1) Das Abstellen auf taggenau abzuleitende Börsenkurse steht im Widerspruch zu dem weithin anerkannten Grundsatz der Notwendigkeit, auf einen Referenzzeitraum, nicht auf einen Stichtagskurs abzustellen.

(2) Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist nicht veranlasst, weil zwischen der Bekanntgabe der konkreten Maßnahme und der beschließenden Hauptversammlung kein längerer Zeitraum lag.

Da die Hauptversammlung am 13.2.2014 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 Vertragsprüfer 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 Unternehmensvertrages mit den darin vorgesehenen Kompensationsleistungen und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeeck/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, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung 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 Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens. Deshalb muss mit der Rechtsprechung und überwiegenden Literaturmeinung davon ausgegangen werden, dass jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten keinesfalls eine Hochrechnung erforderlich machen kann. Andernfalls gingen auch wieder die Vorteile, die mit der auf den Bekanntmachungszeitpunkt abstellenden Referenzperiode verbunden sind, verloren (vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 833 = Der Konzern 2011, 427,

429; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09 – zit. nach juris; LG München I NZG 2014, 498, 499 = ZIP 2013, 1664, 1666; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Bungert BB 2010, 2227, 2229; Bücker NZG 2010, 967, 970).

2. Eine höhere Abfindung kann nicht auf der Basis des Unternehmenswertes der Kabel Deutschland Holding AG abgeleitet werden, weil dieser nicht so hoch ist, als dass er den Betrag von € 84,53 erreichen würde. Der Unternehmenswert der Gesellschaft übersteigt keinesfalls den Wert der Marktkapitalisierung, der sich unter Anwendung des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses auf € 7.482.844.033,67 beläuft.

Der in diesem Zusammenhang maßgebliche 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 OLG Düsseldorf AG 2019, 732, 735; Der Konzern 2019, 410, 414; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 337), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der Kabel Deutschland Holding 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 angesetzt 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; AG 2018, 753, 754 = Der Konzern 2019, 277, 278; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; 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; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 16.4.2019 Az. 5HK O 14963/17).

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 aufzubauen; 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; AG 2018, 753, 754 = Der Konzern 2019, 277, 279; 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; AG 2019, 732, 736; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; 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; Beschluss vom 16.4.2019 Az. 5HK O 14963/17).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Kabel Deutschland Holding AG keiner Korrektur.

(1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung der Gesellschaft zugrunde lagen.

(a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Bewertungs- und Planungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswerts wesentlichen und bestimmenden Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind. Der Blick in die Vergangenheit lässt einen Rückschluss insofern zu, als daraus die Zuverlässigkeit der Planung abgeleitet werden kann. Die Vertragsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang daraufhin, dass bei der von ihnen durchgeführten Analyse der Planungen aus der Vergangenheit – Februar/März 2010 im Zusammenhang mit dem Börsengang aufgestellt, vom März 2012 und vom März 2013 – eine regelmäßig sehr hohe Planungstreue gerade für das erste Planjahr festgestellt werden konnte. Diese wurde dann mit zunehmender Dauer ungenauer, wobei die Planwerte zu optimistisch angesetzt und im Ist unterschritten wurden.

(aa) Die Vergangenheitsanalyse erfolgte dabei systemgerecht, wie im Termin vom 10.12.2015 erläuterte. Einen längerfristigen Abgleich konnten die Prüfer nur für das Jahr 2010 vornehmen, nachdem es für das Jahr 2011 keine Planzahlen gab. Das Ist des Jahres 2012 wie auch das Ist des Jahres 2013 lag sowohl beim Umsatz als auch beim EBITDA unter den Planannahmen, was für eine optimistische Planung und gerade nicht für eine zu konservative Planung spricht. Selbst wenn daraus noch keine statistisch valide Aussage vor allem auch wegen des Beginns der Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 getroffen werden kann, steht auch dieses Jahr in der Tendenz der Historie der Gesellschaft mit einer tendenziell vertriebsorientierten Planung, die auch als Anreizinstrument genutzt werden sollte und folglich eher optimistisch ausfiel. Dies wurde den Vertragsprüfern von Seiten der Gesellschaft erläutert. Dabei mussten sie an der Richtigkeit dieser Aussage nicht zweifeln. Dies ergibt sich aus der Überlegung, dass sie übereinstimmt mit den Erkenntnissen, die die Vertragsprüfer aus dem aktuell von ihnen einer Analyse unterzogenen Zeitraum ab 2010 gewonnen haben.

Allein die Tatsache, dass die Planung als Anreiz- oder Motivationsinstrument genutzt wurde, bedeutet nicht, sie sei als Basis für eine erwartungswertbezogene und erwartungsneutrale Unternehmensbewertung ungeeignet. Es wurden nämlich entsprechend den Zielvorgaben des Vorstandes realistische Erwartungswerte angestrebt. Für eine tendenziell optimistische Planung spricht auch eine Ad hoc-Meldung im zweiten Quartal des Geschäftsjahres 2013/14 mit dem Inhalt einer Gewinnwarnung.

(bb) Der Eignung des Planungsprozesses kann namentlich nicht entgegengehalten werden, die Planung vom November 2013 falle deutlich schlechter aus als diejenige vom März desselben Jahres, wobei die jeweils vom Vorstand verabschiedete Planung Gegenstand der Analyse der Vertragsprüfer war. Dabei enthielt die Planung von März 2013 im Gegensatz zu den vorherigen Planungen auch Add on-Cases der Planung aus dem Business Combination Agreement. Diese Add on-Cases betrafen Geschäftsfelder, die sich die Gesellschaft erst erschließen wollte und die relativ grob geplant waren, während das Operating Model auf einem detaillierten Excel-basierten Preis-/Mengengerüst aufbaute, das über 1.000 Zeilen mit detaillierten Planannahmen enthielt.

(b) Eine unzulässige Anlassplanung mit dem Ziel der Einflussnahme der Antragsgegnerin bzw. deren Muttergesellschaft, das Ergebnis zum Nachteil der Minderheitsaktionäre zu verfälschen, kann nicht angenommen werden. Die Vertragsprüfer wiesen im Rahmen ihrer Anhörung daraufhin, keinerlei Anhaltspunkte für eine derartige Einflussnahme gewonnen zu haben. Die Gesprächspartner von Seiten der Kabel Deutschland AG hätten ihnen gegenüber versichert, die Planung der Gesellschaft sei unabhängig erstellt worden und es sei keine Einflussnahme erfolgt. Die Tatsache, dass die Vertragsprüfer im Zusammenhang mit der Berücksichtigung von Synergien Kontakt zu Mitarbeitern von hatten, vermag an der Unabhängigkeit der Planung nichts zu ändern. Die Beurteilung des Vorliegens von echten oder unechten Synergien muss die Problematik auch aus der Sicht der Antragsgegnerin als herrschendem Unternehmen beleuchten. Deshalb mussten Gespräche stattfinden, um sachgerechte Prüfungshandlungen vornehmen zu können.

(aa) Gegen eine Einflussnahme durch die Antragsgegnerin spricht auch der Ablauf des Planungsprozesses der Gesellschaft, der sich von der Struktur her im Vergleich zu den Vorjahren nicht geändert hat. Geändert hat sich lediglich der Zeitpunkt, zu dem der Planungsprozess einsetzt. Normalerweise wurde mit der Planung im November eines Jahres für das nachfolgende Geschäftsjahr begonnen. Dieser Zeitpunkt wurde um einen Monat auf den Oktober 2013 vorgezogen; zudem wurde der Planungsprozess verkürzt. Beibehalten wurde indes der wesentliche top down/bottom up-Ansatz der Planung, die auf einem sehr detaillierten Mengen- und Zahlengerüst für die unterschiedlichen Bereiche beruht. Ebenso wurde die Abstimmung mit den Bereichsleitern beibehalten. Am 25.11.2013 verabschiedete der Vorstand die Planung und gab sie dem Aufsichtsrat zur Kenntnis. Dabei flossen Erkenntnisse aus dem Forecast der beiden ersten Quartale des Geschäftsjahres 2013/14 in die Planung ein, die in der Planung vom März 2013 noch nicht berücksichtigt werden konnten. Damit aber beruht die Planung vom November 2013 auf einem deutlich aktuelleren Stand der Planzahlen als noch die Planung vom März des Jahres 2013. Um aussagefähig zu sein, muss eine der Unternehmensbewertung zugrunde zulegende Planung aktuelle Zahlen aufweisen. Aufgrund der Berücksichtigung der Zahlen der beiden ersten Quartale kommt es zu besseren Erkenntnissen zum Zeitpunkt der Hauptversammlung. Eine besonders kritisch zu sehende Anlassplanung (vgl. hierzu OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 f.; OLG Karlsruhe AG 2016, 672, 673; LG München I, Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/15) kann daraus nicht abgeleitet werden, wenn es zu

einer Aktualisierung der Planungsansätze aufgrund neuerer Entwicklungen kommt und diese innerhalb der Planungssystematik und des -turnus liegen.

(bb) Die Verlängerung der Mittelfristplanung um ein weiteres Jahr spricht nicht gegen eine unzulässige Anlassplanung. Dies beruht vielmehr auf der Tatsache, dass das Geschäftsjahr 2013/14 zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung weitestgehend abgeschlossen war und durch die Verlängerung der Mittelfristplanung die erwartete künftige Mittelfristentwicklung zum relevanten Bewertungsstichtag abgebildet wird, worauf das Bewertungsgutachten von zutreffend hinweist.

(cc) Durch die Aktualisierung der Planung konnten gerade die Entwicklungen zwischen der Verabschiedung der beiden Planungen von März und November 2013 berücksichtigt werden. Dabei musste vor allem der Wegfall der Einspeisevergütung berücksichtigt werden, die die öffentlich-rechtlichen Sendeanstalten ARD, ZDF, arte und Deutschland Radio für die Einspeisung ihres Signals bis zur Kündigung der entsprechenden Verträge mit Wirkung zum 31.12.2012 gezahlt hatten. Dieser Umstand der Kündigung konnte auch berücksichtigt werden, nachdem Klagen der Gesellschaft, in denen es um die Unwirksamkeit der Kündigung ging, bei zwei Oberlandesgerichten erfolglos blieben. Im maßgeblichen Zeitpunkt der Bewertung musste daher davon ausgegangen werden, dass der Kabel Deutschland Holding AG aus den Verträgen über die Einspeisevergütung keine weiteren Erträge mehr zufließen würden. Die Prüfer konnten diese Einschätzung als plausibel und nachvollziehbar auf der Grundlage der ihnen

vorgelegten Schreiben der
Mueller vom 15.4.2013, aber vor allem auch aus umfangreichen Gesprächen mit einem Mitarbeiter aus der Rechtsabteilung der Gesellschaft ableiten. Angesichts der Entscheidungen mehrerer Instanzgerichte wurde die Chance, in der Zukunft wesentliche Entgelte erzielen zu können, als sehr gering eingeschätzt. Dem kann insbesondere nicht der Vortrag der Antragstellerinnen zu 67) und 68) aus ihrem Schriftsatz vom 8.11.2019 entgegengehalten werden, die Gesellschaft sei von der Rechtmäßigkeit des Anspruchs auf Einspeisevergütung ausgegangen. Diese Einschätzung beruhte auf dem Vorliegen klageabweisender Berufungsentscheidungen der Oberlandesgerichte München und Stuttgart, wohingegen sich der zum Stichtag der Hauptversammlung vorliegende Bericht auf erstinstanzliche Entscheidungen beruft; der Finanzbericht zum 31.3.2014 kann zum maßgeblichen Zeitpunkt noch nicht erstellt gewesen sein. Von daher kann auch nicht angenommen werden, der Vortrag der Gesellschaft sei widersprüchlich. Somit muss die Kammer auch nicht entscheiden, ob gerade dieser Vortrag der beiden Antragstellerinnen nach §§ 9 Abs. 1, 10 Abs. 2 SpruchG als verspätet zurückzuweisen wäre, wofür indes sehr gute Gründe sprechen, nachdem diese Aspekte bereits Gegenstand eingehender Erörterungen im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 10.12.2015 waren und dieses Argument an keinem der weiteren acht Verhandlungstage vorgebracht wurde. Eine Quantifizierung war zudem ausweislich der 1. Ergänzenden Stellungnahme der Vertragsprüfer vom 22.3.2016 angesichts der fehlenden rechtlichen Klärung dem Grunde nach schwierig, zumal diese Klärung erst auf einem langwierigen Klageweg zu erhalten war. Zudem war

auch völlig offen, in welcher Höhe eine Vergütung überhaupt zu erwarten gewesen wäre. Aufgrund dieser Unsicherheiten blieben potentielle Einspeisevergütungen von öffentlich-rechtlichen Sendern unberücksichtigt; die Vergütungen der privaten Sender wurden dagegen in der maßgeblichen Planung unverändert fortgeführt. Insofern unterscheidet sich bezüglich der Einspeisevergütung die Beurteilung auch entscheidend von der Handhabung der Verlustvorträge, die von den Bewertungsgutachtern mit 50 % angesetzt wurden. Die Vertragsprüfer teilten die gegenteilige Einschätzung der Kabel Deutschland Holding AG und der Finanzverwaltung gleichfalls nicht, weshalb hier die Hälfte der Verlustvorträge zugunsten der Minderheitsaktionäre angesetzt werden konnte.

Zudem mussten im Vergleich zur Planung vom März 2013 Korrekturen im Bereich der geplanten Kundenzahlen, der RGU (Revenue Generating Unit) – also der Erlöse erwirtschaffender Einheiten – sowie des ARPU (Average Revenue per User) – also des durchschnittlichen Umsatzes pro Nutzer – vorgenommen werden, weil sich der Wegfall der Grundverschlüsselung des SD-Signals direkt und indirekt auf den Geschäftsverlauf auswirkt. Zum einen fallen die Umsatzerlöse weg, die mit der Dekodierung des SD-Signals verbunden sind. Zum anderen verringert sich für viele Kunden nach dem Kauf eines neuen Fernsehgeräts die Notwendigkeit zur Umstellung auf HD, was nachteilige Auswirkungen im laufenden Geschäftsjahr hat. Mit dem Wegfall der Grundverschlüsselung ließen sich bestimmte Produkte nicht mehr so einfach verkaufen, weshalb die Gesellschaft ab April 2013 weniger Kontakte zu den Kunden hatte. Zuvor musste der Kunde auf die Gesellschaft durch einen Anruf im Call-Center aktiv zugehen, wodurch

sich die Möglichkeit ergab, dass der Kunde aufgrund des Inhalts des Gesprächs weitere Produkte erwirbt. Diese Möglichkeit entfiel nunmehr. Demgemäß war schon in den beiden ersten Quartalen des Geschäftsjahres 2013/14 ein erkennbarer Rückgang zu beobachten, der sich auf die Mengenseite negativ auswirkt und dann auch die Basis für die Mittelfristplanung bilden musste.

Die Folgeeffekte mit Anpassungen in den Folgejahren, die im Gegensatz zum Planjahr 2013/14 nicht zur Hälfte mit Ist-Daten „gefüttert" werden konnten, beruhen aus einem wesentlichen Teil von über 50 % nach den von den Vertragsprüfern der Kammer vermittelten Erkenntnissen auf den Anpassungen in den Bereichen German Pay TV, DVR sowie beim ARPU von B2C im Hausbereich sowie im Bereich Internet und den Annahmen zu Kündigungen und Abwanderungen sowie dem Gewinn von Kunden (so genannte Cross Adds). Anhand des Preis-/Mengengerüsts kam es dann zu den entsprechenden Anpassungen an die Erwartungswerte für die Churn Rates und die Cross Adds.

Die Planung ging dabei von einem steigenden durchschnittlichen Erlös pro Kunden und einem Mengenwachstum aus, wobei das Mengenwachstum im Vergleich zur März-Planung reduziert wurde. Die Gesellschaft hatte ausweislich der Aussagen der Vertragsprüfer die Erwartung, mit steigenden ARPUs müsse die Planung vom November 2013 als realistischer angesehen werden im Vergleich zu der ambitionierteren Planung vom März desselben Jahres. Dem kann nicht entgegengehalten werden, dies könne keine vernünftige unternehmerischen Entscheidung sein, wenn über das Erstreben eines höheren ARPU letztlich weniger Umsatz erwirtschaftet werde, weil

sich die Planannahmen vom November 2013 an den Entwicklungen im Ist des Jahres 2013 orientieren und daher sehr wohl einen realistischeren Wert darstellen als die Zahlen vom März 2013, denen eine Schätzung für das gesamte Geschäftsjahr 2013/14 zugrunde gelegen haben muss.

Ebenso wenig kann darin ein Widerspruch zu den Erkenntnissen aus der von erstellten Fairness Opinion gesehen werden, die zu dem Ergebnis gelangte, die Finanzprognose und Projektionen seien auf der Grundlage gegenwertig vorliegender bestmöglicher Einschätzungen und Beurteilungen der künftigen finanziellen Entwicklung der Kabel Deutschland Holding AG erstellt worden, weshalb die spätere Planung von November 2013 nicht plausibel sein könne. Die Fairness Opinion diente der Überprüfung der Angemessenheit des angebotenen Übernahmepreises im Rahmen des Übernahmeangebots vom Februar 2013. Dann aber lag zwischen der Veröffentlichung des Übernahmeangebots und der März-Planung bis hin zum Bewertungsstichtag nahezu ein Jahr, das – wie oben ausgeführt – auch zu Abweichungen bei den der für den Stichtag maßgeblichen Planung vom November 2013 zugrunde gelegten Ist-Zahlen führte. Vor allem aber können eine Fairness Opinion und eine nach dem Ertragswertverfahren erfolgende Ermittlung des Unternehmenswertes angesichts erheblicher Unterschiede zwischen diesen beiden Bewertungsmethoden nicht ohne Weiteres miteinander verglichen werden. Die hier im Rahmen der Ermittlung der Angemessenheit der Kompensation einer anlässlich einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme durchgeführte Ertragswertberechnung dient der Ermittlung eines Grenzpreises bzw. eines objek-

tivierten 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 2015, 51, 53; Grün/Salcher/Fecher/Witzleben in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1038 f.; auch Franken/Schulte, Fairness Opinion nach IDW S 8, 2014, S. 7 f. und 37). Dabei muss auch beachtet werden, dass Investmentbanken wie vielfach mit ambitionierten Planungen arbeiten, dann aber auch mit höheren gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten von 8 % rechnen, während die Kapitalisierungszinssätze nach IDW S1 deutlich niedriger liegen. Demgemäß wies auch daraufhin, dass sich aus der Stellungnahme von ergeben habe, es sei gerade keine Unternehmensbewertung nach den Vorgaben des IDW S1 durchgeführt worden, weshalb sich die Überlegungen zu den Kapitalkosten auch erheblich voneinander unterscheiden würden. Zudem erfolgte die März-Planung für den Kapitalmarkt, worauf

im Termin vom 10.12.2015 aufmerksam machte. Seine weitere Aussage, dem Vorstand gegenüber angegeben zu haben, für eine Planung nach IDW S1 benötige man Erwartungswerte, deutet nicht auf eine unzulässige Anlassplanung oder Beeinflussung durch den Bewertungsgutachter hin, weshalb dann auch die Entscheidungsprärogative des Vorstandes keine Geltung beanspruchen könne. Die vom Bewertungsgutachter angesprochene Notwendigkeit des Ansatzes von Erfahrungswerten entspricht den Vorgaben des Bewertungsstandards IDW S1 als Grundlage der Ertragswertermittlung und damit der zu gewährenden Kompensationsleistungen. Eine Aufforderung, deutlich niedrigere Zahlen als in der Planung von März 2013 zugrunde zu legen, kann darin nicht gesehen werden. Vor allem muss aber auch in diesem Zusammenhang beachtet werden, dass in die Planung vom November 2013 zur Hälfte die Ist-Zahlen des 1. Halbjahres des Geschäftsjahres 2013/14 eingeflossen sind. Dieser Umstand führt zu einer erhöhten Aussagekraft in Vergleich zu einer Planung die von einem Zeitpunkt stammt, als für das erste Planjahr noch keine Ist-Ergebnisse vorhanden gewesen sein konnten.

Auch wenn darauf verwies, die von ihr genannten Ursachen seien nicht als alleiniger Auslöser für den Rückgang zu sehen, kann daraus noch nicht der Schluss gezogen werden, die Planung vom November 2013 könne nicht zur Grundlage der Unternehmensbewertung gemacht werden. Als wesentlich bezeichnete sie die Einschätzung der Gesellschaft zur Wettbewerbsentwicklung, von Marktdaten sowie die aus dem Vertrieb stammenden Einschätzungen, mit welchem Zuwachs an Neukunden im Bereich Internet & Telefonie gerechnet werden

könne. Gerade wenn die Zahlen entsprechend einer Planung top down/bottom up aus dem Vertrieb stammen, spricht dies für einen plausiblen Ansatz im November 2013 und für einen eher ambitionierten Ansatz vom März 2013. Dabei muss insbesondere auch berücksichtigt werden, dass plausible Planannahmen vom November 2013 nicht durch eine andere, möglicherweise auch plausible Planung ersetzt werden können, nachdem sich das Gericht bei plausiblen Planannahmen nicht in die Rolle eines für die Planung verantwortlichen „Ersatzorgans" begeben darf und andere Zahlen zur Grundlage einer Entscheidung machen kann (vgl. OLG München, Beschluss vom 7.11.2012 Az. 31 Wx 163/12; OLG München AG 2018, 753, 754 = Der Konzern 2019, 277, 279; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Allein der Umstand, dass die Bereichsleiter in zwei kleineren Fällen Vorbehalte gegen die Annahmen äußerten, lässt einen Widerspruch nicht erkennen.

(2) Die Umsatzplanung für die Detailplanungsphase mit einem Anstieg von € 1,909 Mrd. im Geschäftsjahr 2013/14 auf € 2,541 Mrd. im letzten Jahr der Detailplanungsphase 2018/19 bedarf keiner Korrektur, weil die Annahmen hierzu als plausibel angesehen werden müssen oder aber jedenfalls kein höherer Ertragswert bei Berücksichtigung ergänzender Umsätze ermittelt werden kann.

(a) Wachstumspotential im Ausland, insbesondere in Osteuropa musste dabei nicht in die Planung einfließen. Der Gesellschaft fehlt es nämlich nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer an entsprechender Technologie, um ihre Produkte im Ausland anbieten zu können. Daher gibt es kein Geschäftsfeld, in dem die

Gesellschaft durch eine geografische Expansion Umsätze erzielen könnte. Angesichts dessen kann auch nicht ansatzweise davon ausgegangen werden, eine derartige Ausweitung sei hinsichtlich ihrer Realisierung bereits absehbar gewesen.

(b) Der neue Zweig der IP TV-Haushalte, die Fernsehgeräte über das Internet abrufen können, ist in der Planung hinreichend abgebildet und muss als plausibel eingestuft werden.

(aa) Die Planung ging von einem entsprechenden Wachstumspotential für diesen Bereich aus, der im Rahmen der Planung beim Bereich Internet & Telefonie berücksichtigt wurde. Dabei floss auch die Überlegung ein, diesen Bereich zunehmend den Kabelkunden anzubieten. Dieser Ansatz beruht darauf, dass erwartet wird, die IP TV-Haushalte würden mit einem Anteil von 4,3 % am gesamten Markt Ende 2012 auf 6,8 % im Jahr 2017 ansteigen. Dennoch muss auch dieser gestiegener Anteil im Vergleich zu den dominierenden Übertragungswegen via Kabel und Satellit als vergleichsweise gering angesehen werden. Die Gesellschaft bietet traditionell Fernsehen über Kabel an, wobei all den Haushalten, die über einen rückkanal- und damit internetfähigen Anschluss verfügen, auch IP TV angeboten werden kann. Allerdings geht die Planung der Kabel Deutschland Holding AG nachvollziehbar davon aus, der erwartete Zuwachs von IP TV werde sich negativ auf das Basisgeschäft mit der Anzahl der TV-Kabelkunden auswirken. Die Vertragsprüfer verwiesen in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme vom 22.3.2016 darauf, dass nach Markteinschätzungen etwa die Hälfte aller Anbieterwechsel im TV-Bereich auf das IP TV zurückzuführen seien, was auf einem aggressiven Marketing und

einem preiswerten, umfangreichen Programmangebot dieser Anbieter von IP TV beruhe. Demgemäß investieren auch die großen DSL-Anbieter zum Bewertungsstichtag intensiv in den Ausbau ihres entsprechenden Angebots. So hatte beispielsweise die Deutsche Telekom AG mit ihrem IP TV-Angebot „Entertain" bis zum Jahr 2011 über 1 Mio. Kunden gewonnen – größtenteils zu Lasten der Kabel- und Satellitenanbieter. Demgemäß stellt jeder Internetanschluss ein potentielles Substitut für den Kabelanschluss dar. Folglich kann auch die Kabel Deutschland Holding AG von einer steigenden Nachfrage nach Internetanschlüssen mit hoher Bandbreite profitieren, weil dieses zusätzliches Umsatz- und Ergebnispotential im Geschäftsbereich Internet & Telefonie bringt. Andererseits bringt dies auch einen in der Planung zu berücksichtigenden Nachteil im klassischen TV-Bereich mit sich, weil nicht zwingend das IP TV-Angebot zusätzlich zum Kabelangebot genutzt werden muss, was negative Auswirkungen auch auf die Umsatzerlöse hat. Zudem führt das starke Wettbewerbsumfeld zu einem starken Verdrängungs- und Preiswettbewerb. Es ist für die Kammer nachvollziehbar, dass Wettbewerber versuchen, über günstigere Preise einen Vorteil im Wettbewerb zu erlangen, um so über eine steigende Kundenzahl den niedrigeren Umsatz ausgleichen zu können.

(bb) Die Planung der Gesellschaft bildet die Abwanderungsraten wie auch die Preisentwicklung für jeden einzelnen Bereich separat ab, wobei nach der Aussage von

im Termin vom 20.6.2016 die Churn Rate durchaus moderat geplant wurde. Ebenso führt das Angebot von schnellem Internet dazu, dass sich ein Kunde von der

Gesellschaft angesprochen fühlt und auf ein schnelleres Produkt der Gesellschaft wechselt, wofür dann allerdings auch ein höherer Preis zu zahlen wäre. Ebenso ist in die Planung der Trend zu Bundles mit höheren Mbit-Produkten eingeflossen, weil High Bundles bis 100 Mbit einen wesentlichen Treiber im Bereich Internet & Telefonie darstellt. Bezüglich der Problematik der Ermittlung der Wechselbereitschaft von Kunden gingen historische Daten für die Produkte ebenso ein wie die RGUs. Allerdings wies auch daraufhin, es sei mehr als fraglich, inwieweit sich die unterschiedliche Wechselbereitschaft von Kunden mit zwei oder mehr Produkten geringer sei als die von Kunden, die nur Internet oder Kabel bei der Kabel Deutschland Holding AG haben, statistisch ermitteln lasse. Daher wäre eine solche Ermittlung nicht zielführend, zumal die Kunden der Gesellschaft vermehrt Internet nachfragen und dies in der Planung auch abgebildet ist. Die Planung enthält nämlich die Churn Rate ebenso wie die Zunahme der Kunden im Sinne einer deutlich stärkeren Durchdringung der Kundenbasis.

Die Churn Rate lag in der Vergangenheit bei der Kabel Deutschland Holding AG im TV-Bereich zwischen 10 % und 12 % sowie im Bereich Internet & Telefonie bei etwa 11 %. Daher lässt sich eine besonders enge oder exklusive Bindung der Gesellschaft zu ihren Kunden nicht bejahen, was die Gesellschaft vor der beobachtbaren Wechselbereitschaft besonders schützen könnte. Mit Ausnahme des Bereichs „Phone Only" geht die Planung ausweislich der 1. Ergänzenden Stellungnahme insgesamt oder zumindest mittelfristig von sinkenden Churn Rates in unterschiedlich starkem Umfang aus. Bei den Annahmen zu deren Entwicklung muss indes auch berücksichtigt wer-

den, dass ein nicht unerheblicher Teil der Abwanderung vom Vertrieb der Gesellschaft nicht beeinflusst werden kann, weil angesichts der Entwicklung des Kundenbestands mit einem Anstieg der Zahlungsausfall bedingten Vertragsbeendigungen gerechnet werden muss, weil die Kabel Deutschland Holding AG in der Vergangenheit zunächst zahlungskräftige Kunden angesprochen und akquiriert hat. Angesichts dessen kann von einer zu pessimistischen und daher nicht mehr plausiblen Planung ausgegangen werden. Angesichts dieser Annahme leicht sinkender Churn Rates im Übergang vom letzten Ist-Jahr zu den ersten Jahren der Detailplanungsphase hin zu einer dann weitgehend konstant geplanten, aber immer noch zweistelligen Abwanderungsrate an deren Ende in den letzten Planjahren kann kein Widerspruch dazu erkannt werden, wenn vergleichbare Unternehmen deutlich höhere Abwanderungsraten haben, die potentielle Neukunden der Kabel Deutschland Holding AG seien. Die Deutsche Telekom AG war zum Stichtag der Hauptversammlung ein starker Wettbewerber, wobei die Weiterentwicklung der von dieser Gesellschaft eingesetzten Technologie ein Teil des Wettbewerbs war. Auch wenn die Kabeltechnologie gegenüber dem über Kupferleitungen angebotenen Breitbandanschluss der Deutschen Telekom AG überlegen war, muss beachtet werden, dass dieses Unternehmen seit dem Jahre 2013 durch den Einsatz von VDSL und der Vectoring-Technologie mit dem Ziel einer Verdoppelung der maximalen VDS-Geschwindigkeit von 50 Mbit/sec.ec. auf 100 Mbit/sec.ec. die begrenzte Leistungsfähigkeit von DSL steigern will. Ungeachtet eines auch bei den Kabelbetreibern bestehenden technologischen Nachteils, dass sich die Kunden eines Anschlusspunktes die zur Verfü-

gung stehende Leistung teilen müssen, während bei DSL die komplette Leitung alleine genutzt werden kann, konnten Kabelbetreiber ihren Marktanteil in den Jahren der Vergangenheitsanalyse zu Lasten der DSL-Anbieter und damit vor allem der Deutschen Telekom AG kontinuierlich ausbauen, wie die in der Stellungnahme vom 22.3.2016 zitierten Studien hierzu belegen. Daher besteht die Gefahr, dass die Deutsche Telekom AG aufgrund ihrer Größe und ihrer diversifizierten Geschäftstätigkeit das TV- wie auch das Internetgeschäfts zumindest teilweise subventionieren könnte, um über einen Preiswettbewerb andere Anbieter sogar verdrängen und nicht nur ihnen gegenüber bestehen zu können. Ungeachtet dessen soll der Anteil der Internetkunden der Kabel Deutschland Holding AG auf rund 28 % der verwertbaren Basis im Geschäftsjahr 2018/19 ansteigen; dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von etwa 8,9 %, was als deutliche Erhöhung des Marktanteils angesehen werden muss. Dies muss zu Lasten von Wettbewerbern gehen. Auch unter diesem Blickwinkel muss die Planung der Gesellschaft folglich als plausibel bezeichnet werden.

Aus diesen Überlegungen ist weiterhin die Schlussfolgerung zu ziehen, dass die Gesellschaft bereits zur Erhaltung des Status quo im Umfang der Abwanderung Neukunden gewinnen muss; für das Generieren von Wachstum muss entweder ein Mehr an Neukunden gewonnen werden, oder mit der bestehenden Kundenbasis muss entsprechend mehr an Umsatz erwirtschaftet werden. Auch diese Positionen wurden in einem detaillierten Preis-/Mengengerüst geplant. Dabei geht die Planung vor allem davon aus, dass bestehende Kunden für zusätzliche Produkte gewonnen werden können, weil der durchschnittli-

che Umsatz je Kunde von etwa € 17,13 im Geschäftsjahr 2013/14 auf € 23,54 bis zum Geschäftsjahr 2018/19 hin wachsen soll. Demgemäß sollen auch die gesamten Umsatzerlöse um rund 5,9 % jährlich von € 1,9091 Mrd. auf € 2,541 Mrd. im letzten Jahr der Detailplanungsphase anwachsen. Diese Wachstumsrate ist in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Vertragsprüfer auch unter Berücksichtigung des technologischen Vorsprungs als durchaus ambitioniert einzustufen, nachdem der Absatzmarkt der Gesellschaft regional begrenzt ist und zum Stichtag der Hauptversammlung von einer eher stagnierenden Bevölkerungsentwicklung auszugehen war. Somit bestehen bezüglich der Kundenbasis nur eingeschränkte Wachstumsmöglichkeiten, weil sowohl der TV- als auch der Breitband-Internet-Markt ausweislich zitierter Studien als weitgehend gesättigt anzusehen ist. Wachstum kann demgemäß nur durch den Wechsel zu anderen Anbietern generiert werden, woraus dann ein starker Verdrängungswettbewerb resultiert. Die weiteren Wachstumsmöglichkeiten über eine bessere Nutzung der Kundenbasis bildet die Planung der Gesellschaft ab. Dabei muss aber auch gesehen werden, dass die Bereitschaft zum Wechsel insbesondere durch Angebotspreise bzw. Sonderangebote erhöht werden soll. Dies macht es notwendig, vermehrt Kunden zu gewinnen, um die niedrigeren Erlöse pro Kunden kompensieren zu können.

(cc) Ebenso bildet die Planung das Neukundengeschäft ab, bei dem – wie von den Wettbewerbern auch – mit zeitlich begrenzten Lockvogelangeboten gearbeitet wird. Die Plannahmen sind auch hier in gleicher Weise wie bei den Bestandskunden, bei denen von den bisherigen Konditionen

ausgegangen wird, in einem eigenständigen Preis-/Mengengerüst abgebildet. Dann aber zeichnet sich die Planung durch eine differenzierte Vorgehensweise aus, was ganz wesentlich für ihre Plausibilität spricht. Die Planung im Zusammenhang mit den Wohnungswirtschaftsgesellschaften, bei denen der einzelne Kunde nicht kündigen kann, erfolgte separat. Dabei sind Kannibalisierungseffekte in die Planung nicht explizit eingeflossen.

(c) Die Ansätze zur Entwicklung des ARPU im Vergleich zu Wettbewerbern und Mobilfunkanbietern rechtfertigen keinen Schluss auf diesbezüglich unplausible Ansätze in der Planung.

(aa) Der in der Vergangenheit erzielbare Blended ARPU fiel zwar niedriger aus als bei den Wettbewerbern und Mobilfunkanbietern, wobei wesentliche Unterschiede vor allem zu anderen internationalen Kabelunternehmen bestehen, die in der Vergangenheit tendenziell höhere ARPUs erzielten, was auch im Vergleich zu dem deutschen Kabelunternehmen Unitymedia Kabel BW gilt. Namentlich im Fernsehbereich beruht dies vor allem auf kulturellen sowie regulatorischen Besonderheiten des deutschen Pay TV-Geschäfts. In Deutschland ist das Fernsehen dominiert vom jahrzehntelangen – mit Ausnahme der öffentlich-rechtlichen Rundfunkgebühren – unentgeltlichen TV-Empfang, was sowohl für das öffentlich-rechtliche wie auch das Privatfernsehen gilt. Jedenfalls zum Stichtag der Hauptversammlung trugen dazu auch die dann für den Fernsehzuschauer mit Ausnahme allgemein erhobener Rundfunkgebühren kostenlosen Übertragungen von Fußballspielen und anderen sportlichen (Groß-)Ereignissen bei, was der größeren Verbreitung von Pay TV-Angeboten

insbesondere der Sky Deutschland AG entgegen wirkte, die – wie aus einem anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt – bis zum Stichtag der Hauptversammlung vom 13.2.2014 keine Gewinne erzielen konnte, worauf auch die 1. Ergänzende Stellungnahme der Vertragsprüfer hinweist. Dabei wurde die Sky Deutschland AG aber gerade nicht zum Zweck eines Vergleichs der Geschäftsmodelle herangezogen, sondern zur Erläuterung der Probleme des Pay TV-Marktes in Deutschland. Daher kann der Plausibilität der Planung nicht entgegengehalten werden, unter den Pay TV-Anbietern seien die Kabelanbieter im mittleren Kundensegment mit am erfolgreichsten. Im internationalen Markt sind dagegen zahlungspflichtige Leistungen im TV-Geschäft üblich und weit verbreitet, weshalb dort dann auch höhere ARPUs erwirtschaftet werden können. Der auch im Vergleich zu Unitymedia Kabel BW niedrigere ARPU beruht auf dem späteren Eintritt der Kabel Deutschland Holding AG in den Markt für Internet & Telefonie, weshalb sie einen vergleichsweise geringen Umsatzanteil in diesem Segment erzielt hat. Zudem erschwerten die vertraglichen Vereinbarungen über automatische Vertragsverlängerungen bei unterbliebener Kündigung die Neukundengewinnung, weil durch diese Vertragsklauseln der Kundenverbleib tendenziell gefördert wird. Für Internetprodukte besteht nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer auch eine deutlich höhere Zahlungsbereitschaft, weshalb hier auch höhere ARPUs realisiert werden können.

(bb) Dennoch geht die Planung der Gesellschaft von einem Anstieg der gesamten ARPUs aus, der deutlich über den historischen Werten liegt und im Planungszeitraum dem-

gemäß von € 17,13 auf € 23,54 ansteigen soll. Nachdem – worauf in der 1. Ergänzenden Stellungnahme vom 22.3.2016 hingewiesen wird – der branchenspezifische Preisindex seit mehreren Jahren von einer rückläufigen Entwicklung ausgeht, muss hier von einer erheblichen, plausiblen Wachstumsannahme ausgegangen werden. Selbst in dem eher stagnierenden TV-Markt soll der ARPU während der Phase I von € 10,72 auf € 12,47 ansteigen. Die angenommene Entwicklung im Bereich Internet & Telefonie mit einem Anstieg von € 27,49 im Forecast des Geschäftsjahres 2013/14 auf € 29,54 im Geschäftsjahr 2018/19 verläuft konträr zum Markttrend, weil beispielsweise die Branchenstudie von im Breitbandmarkt auch in der Zukunft rückläufige ARPUs erwartet. Demgemäß spiegelt die Planung der Gesellschaft entsprechende Aufholeffekte durchaus wider. Zudem darf nicht unberücksichtigt bleiben, dass Wettbewerber andere Produkte mit anderen Technologien anbieten, was speziell für den Mobilfunkbereich gilt. Die dortigen ARPUs basieren vor allem auf dem Vertrieb von Mobilfunkverträgen, die zumeist auch im Wettbewerb zu den Internet-Produkten der Kabel Deutschland Holding AG stehen. Im Kabelgeschäft beruhen die ARPUs auf einem TV-Anschluss, über den stationäre Internetprodukte vertrieben werden. Das Wachstum des ARPU bei der Gesellschaft resultiert dann daraus, dass ein Kunde zusätzliche Produkte bei der Gesellschaft bezieht, die höhere Preise und Erlöse nach sich ziehen, wobei dies nach der Aussage der Vertragsprüfer im Termin vom 20.6.2016 vor allem für das Internet gilt.

Bei ihren Analysehandlungen nahmen die Vertragsprüfer gerade keine Gegenüberstellung mit dem Verbraucherpreisindex vor; vielmehr beziehen sich ihre Ausführungen

zu diesem Themenkomplex auf die Produkte im relevanten Markt als Ausdruck eines Preiswettbewerbs. Das Wachstum des ARPU beruht nach ihren Analysen, die insbesondere das Preis-/Mengengerüst einbezogen haben, darauf, dass ein Kunde zusätzliche Produkte bei Kabel Deutschland bezieht, die höhere Preise und Erlöse nach sich ziehen, vor allem im Internet, Diese Entwicklung wurde dann von den Vertragsprüfern mit der jüngsten Marktstudie von verglichen. Bei der Preispolitik wurden die Internetprodukte der Kabel Deutschland Holding AG mit denen von 1 & 1, Congstar und der Deutschen Telekom AG verglichen, wobei die Vertragsprüfer die entsprechenden Informationen zulässigerweise vom Vorstand der Kabel Deutschland Holding AG erhielten und daraus dann ihre Schlüsse insbesondere auch in Bezug auf die Geschwindigkeiten im Internet ziehen konnten. Dabei verglich die Gesellschaft unterschiedliche Standardpreise der verschiedenen Anbieter für Internet und Telefonie im Rahmen der Überlegungen zur Anpassung der Preis-Produkt-Strategie in diesem Bereich. Die Kabel Deutschland AG hat dabei grundsätzlich darauf gesetzt, sie könne regelmäßig eine schnellere Geschwindigkeit zum günstigeren bzw. gleichen Preis anbieten, wobei sich das günstigere Angebot dabei eher auf die verschiedenen „Promotions" bezog. Bei einem systematischen Preisvergleich mit den eigenen Konditionen zu denen der Wettbewerber muss allerdings beachtet werden, dass die Anbieter sehr unterschiedliche Konditionen in verschiedenen Konstellationen wie beispielsweise einmalige Sonderleistungen, kurzfristige Aktionsangebote, Mindestvertragslaufzeiten, Willkommensboni, Angebotsstaffeln oder kostenlose Installation bzw. Miete der erforderlichen Endgerä-

te anbieten. Demgemäß plante der Vertrieb der Gesellschaft auch die Preis- und Mengenentwicklung aus den historischen Erfahrungen. Der Wettbewerbsvorteil eines schnelleren Internets im Vergleich zu den Wettbewerbern floss in die Planung dabei durch die Gewinnung von Neukunden – also auf der Mengenseite – und mittelfristig steigende ARPUs im Bereich Internet & Telefonie ein. Angesichts dessen hat die Kammer auch keinen Zweifel daran, dass die Folgen des Auslaufens der Promotionsangebote über die Kundenbindung und dadurch steigende Preise hinreichend in den Planansätzen abgebildet sind. Dann kann auch kein Widerspruch zum Ansatz eines rückläufigen ARPU im Segment Internet & Telefonie im Geschäftsjahr 2013/14 von € 28,17 auf € 23,47 und dann nochmals im Geschäftsjahr 2014/15 auf € 27,33 gesehen werden. Dieser Rückgang beruht nämlich gerade auf derartigen Promotionen, durch die gezielt Neukunden gewonnen werden sollten, die dann nach der Promotionsphase das schnellere Internet zu höheren Preisen nutzen sollen. In Realisierung dieses Effekts soll dann im Geschäftsjahr 2015/16 der ARPU bereits auf € 28,26 ansteigen und am Ende der Phase I € 29,54 betragen. Dies zeigt aber, dass der in den Jahren der Vergangenheitsanalyse sinkende Trend im Bereich Internet & Telefonie umgedreht werden soll, wie insbesondere auch der Darstellung in Tabelle 2 der 1. Ergänzenden Stellungnahme und die entsprechenden Erwägungen in der Stellungnahme vom 15.7.2016 belegen. Die entsprechenden Werte auch für Neukunden gingen separat in das Preis-/Mengengerüst ein.

(cc) Auf eine Einbeziehung des ARPU ausländischer Unternehmen konnte dabei verzichtet werden, nachdem eine

hinreichende Zahl unmittelbarer Wettbewerber vorhanden war.

(dd) Aus der herangezogenen Marktstudie von mit einem erwarteten Wachstum von 25 bzw. 26 % für 2017 kann kein Widerspruch zu der Prognose der Planung der Gesellschaft mit 28 % gesehen werden, weshalb sich daraus die mangelnde Plausibilität nicht herleiten lässt. Die Studie von lässt keine unmittelbaren Rückschlüsse im Sinne einer nicht mehr plausiblen Planung der Gesellschaft zu. Sie enthält keine Details zu der abgegebenen Schätzung. Daher ist ein Abgleich der Marktanteilsprognose von mit den erwarteten Marktanteilen nicht sachgerecht möglich, weil die -Studie und die Marktdurchdringung der Kabel Deutschland Holding AG auf unterschiedlichen Grundgesamtheiten aufsetzen, die Zusammensetzung der verschiedenen Technologien in den jeweiligen Bundesländern nicht homogen ist und vor allem in den „neuen" Bundesländern eine geringe Verbreitung von Breitbandanschlüssen sowie erhebliche Unterschiede bezüglich der Internetverfügbarkeit als auch der Bandbreitennutzung bestehen. Gerade die neuen Bundesländer liegen im Netzgebiet der Gesellschaft und sind zum Teil schwach besiedelt, was namentlich für Brandenburg und Mecklenburg-Vorpommern gilt, während die dicht besiedelten Bundesländer wie Nordrhein-Westfalen, Hessen und Baden-Württemberg zum Netzgebiet von Unitymedia Kabel BW gehören; dieser Anbieter trat zudem bereits früher in den Internetmarkt ein und verfügt über eine höhere Marktdurchdringung.

Die Planung der Kabel Deutschland Holding AG plant nicht pauschal Marktanteile aus der Sicht der gesamten

Bundesrepublik Deutschland, sondern geht von der eigenen technisch bedingten Verfügbarkeit aus. Ungeachtet der unterschiedlichen Herangehensweise von bei der Studie und der Planung der Kabel Deutschland Holding AG, die von dem Ansatz ausgeht, rund 28 % der Kunden im technisch relevanten Einzugsgebiet der Gesellschaft hätten einen internetfähigen Kabelanschluss, die dann auch Internetkunden der Gesellschaft im Geschäftsjahr 2018 sein sollten, konnten die Vertragsprüfer diese Studie von entsprechend ihrer Aussage in der 2. Ergänzenden Stellungnahme ergänzend als Anhaltspunkt für zukünftige Wachstumsraten heranziehen. Demgemäß wird auch ein Kundengewinn von Wettbewerbern wie der Deutschen Telekom AG aber auch von unterstellt.

(d) Die konkreten Ansätze im TV-Segment, in dem die Umsätze von € 1,168 Mrd. auf € 1,272 Mrd. ansteigen sollen, bedürfen keiner Korrektur, weil sie als plausibel bezeichnet werden müssen.

(aa) Korrekturbedarf lässt sich nicht mit dem höheren Wachstum in den Jahren der Vergangenheitsanalyse begründen. Bei Zugrundelegung dieses Zeitraums von 2010/11 unter Einschluss des Forecast 2013/14 mit den Zahlen des 2. Quartals dieses Geschäftsjahres liegt das durchschnittliche Wachstum von 1,7 % p.a. nur geringfügig unter den Vergangenheitswerten mit 1,8 % jährlichem Wachstum. Die Planung geht von einem Rückgang der Kundenzahl im TV-Bereich aus, wobei dieser indes schwächer ausfallen soll als in der Vergangenheit und von der Marktstudie von erwartet wird, wonach die Anzahl der Haushalte mit

Kabel-TV im Zeitraum von 2013 bis 2017 um durchschnittlich 1,5 % pro Jahr zurückgehen soll. Ungeachtet dieses rückläufigen Mengenwachstums geht die Gesellschaft von einem positiven Umsatzwachstum in der Phase I aus, was im Wesentlichen aus den Produkten für Premium TV stammen soll. Die Gesellschaft plant zunehmende Premium TV-RGUs wie auch einen ansteigenden ARPU im TV-Bereich. Bei der Umsatzplanung wirkt sich indes der Rückgang der Kundenkontakte durch den Wegfall der Grundverschlüsselung des SD-Signals ebenso wie die kostenfreie Ausstattung der Privatsender in HD-Qualität aus, was die Gesellschaft nach ihren Angaben gegenüber den Vertragsprüfern unterschätzt hatte. Zudem verschlechtert sich die durchschnittliche Qualität und Quantität der verbliebenen potentiellen Kundenbasis, nachdem Kunden mit höherer Zahlungsbereitschaft schon weitgehend akquiriert wurden, weshalb mit tendenziell höheren Forderungsabschreibungen in Folge von Forderungsausfällen zu rechnen ist. Weiterhin hat die Gesellschaft Schwierigkeiten, geeignete Mitarbeiter im lokalen Vertrieb zu finden, was sich negativ auf die Akquise von Neukunden auswirken wird. Vor allem muss aber auch gesehen werden, dass sich der Wettbewerb im Premium TV-Markt durch IP TV, Pay TV sowie Video-Streaming-Dienste wie Maxdome, Netflix, Watchever und die City Carrier verschärfen wird. Gerade die Auswirkungen des bereits Anfang 2013 erfolgten Wegfalls der SD-Verschlüsselung wurde im Forecast für das Geschäftsjahr 2013 berücksichtigt, nachdem dieser Umstand deutlich vor dem Stichtag der Hauptversammlung lag. Vor deren Abschaltung mussten beispielsweise neue Mieter mit der Kabel Deutschland Holding AG in Kontakt treten, um überhaupt ein TV-Signal

empfangen zu können. Bei einem derartigen von Kunden injiziertem Kontakt konnten seitens der Gesellschaft weitere Produkte im Premium TV oder Internet-Pakete beworben und dann auch entsprechend vertrieben werden. Mit Abschaltung der SD-Verschlüsselung entfiel ein Anreiz zur Kontaktaufnahme auf Kundenseite, da mit der bloßen Verbindung des TV-Geräts mit dem vorgesehenen Anschluss bereits ein zufriedenstellendes Fernseherlebnis ermöglicht wurde.

Demgemäß erwirtschaftete die Gesellschaft im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2013/14 ein spürbar schwächeres Ergebnis im Premium TV-Bereich, was so nicht erwartet wurde, aber im zweiten Quartal aufgrund zusätzlicher Vertriebs- und Marketingmaßnahmen bereits verbessert werden konnte. Da sich dieser positive Trend aus dem zweiten Quartal fortsetzen soll, ohne die Wachstumsdelle der ersten drei Monate ausgleichen zu können, kam es zu einem Rückgang des gesamten Umsatzwachstums für das laufende Geschäftsjahr von bisher 8 % auf Werte von 5 % bis 6 % entsprechend einer Pressemitteilung vom 9.10.2013; in der Planung wurde ein Wert von 5,8 % angesetzt. Für die Folgezeit ist es zur Überzeugung der Kammer nachvollziehbar, wenn nicht von einem temporären Trend ausgegangen wird, auch wenn andere Zugänge zur Ermöglichung des Kontakts zu den Kunden geschaffen werden sollen. Allerdings muss beachtet werden, dass eine direkte Kundenansprache ohne vorherige Einwilligung des Kunden aufgrund von § 28 Abs. 1 Nr. 1 BDSG nicht zulässig ist. Eine sich wiederholende Delle kann der Planung indes nicht entnommen werden.
Angesichts der geplanten Entwicklung kann nach der Delle auch nicht von einem gleichbleibenden Niveau der Ent-

wicklung der Umsatzerlöse im TV-Bereich ausgegangen werden, zumal diese Erlöse auch über die der Vergangenheit ansteigen sollen. Auch steigt durch die Einstellung zusätzlicher Mitarbeiter im Vertrieb, in Call-Centern und für Marketing, die entsprechende Aufwandspositionen mit sich bringen, die Profitabilität der Gesellschaft, worauf die Vertragsprüfer im Termin vom 20.6.2016 hingewiesen haben, so dass es insgesamt zu Wachstum auch in anderen Geschäftsbereichen kommt.

(bb) Eine stärkere Berücksichtigung der zunehmenden Verbreitung von HD TV war bei der Umsatzplanung nicht geboten. Zum Stichtag der Hauptversammlung umfasste das Produktangebot der Gesellschaft für Basic Cable TV sowohl digitales Fernsehen in SD- als auch HD-Qualität, wobei das Angebot in HD-Qualität für eine umfangreiche Senderanzahl inclusive war. Weitere, dann aber kostenpflichtige Produkte in HD-Qualität kann ein Kunde über das Produktangebot im Premium TV beziehen, das indes nur im Falle einer entsprechenden Buchung zu Mehrerlösen führt. Gerade das Segment des Premium TV stellt in der Planung des gesamten TV-Bereichs einen wesentlichen Wachstumstreiber dar. In diesem Segment wurde ein RGU-Wachstum von 8,4 % jährlich angenommen, was deutlich über den angenommenen Marktwachstum an Einschätzungen beispielsweise aus der Marktstudie von mit durchschnittlich 6,6 % p.a. liegt.

Der neue Standard 4k bzw. UHD führt nicht zu einer stärkeren Zunahme bei Premium-Kabelanschlüssen, die zwingend in die Planung hätte einfließen müssen. Auch bei diesen beiden Standards handelt es sich um eine weitere Technologiestufe nach HD TV, bei der die Konsumen-

ten über ein entsprechendes Fernsehgerät verfügen müssen, das die Darstellung der Bildqualität überhaupt erst ermöglicht. Auch war diese Technologie zum maßgeblichen Stichtag der Bewertung noch nicht am Markt eingeführt, sondern erst auf Technologiemessen vorgestellt. Unabhängig davon, ob dies ausreichend ist, nur darauf eine gesicherte Planung zu erstellen, haben die Vertragsprüfer in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme darauf verwiesen, diese Technologien seien keine Werttreiber für das Geschäft der Kabel Deutschland Holding AG.

(cc) Potential aus Cross- bzw. Up Selling-Chancen wurde in der Planung ausdrücklich berücksichtigt. Dies zeigt sich namentlich daran, dass sich die Premium TV-RGUs erhöhen, es also zur Vermarktung neuer hochwertiger TV-Produkte an bestehende Kabelkunden kommt. Während es beim Basic Cable zu einem Rückgang der RGUs von 8,325 Mio. zu Beginn der Phase I auf 7,492 Mio. an deren Ende - also von jährlich 2,3 % - kommt, steigen die Zahlen für Premium TV im selben Zeitraum von 2,342 Mio. auf 3,597 Mio. an, was einer jährlichen Steigerungsrate von 8,4 % entspricht. Die rückläufigen Wachstumsraten im Premium TV beruhen auf der niedrigen Ausgangsbasis im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse, nachdem die Gesellschaft dieses Produkt erst seit 2006/2007 anbietet. Das in der Planung angesetzte Wachstum liegt aber auch über den Markterwartungen, nachdem die -Studie von rund 6,6 % ausgeht.

Die entsprechenden positiven Erwartungen spiegeln sich auch im Zuwachs der Internet-RGUs wider. In diesem Bereich geht die Planung von einem Anstieg von 2,177 Mio. um 1,197 Mio. auf 3,374 Mio. am Ende der Detailpla-

nungsphase und demgemäß von einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 9,2 % aus.

(dd) Das Umsatzwachstum bei den Einspeiseentgelten und den sonstigen Erlösen im Kabelfernsehen bis 2018/19 ist nicht zu gering geplant, auch wenn die erwartete Inflation und die Entwicklung in der Vergangenheit mit einem jährlichen Wachstum von 5,2 % berücksichtigt wird. Unter Einfluss des Forecast 2013/14 belief sich die Wachstumsrate auf 4,8 %, wobei dieser Ansatz statthaft ist, nachdem in den Forecast 2013/14 bereits Ist-Zahlen dieses Geschäftsjahres eingeflossen sind. Über die Planjahre geht die Gesellschaft von einer Wachstumsrate für diese beiden Positionen von 1,7 % aus. Dieser Rückgang hat seine Ursachen nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer in der 1. Ergänzenden Stellungnahme in der erwarteten Abschaltung des analogen Signals im Geschäftsjahr 2017/18, weshalb von einem Rückgang der Einspeiseentgelte von 2016/17 in Höhe von € 24 Mio. auf nur mehr € 6 Mio. im darauf folgenden Jahr 2017/18 ausgegangen wird. Alle anderen Umsatzerlöse dieser Position in der Planung wie beispielsweise Erlöse aus Installationen, Geräteverkäufen oder sonstigen digitalen Erlöse gehen von einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 7,2 % p.a. aus, was deutlich über dem historischen Wachstum von 4,8 % liegt. Diese Annahme muss auch vor dem Hintergrund der zum Bewertungszeitraum geringen Inflationsrate von 1,5 % in Übereinstimmung mit den Vertragsprüfern als angemessen angesehen werden, wobei zum damaligen Stichtag auch keine höhere Preissteigerungsrate erwartet wurde.

Die Zuflüsse aus den Vergleichen, die mit öffentlich-rechtlichen Sendern nach der Kündigung der entsprechenden Verträge über die Einspeisevergütung abgeschlossen wurden, müssen unter Berücksichtigung der zur Wurzeltheorie entwickelten Grundsätze nicht in den Ertragswert einfließen. Danach sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren. Maßgeblich ist grundsätzlich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte und was absehbar war (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 = DStR 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 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Die Revisionsentscheidungen des Bundesgerichtshofes, in deren Folge es zu dem Vergleich kam, waren aus den bereits oben unter B. II. 2. a. (1) (b) (cc) genannten Gründen für die Gesellschaft nicht absehbar. Hinzu kommt, dass gerade nicht vorhersehbar war, inwieweit die Oberlandesgerichte, an die die Verfahren zurückgewiesen wurden, tatsächlich ein

unzulässiges Kündigungskartell angenommen hätten. Die Antragsgegnerin hat daher nicht zu Unrecht darauf hingewiesen, der Bundesgerichtshof habe gerade nicht über die Zahlung von Einspeiseentgelten entschieden. Ebenso muss gesehen werden, dass der Vergleich nach dem nachvollziehbar geschilderten Inhalt eine Vielzahl von Positionen enthält, die in die Zukunft gerichtet sind und von den ursprünglichen Einspeisevergütungen zu unterscheiden sind. Dies ist deshalb nachvollziehbar, weil es gerichtsbekannt zwischen Parteien eines Rechtsstreites häufig vorkommt, dass neben dem eigentlichen Streitgegenstand eine Vielzahl von Regelungen in den Vergleich aufgenommen werden, die in die Zukunft gerichtet sind und weit über den Streitgegenstand des gerichtlichen Verfahrens hinausgehen. So waren namentlich im Zeitpunkt des Stichtags der Hauptversammlung Einspeisungen der Programme der öffentlich-rechtlichen Sender in dieser nun von dem Vergleich erfassten Form, nicht erkennbar, was insbesondere für die Mediatheken gilt. Daher kann nicht davon ausgegangen werden, ein Zufluss sei zum maßgeblichen Zeitpunkt mit hinreichender Sicherheit zu erwarten gewesen, wie dies aber für eine Berücksichtigung zu fordern ist (vgl. OLG München AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; BayObLG AG 2001, 390, 391 = DB 2001, 1928, 1929; OLG Stuttgart AG 2004, 43, 44 = ZIP 2004, 712, 714 = DB 2003, 2429).

(ee) Der geplante Rückgang bei Ersteinrichtungsgeräten und dem Verkauf von Endgeräten muss als plausibel eingestuft werden. Bei diesen Punkten handelt es sich um Unterpositionen der geplanten Einspeiseentgelte und sonstigen Umsatzerlöse, die mengenbezogen sind und im Neu-

kundengeschäft entstehen. Der angenommene Rückgang im Geschäftsjahr 2013/14 beruht auf dem Forecast, in den die tatsächlichen Zahlen der ersten sechs Monate des Geschäftsjahres einflossen. Im Forecast 2013/14 bleibt die Anzahl der Neukunden im Premium TV-Bereich hinter den budgetierten Erwartungen zurück. Die Umsatzerlöse aus Ersteinrichtungsentgelten und dem Verkauf von Endgeräten hängen mit den Neukunden zusammen. Wenn deren Zahl zurückgeht, müssen demgemäß auch die hier angesprochenen Umsatzerlöse zurückgehen, sofern dies nicht über den Preis kompensiert werden kann. Mit Blick auf die bereits oben unter B. II. 2. a. (2) (b) (bb) geschilderte Wettbewerbssituation erachtet dies die Kammer als nicht realistisch.

(e) Im Bereich „Geschäftskunden" müssen angesichts der Plausibilität der Planannahmen keine Änderungen vorgenommen werden.

(aa) Dies gilt auch unter Berücksichtigung des Umstandes, dass dieses Segment noch in der Planung vom März 2013 abgebildet war. In der Vergangenheit erzielte die Kabel Deutschland Holding AG keine Umsätze mit Geschäftskunden im Sinne von Firmenkunden aus dem Mittelstand und anderen Unternehmen. Soweit auf der Homepage „Geschäftskunden" angesprochen werden, handelt es sich im Wesentlichen um Angebote an Wohnungsunternehmen, Hausverwaltungen und Eigentümer von Mehrfamilienhäusern. Aktivitäten aus diesem Bereich sind indes in der internen Ergebnisrechnung der Gesellschaft als B2B-Umsätze ausgewiesen. Dies beruht darauf, dass insbesondere kommerzielle Wohnwirtschaftsunternehmen als

Kabelkunden von kompletten Liegenschaften am Markt auftreten und die Leistung für das Kabel dann an den einzelnen Mieter weiterreichen. Bei den auf der Homepage der Gesellschaft dargestellten Produkten unter „Internet und Telefon Business-Angebote" handelt es sich um leicht modifizierte Privatkundenprodukte, die über die bestehenden Vertriebswege an Freiberufler, Selbstständige und kleine Unternehmen (so genannte SoHo-Kunden) vermarktet und ohne gesonderte Ermittlung unter den B2C-Umsätzen erfasst werden. Daher gibt es auch keine spezifischen Vertriebswege für „echte" Geschäftskunden. Im allein maßgeblichen Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 13.2.2014 musste die Planung den Geschäftsbereich „Geschäftskunden" daher nicht berücksichtigen, auch wenn die Planung vom März 2013 dieses Geschäftsfeld im Zeitraum vom Geschäftsjahr 2016/17 bis zum Geschäftsjahr 2017/18 einen Umsatzanstieg von € 7 Mio. auf etwa € 18 Mio. angesetzt hatte, wobei der Umsatzanteil im Geschäftsjahr 2017/18 bei 0,5 % lag und der EBITDA-Beitrag rund € 7 Mio. oder 0,4 % ausmachen sollte. Die Planung vom März 2013 enthielt nach den Feststellungen des Vertragsprüfers allerdings eine eher grobe Planung des Umsatzpotentials. Ganz wesentlich für die Einschätzung der Kammer ist die Tatsache, dass die Gesellschaft zum Bewertungsstichtag keine Kunden entsprechend der obigen Definition in diesem Segment, keine spezifischen Produkte und auch keine Vertriebsstruktur hatte. Zudem lag dieses Segment nicht im strategischen Fokus der Gesellschaft, was sich daran zeigt, dass Maßnahmen zum Aufbau dieses Geschäftsfeldes nicht hinreichend konkretisiert im Sinne der Wurzeltheorie waren.

Gegen die Möglichkeit der Berücksichtigung spricht auch das zwischen der Gesellschaft und abgeschlossene Business Combination Agreement vom 24.6.2013, in dem vereinbart wurde, die Kabel Deutschland Holding AG werde sich auf ihr Kerngeschäft konzentrieren – mithin auf das Geschäft mit Konsumenten, also den Privatkunden. Das Angebot der Kabel Deutschland Holding AG in diesem Bereich entspricht auch nach den von den Vertragsprüfern vermittelten Erkenntnissen nicht dem Anforderungsprofil des „echten" Geschäftskunden, der mehrere IP-Adressen, Kombipakete für mobile Angebote mit mehreren Smartphones oder Mailboxen, Sicherheitspakete mit Anti-Virensoftware und eine technische Betreuung rund um die Uhr, gegebenenfalls auch vor Ort benötigt. Geschäftskunden fragen üblicherweise individualisierte „all inclusive-Pakete" nach, die auf die jeweiligen Daten- und IT-Erfordernisse des Unternehmens abgestimmt sind und professionell erarbeitet und in Abstimmung mit dem Kunden umgesetzt werden. Die Implementierung eines derartigen Geschäftskundenkonzepts wäre für die Gesellschaft mit erheblichen zusätzlichen Investitionen und Aufwendungen beispielsweise für Personal und Marketing verbunden. Die zum Bewertungsstichtag vorhandene Vertriebsstruktur umfasst in erster Linie das „Door-to-door"-Marketing sowie postalische Flyer und Werbeanzeigen in Radio, Fernsehen und auf Werbeplakaten. Das von der Gesellschaft betriebene Call Center ist zum Stichtag gleichfalls für Privatkunden ausgelegt, die anders angesprochen werden als die deutlich betreuungsintensiveren Geschäftskunden. Da das Angebot für die SoHo-Kunden sich an personenbezogene kleine Einheiten richtet, kann

dieser Kundenkreis noch über das bestehende Vertriebssystem angesprochen werden.

(bb) Die Angemessenheit der unternehmerischen Entscheidung, sich nicht um „echte" Geschäftskunden zu bewerben, die mehrere Mitarbeiter an zum Teil auch verschiedenen Standorten und hierarchische Strukturen aufweisen, zeigt sich auch daran, dass das Kabelnetz der Gesellschaft auf 13 Bundesländer beschränkt ist, weshalb Kunden, die eine bundesweite Versorgung benötigen, technisch nicht vollständig eingebunden werden können. Allein der Umstand, dass sich die räumliche Begrenzung der Aktivität der Gesellschaft auf 13 Bundesländer technisch überwinden ließe, wie Geschäftsmodelle von Colt oder QSC zeigen sollen, rechtfertigt nicht die mangelnde Plausibilität. Es ist nämlich eine nachvollziehbare unternehmerische Entscheidung, wenn der Vorstand der Kabel Deutschland Holding AG die zur Überwindung dieser technischen Schwierigkeiten erforderlichen Investitionen nicht vornehmen möchte. Derartige Investitionen wären zur Überzeugung der Kammer jedoch zwingend notwendig gewesen, nachdem die Gesellschaft nach den Ausführungen der Vertragsprüfer gerade nicht über Vertriebsmöglichkeiten für derartige Geschäftskunden verfügte. Auch kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Gesellschaft in dieser Situation gegenüber den etablierten Unternehmen erheblichen Wettbewerbsnachteilen ausgesetzt wäre, weil sie von diesen Marktanteile gewinnen müsste. Dies wäre in einem nicht einfachen Wettbewerbsumfeld nicht ohne weiteres zu realisieren gewesen. Diese Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft resultiert

mittelbar aus dem Umstand, dass er keine Ausweitung auf KMU vornehmen möchte.

Eine in der 1. Ergänzenden Stellungnahme zitierte Untersuchung belegt, dass andere Kabelanbieter versucht haben, sich über das Privatkundengeschäft hinaus auch das Geschäftskundensegment zu erschließen, was nach dieser Analyse wirtschaftlich nicht erfolgreich war. Wenn dann der Vorstand der Gesellschaft, den die Vertragsprüfer nach ihrer Aussage ebenso wie andere Mitarbeiter danach gefragt hatten, eine Einbeziehung dieses Kundenkreises „echter" Geschäftskunden – also solcher im Sinne der KMU nach den Vorgaben der Europäischen Kommission – nicht in seine Planung einbezieht, ist diese Entscheidung nachvollziehbar und der Planung zugrunde zu legen. Dann aber lässt sich ein anderes Ergebnis auch nicht damit rechtfertigen, andere europäische Kabelunternehmen hätten seit mehreren Jahren im Bereich der SoHo und der KMU Produktlösungen für diese Kunden angeboten, zumal die Gesellschaft sich ihr Ertragspotential mit den bestehenden Produkten und Vertriebswegen erschließen kann.

Kombinationsprodukte, wie sie in einem 2015 publizierten Angebot der Kabel Deutschland Holding AG gezeigt wurden und die Aussage auf der Hauptversammlung vom 28.10.2015, es gebe ein Geschäftskundensegment vor allem für SoHo's mit einem an das B2C-Angebot angelehnten Produkt, belegen ebenfalls nicht, dass sich die Gesellschaft im Geschäftskundensegment bewege. Das Kombinationsprodukt lag zum Stichtag der Hauptversammlung am 13.2.2014 nicht vor; es handelt sich um ein Angebot von und der Kabel Deutschland Holding AG. Die

Aussage auf der Hauptversammlung vom Oktober 2015 steht nicht im Widerspruch zur Planung, weil die Gesellschaft durchaus Produkte für SoHo-Kunden in ihrer Planung als Teil des Geschäftskonzepts berücksichtigte.

(f) Kein Anpassungsbedarf besteht bei den Planansätzen im Bereich Internet & Telefonie, weil diese nach den von den Vertragsprüfern dem Gericht vermittelten Erkenntnissen als plausibel bezeichnet werden müssen. Die Umsatzerlöse der Gesellschaft sollen im Zeitraum der Detailplanungsphase in diesem Segment von € 741,6 Mio. im Geschäftsjahr 2013/14 auf € 1,2698 Mrd. im Geschäftsjahr 2018/19 ansteigen, was einem durchschnittlichen jährlichem Wachstum von 12,1 % entspricht.

(aa) Von einer Unterschätzung des Marktpotentials der Kabel Deutschland Holding AG kann nicht ausgegangen werden. Der Gesamtmarkt für das Internet ist der Markt für Breitbandanschlüsse, die sich im Wesentlichen auf DSL-Anschlüsse oder Kabelanschlüsse aufteilen. Dabei zeigt der Gesamtmarkt im Jahr 2012 bereits eine hohe Marktdurchdringung auf, nachdem 72 % der Haushalte über einen Breitband-Internetanschluss verfügten, weshalb gerade auch die Marktstudie von für diesen Markt eine stagnierende Entwicklung nach dem Wachstumskurs der Vorjahre annimmt. So lag das Wachstum im Jahr 2012 im Gesamtmarkt nur mehr bei 2,6 %. Da der Markteintritt der Kabel Deutschland Holding AG erst im Jahr 2005 und damit vergleichsweise spät erfolgte, nachdem erst die erheblichen Investitionen in den Netzausbau vorgenommen werden mussten, erreichte sie in den ersten Jahren prozentual sehr hohe Zuwächse zwischen 19 % und 192 %, was einerseits das erhebliche Nachholpotential der Ge-

sellschaft auf dem Breitbandkabelmarkt erklärt, andererseits aber auch auf niedrigen Ausgangswerten beruht, weshalb sich die Wachstumsraten in den Jahren zwischen 2005 und 2012 verlangsamten. Im Jahr 2008 lag der Anteil der Kabel Deutschland Holding AG bei 3,6 % der gesamten Breitbandanschlüsse. Ab dem Jahr 2009 zeigt das Wachstum der Gesellschaft eine deutliche Annäherung an die Entwicklung der gesamten Kabelanschlüsse, auch wenn das Kundenwachstum der Kabel Deutschland Holding AG in den Jahren 2009 bis 2012 sogar unter dem Wachstum der Breitband-Kabelanschlüsse lag. Breitbandanschlüsse über das Kabelnetz zeigten dabei eine ähnliche Entwicklung auf höherem Niveau als der gesamte Markt, was sich in den Jahren 2003 bis 2005 aus dem früheren Markteintritt von Unitymedia Kabel BW auf dem Breitbandmarkt zeigt.

Die Planung der Umsätze für Internet & Telefonie unterschätzt dabei auch nicht die Entwicklung des Breitbandmarktes und den darauf entfallenden Anteil der Kabelanschlüsse. Bei einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate der Breitbandhaushalte auf Basis des Jahres 2012 bis 2017 von 1,2 % bzw. einem Umsatzwachstum für stationäres Breitbandinternet von durchschnittlich 0,9 % pro Jahr ist eine Verdrängung der DSL-Anschlüsse erforderlich. Daher kann zum einen der Gesamtmarkt in die Plausibilisierungsüberlegungen einbezogen werden; zum anderen ist die nachvollziehbare Erwartung eines Verdrängungswettbewerbs für die Plausibilität der Planung ein wesentlicher Aspekt. Das verstärkte Entstehen eines Verdrängungswettbewerbs kann allerdings nicht dazu führen, es erleichtere der Gesellschaft, einen Kunden mit einem langsameren, aber teureren Produkt von einem an-

deren Unternehmen abzuwerben. Die Planung bildet gerade auch die Gewinnung neuer Kunden ab. Allerdings weisen die Vertragsprüfer in ihrer 5. Ergänzenden Stellungnahme zutreffend darauf hin, im Hinblick auf Vergangenheitszahlen mit einer Abwanderungsquote zwischen 10 % und 12 % müsse es als plausibel angesehen werden, die Gesellschaft sei auch in Zukunft Faktoren ausgesetzt, die das Wachstum limitieren. Die in Phase I angesetzte niedrigere Churn Rate bringt dabei aber bereits zum Ausdruck, die Gesellschaft könne im Wettbewerb eine verbesserte Kundenbindung erzielen. Allerdings zeigt die relativ hohe Abwanderungsquote in der Vergangenheit auch, dass es den Kunden nicht alleine auf den Geschwindigkeitsvorteil der Kabeltechnologie im Vergleich zu DSL-Anbietern ankommt.

Ein hoher Wettbewerbsdruck bestand für die Gesellschaft auch in der Vergangenheit. Allerdings erschloss sie durch ein für sie neues Produkt im Internetbereich für die bestehenden und teilweise auch neuen Kabelkunden ein zusätzliches Angebot, womit sie auch die hohen Wachstumsraten erwirtschaften konnte; indes verlangsamte sich dieser Prozess in den letzten Jahren vor dem Stichtag der Hauptversammlung aus den bereits dargestellten Gründen.

(bb) Die Entwicklung der Umsatzerlöse mit einem CAGR von 12,1 % erhellt, dass die Gesellschaft von einer deutlichen Erhöhung ihres Marktanteils von rund 19 % zu Beginn der Detailplanungsphase bis auf etwa 28 % an ihrem Ende in Bezug auf die vermarktbare Basis der Haushalte ausgeht, die ihren Internetanschluss theoretisch über das Kabelangebot der Kabel Deutschland Holding AG beziehen kön-

nen. Damit aber geht die Gesellschaft auch davon aus, sich in einem Verdrängungswettbewerb gegenüber anderen Anbietern durchsetzen zu können, nachdem der Gesamtmarkt entsprechend den Ausführungen in der 1. Ergänzenden Stellungnahme als stagnierend bzw. allenfalls leicht ansteigend anzusehen ist. Dieser in der Planung angesetzte Zugewinn an Marktanteilen, der kontinuierlich über den Planungszeitraum erfolgen soll, zeigt auch, dass die Planung davon ausgeht, gerade keine Marktanteile an die Deutsche Telekom AG zu verlieren.

(cc) Ebenso wenig unterschätzt die Planung die Überlegenheit der von der Gesellschaft genutzten Kabeltechnologie mittels Glasfaser gegenüber der DSL-Technologie. Die Ursache der nahezu Verdoppelung der Umsätze im Geschäftsbereich Internet & Telefonie liegt gerade in der Überlegenheit der Technologie. Demgemäß liegen die der Planung zugrunde gelegten Wachstumsraten über den Erwartungen des Marktes, wie sie beispielsweise in einer Studie von Solon aus dem Jahr 2011 mit mittelfristigen Wachstumsraten von 5 % p.a. beschrieben werden. Zudem konnte bei der Planung durchaus auch die Nachfragestruktur der Kunden mit deren künftig zu erwartendem Bedarf einfließen. Dabei verwiesen die Vertragsprüfer in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme unter Berufung auf den aus dem Jahr 2012 stammenden BSG-Report darauf, für die Mehrzahl der genutzten Internetanwendungen seien Bandbreiten von 2 Mbit/sec.ec ausreichend, was sich auf die jedenfalls zum Bewertungsstichtag übliche Nutzung des Internets mit E-Mail-Verkehr, Abruf von Internetseiten, I-, oder IP-Telefonie bezogen hat. Höhere Bandbreiten benötigten im Wesentlichen IP TV sowie

Streaming-Dienste. Im Rahmen ihrer Planung ging die Gesellschaft aber durchaus von einer Zunahme der Kunden aus, die leistungsstarke und hochpreisige Bundles – also das gemeinsame, zu einem Paket zusammengefasste Angebot mehrerer Produkte – nachfragen werden. Am Ende der Phase I soll dieser Anteil bei etwa 36 % liegen. Darin muss eine erhebliche Nachfragesteigerung gesehen werden, wobei die tatsächliche Entwicklung des Nachfrageverhaltens des Kunden nach derartigen High Bundles schwer zu prognostizieren ist. Dem Trend zu einem höheren Bandbreitenbedarf aufgrund der fortlaufenden Entwicklung neuer Produkte und Dienstleistungen trägt die Planung dadurch Rechnung, dass es zum einen zu einem sequentiellen Anheben der Bandbreite kommt und zum anderen von einem zunehmenden Anteil der High Bundles ausgegangen wird. Allerdings kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass der Markt preisintensiv und transparent ist, was Preiserhöhungen erschwert. Schließlich können sich die Kunden mittels Vergleichsportalen auch über geringfügige Preisunterschiede bei den Anbietern informieren. Bei der von Seiten der Antragsteller aufgeworfenen Frage, inwieweit die Planung die Überlegenheit der Produkte der Gesellschaft unterschätze, kann allerdings nicht vernachlässigt werden, dass es Untersuchungen zeitnah zum Bewertungsstichtag gab, wonach die Qualität des Kabelnetzes teilweise kritisch gesehen und für das Kabelnetz der Gesellschaft auch auf technische Schwächen hingewiesen wird. Derartige Faktoren sind geeignet, die Kundenzufriedenheit zu mindern und zum Wechsel des Anbieters zu führen. Auch deshalb kann nicht von unplausiblen Planannahmen hinsichtlich der Wachstumsraten ausgegangen werden.

(dd) Die Planung bildet auch die zunehmende Internetpenetration ab, weshalb dies nicht als weiterer Umsatztreiber hätte einfließen müssen, auch soweit die Gesellschaft den Vorsprung der Unitymedia Kabel BW aufgeholt haben sollte. Die Planansätze bezüglich der angesetzten Margen bei der Kabel Deutschland Holding AG erhellen nämlich gerade, dass die zunehmende Internetpenetration beachtet wurde. In der Planung erhöht sich die EBITDA-Marge, die in den Ist-Jahren der Vergangenheitsanalyse zwischen 45 % und 48 % lag, auf 50,3 %; die EBIT-Marge soll nach Werten zwischen 12 % und 23 % in den Jahren der Vergangenheitsanalyse auf 31 % ansteigen. Dies verdeutlicht eine erhöhte Profitabilität in diesem Bereich, die über der des TV-Segments liegt. Demgemäß führt auch bei der Kabel Deutschland Holding AG eine höhere Internetpenetration zu höheren Margen. Ein Vergleich mit der Unitymedia Kabel BW dergestalt, dass er auf die fehlende Plausibilität der Planung und die mangelnde Verwertbarkeit der Angaben der Vertragsprüfer schließen lasse, ist nicht statthaft. Zwischen den beiden Gesellschaften bestanden nicht unerhebliche Unterschiede, die eine Vergleichbarkeit deutlich erschweren, weshalb ein Rückschluss auf fehlende Plausibilität der Planung der Gesellschaft so nicht gezogen werden kann. Zu verweisen ist zum einen auf den unterschiedlichen Zeitpunkt des Markteintritts, weil es – worauf die Vertragsprüfer im Termin vom 6.10.2016 zu Recht hingewiesen haben – einen wesentlichen Unterschied bei den Marktaktivitäten macht, je nachdem ob es bereits eine Kundenbasis gibt oder ob man Marktanteile von einem Wettbewerber hinzugewinnen muss. Da die Kennzahlen wie beispielsweise die Internetpenetration immer noch unterschiedlich sind, lässt sich ein Wettbe-

werbsvorsprung der Unitymedia Kabel BW auch acht Jahre nach dem Markteintritt der Kabel Deutschland Holding AG nicht leugnen. Zum anderen müssen die regional unterschiedlichen Märkte gesehen werden, in denen die Gesellschaften tätig sind. In Baden-Württemberg gibt es keine nennenswerten Level 4-Anbieter und damit für Unitymedia Kabel BW eine günstige Wettbewerbssituation. Mit der Übernahme der Tele Columbus GmbH konnte Unitymedia Kabel BW einen wesentlichen Level 4-Anbieter am Markt in Baden-Württemberg integrieren, weshalb die Wettbewerbssituation zwischen den beiden Gesellschaft erhebliche Unterschiede aufweist.

Alleine aus dem Vertrieb von Breitbandprodukten kann nicht auf eine höhere Marge geschlossen werden, auch wenn die Gesellschaft beabsichtigt, den Kunden mehr- und höherpreisige Leistungen zu verkaufen. Vielmehr hängt die Profitabilität dann von der Höhe der Vertriebskosten für die verstärkte Akquise ab. Die zum Teil erfolgten Einführungsangebote sind dabei zu beachten, nachdem diese zu geringeren Preisen führen.

Soweit es einen Margenunterschied zu den TV-Angeboten von rund 13 % über den Durchschnitt der Planjahre gab, konnte dieser über ein detailliertes Preis-/Mengengerüst abgeleitet und begründet werden, wobei Einführungsangebote über die Preiskomponente dargestellt wurden. Hier differenzierte die Gesellschaft zwischen Neu- und Bestandskunden sowie den abgewanderten Kunden mit jeweils separaten Planungen. Dabei legte die Planung bei den Neukunden Preisnachlässe für die üblicherweise angesetzten maximal 12 Monate zugrunde, nach deren Auslaufen die Preisentwicklung entsprechend angepasst wur-

de. Dies konnten die Vertragsprüfer anhand des Preis-Mengengerüsts und der Vergangenheitsanalyse sowie über Expertengespräche zur Vertriebsstrategie mit Mitarbeitern aus dem Vertrieb für beide Geschäftsbereiche wie auch aus dem Controlling plausibilisieren und dementsprechend nachvollziehen, dass die Vertriebsstrategie auch dementsprechend in der Planung abgebildet war. Zudem sahen sie sich den öffentlichen Auftritt sowie Produktangebote an und glichen das Gesamtergebnis für die Gesellschaft dann mit externen Quellen wie Marktstudien, Benchmarking bezüglich der Margen oder den Erkenntnissen von Analysten ab. Die Vornahme einer detaillierten Analyse der Preise von Wettbewerbern war dabei zur Plausibilisierung der Planannahmen nicht erforderlich, weil jedes Unternehmen in einem Markt mit verteilten Marktanteilen potentiellen Kunden ein Wechselangebot im Sinne von Anreizen machen muss. In einem wachsenden Markt ist dies so nicht der Fall, wenn sich die Unternehmen mit dem Markt entwickeln können.

(dd) Der Plausibilität der Umsatzplanung im Bereich Internet & Telefonie kann nicht entgegengehalten werden, die Gesellschaft befände sich in einer singulären Situation. Zum Bewertungsstichtag bestand die Besonderheit, die aber nicht als singulär eingestuft werden kann, dass sie im Zeitpunkt der Bewertung ein besonderes Investitionsprojekt mit der internen Bezeichnung „Alpha" bearbeitete, dessen Auswirkungen auf Aufwendungen und Umsätze in der Planung verarbeitet wurden. Von einer zeitlich parallel verlaufenden Entwicklung der Kabel Deutschland Holding AG und der Unitymedia Kabel BW kann dabei nicht ausgegangen werden. Unitymedia Kabel BW entstammt aus

einem Zusammenschluss verschiedener Unternehmen; so ging der Kabelnetzbetreiber von Nordrein-Westphalen (ish), der seit 2003 Internetdienstleistungen anbot, in Unitymedia Kabel BW auf. IESY als Vorläufer bewarb Internet bereits Ende 2001. Auch beim Docsis-Ausbau war Unitymedia Kabel BW zu einem früheren Zeitpunkt deutlich weiter. Die breite Vermarktung von Internetdienstleistungen erfolgte in den Jahren 2004 bzw. 2005, wie die Vertragsprüfer in ihrer 3. Ergänzenden Stellungnahme unter Berufung auf eine Studie von Solon aus dem Jahr 2010 erläuterten. Nach ersten Pilotprojekten bot die Kabel Deutschland Holding AG ihren Kunden einen Internetzugang ab dem Jahr 2006 an. Bei einem Vergleich der Gesellschaft mit anderen Unternehmen im Kabelmarkt, in dem neben der Gesellschaft im Wesentlichen Unitymedia Kabel BW tätig ist, muss also den unterschiedlichen regionalen Gegebenheiten wie auch dem unterschiedlichen Entwicklungsstand in der Technologie Rechnung getragen werden, wie dies die Vertragsprüfer taten, indem sie die Tätigkeit der Kabel Deutschland Holding AG in ihrer konkreten Situation am Markt analysierten.

Entgegen der Auffassung der Antragstellerinnen zu 67) und 68) resultiert die Vergleichbarkeit der Gesellschaft mit Unitymedia Kabel BW nicht aus der Aufnahme eine Pilotprojekts Ende 2003 und der folgenden Produkteinführung in Hamburg, München, Leipzig, Bayreuth, Saarbrücken und Dresden im Jahr 2014 sowie dem Angebot in 15 Städten zum Ende des Jahres 2005 mit einer höheren Geschwindigkeit von 8,2 Mbit/sec. im Vergleich zu nur bis zu 6 Mbit/sec. bei Unitymedia Kabel BW. Auch wenn die Gesellschaft bis Ende 2005 plante, rund 3,7 Mio. ihrer Kunden ein Internetprodukt anzubieten, stellte sich die Realität

anders dar. Tatsächlich bezogen im Geschäftsjahr 2005/06 nur sehr wenige Kunden ein Internet-Produkt der Kabel Deutschland Holding AG, selbst wenn die Geschwindigkeit über dem des Wettbewerbers Unitymedia Kabel BW gelegen haben sollte. Der Internet-RGU blieb im Geschäftsjahr 2005/06 weit hinter den Erwartungen und der Planung zurück. Dann aber rechtfertigt sich der Schluss, das Produkt „Internet" der Kabel Deutschland Holding AG habe sich zu diesem Zeitpunkt noch nicht etabliert.

(ee) Der ansteigende Marktanteil von Kabelprodukten wurde in der Planung nicht zu gering angesetzt; es war dabei aber nicht erforderlich, einen Marktanteil der Kabelprodukte auf 43 % und eine Steigerung der Internetpenetration auf 55 % am Ende der Detailplanungsphase und damit eine Erhöhung der Internet-RGUs um 500.000 und eine Umsatzsteigerung um (weitere) € 170 Mio. zu unterstellen. Dies gilt auch dann, wenn Verkaufserfolge anderer europäischer Kabelunternehmen, der historische Gewinn von Marktanteilen deutscher Kabelanbieter sowie zunehmende Geschwindigkeitsvorteile und Preisvorteile in die Überlegungen einbezogen werden. Beim historischen Verkaufserfolg europäischer Kabelunternehmen dürfen die Eigenheiten des deutschen Kabelmarktes mit einer strengen Regulierung, dem konkurrierenden Empfangsweg über Satellit sowie der Dominanz des öffentlich-rechtlichen Rundfunks nicht außer Betracht bleiben. Indes wurden diese von Antragstellerseite genannten Faktoren in der Planung abgebildet, worauf die Vertragsprüfer hingewiesen haben. Ein sich abschwächendes Wachstum im Kabelbereich gegen Ende der Detailplanungsphase wird

auch durch die Studie von bestätigt, nachdem mittelfristig von einem generellen Rückgang der Kabelhaushalte auszugehen ist. Diese Entwicklung wird begleitet von einem rückläufigen ARPU im Breitbandbereich sowie einem sich deutlich abschwächenden Wachstum des Kabelanschlusses als Internetzugang. Dabei geht allerdings die Kabel Deutschland Holding AG ungeachtet dieser in einer zeitnah zum Bewertungsstichtag erstellten Marktstudie prognostizierten Entwicklung von einer Ausweitung ihres Marktanteils in einem wettbewerbsintensiven Markt aus und unterstellt einen erheblichen Zuwachs an Produkten mit einer schnellen Internetverbindung. Der Anteil der Standard- und High-Bundles, die im Geschäftsjahr 2018/19 Bandbreiten von über 100 Mbit/sec.ec. abbilden, soll bei rund 66 % liegen, was sich in etwa mit einer Marktstudie von Solon aus den Jahren 2009 und 2010 deckt. In gleicher Weise stimmen die Planansätze zur Auslastung des Kabelnetzes durch die Internetnutzung durch die Kunden, die in die Aufwendungen und Investitionen im Rahmen der Unternehmensplanung einfließen, mit Schätzwerten aus dieser Marktstudie überein. Mittel- bis langfristig wird sich ein zunehmender Geschwindigkeitsvorteil gegenüber Wettbewerbern, insbesondere der Deutschen Telekom AG indes nicht halten lassen, wovon die Planung auch ausging. Die Vertragsprüfer verwiesen sowohl in der 1. Ergänzenden Stellungnahme als auch im Termin vom 6.10.2016 auf den relativ großen Marktanteil der Deutschen Telekom AG von rund 43 % am Breitbandmarkt hin. Dabei gingen die Bestrebungen dieses Unternehmens dahin, dem Wettbewerbsvorteil der Kabelunternehmen die im Vergleich zu diesen schnellere Upload-Geschwindigkeit entgegenzusetzen, womit die um Kunden

warb. Zudem wollte diese Gesellschaft mit der Technologie FTTx auf den Markt kommen, die wettbewerbsfähig zu Kabelanbietern sein soll und damit ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Kabelanbietern verbessern soll. Die Deutsche Telekom AG trieb vor allem aber zum Bewertungsstichtag den Ausbau ihres VDSL-Netzes massiv voran, um mit der Vectoring-Technologie vergleichbar leistungsstarke Bandbreiten für das Internet anbieten zu können. Wenn ein Wettbewerber der Gesellschaft wie die Deutsche Telekom AG in verbesserte Technologien investiert, die dann auch von zahlreichen Zweitanbietern wie beispielsweise 1&1 oder O_2 vertrieben werden, muss zur Überzeugung der Kammer von einem sich vertiefenden Wettbewerb ausgegangen werden. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil die Deutsche Telekom AG angesichts ihrer Größe die Möglichkeit besitzt, preisaggressive Angebote zwecks Kundengewinnung zu platzieren, um so neue Kunden zu gewinnen, den eigenen Marktanteil zu erhöhen und die Kunden dann auch entsprechend zu binden. Zudem kann bei der Umsatzplanung der Kabel Deutschland Holding AG die limitierende Wirkung des Umsatzwachstums durch die fortschreitende Entwicklung des mobilen Internets nicht außer Betracht bleiben, das sich langfristig auf die Wettbewerbsintensität auswirken wird. Die Marktstudie von aus dem Jahr 2013 erwartet für diesen Bereich eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 11,5 % bei den Umsatzerlösen im Zeitraum von 2013 bis 2017, während das stationäre Breitbandinternet in derselben Zeitspanne nur um jährlich 0,9 % ansteigende Wachstumsraten beim Umsatz erwirtschaften soll. Wenn dann die Planung der Kabel Deutschland Holding AG dennoch von einer kontinuierlichen Zunahme eigener

Marktanteile über die Phase I ausgeht, kann dies jedenfalls nicht als zu pessimistische und damit unplausible Planung angesehen werden. Dies gilt auch deshalb, weil die Deutsche Telekom AG ausweislich des Tätigkeitsberichts Telekommunikation 2012/13 der Bundesnetzagentur, auf den die Vertragsprüfer hingewiesen haben, ungeachtet der attraktiven Kabelangebote im Hinblick auf die Übertragungsgeschwindigkeit ihre Marktposition behaupten konnte.

Ein Widerspruch zwischen dem durchschnittlichen jährlichen Wachstum bezogen auf die Anzahl der Breitbandanschlüsse kann nicht angenommen werden, wenn die Vertragsprüfer auf ein hohes Wachstum der Internet-RGUs der Kabel Deutschland Holding AG im Vergleich zu der Studie von hinwiesen. Die Kritik einiger Antragsteller, die -Studie nenne ein Wachstum von 11,5 %, während das CAGR der Internet-RUGs in der Zeitspanne zwischen 2013/14 und 2017/18 nur 10 % betrage, übersieht, dass diesen Zahlen unterschiedliche Vergleichszeiträume zugrunde liegen. Die Studie umfasst fünf Jahre ab 2012, während sich der Wert bei der Kabel Deutschland Holding AG aus den ersten vier Jahren der Detailplanungsphase errechnet. Legt man bei der Gesellschaft den Zeitraum von 2012/13 bis 2017/18 zugrunde, würde die durchschnittliche Wachstumsrate bei 11,7 % und damit wiederum über den Werten der Studie von liegen. Auch gegen Ende des Detailplanungszeitraums liegen die Wachstumsraten nach der Planung der Gesellschaft über der Wachstumsprognose der herangezogenen Marktstudie.

(ff) Mit Blick auf die in der Planung der Kabel Deutschland Holding AG angenommene jährlichen Wachstumsrate bei den Umsatzerlösen im Geschäftsbereich Internet & Telefonie kann keine Rede davon sein, die Überlegenheit gegenüber den DSL und VDSL-Produkten der Deutschen Telekom AG bei der angebotenen Internet-Geschwindigkeit und beim Preis-Leistungs-Verhältnis werde unterschätzt. Die Überlegenheit der Kabeltechnologie zählt zu den tragenden Annahmen zur Entwicklung des Umsatzes in diesem Geschäftsbereich, dessen Wachstumsraten über denen des Marktes liegen. Damit berücksichtigt die Planung auch hinreichend die Weiterentwicklung der Kabeltechnologie, die mit der Technologie Docsis 3.0 im Investitionsprogramm "Alpha" angelegt war, das wesentlich dazu beitragen soll, Marktanteile von Wettbewerbern zu gewinnen – nur auf diese Art und Weise kann die über den in Studien prognostizierten Wachstum liegende Umsatzentwicklung in der Detailplanungsphase realisiert werden. Da für den Gesamtmarkt in zeitnahen Studien von keinem relevanten Wachstum ausgegangen wird, kann auch der Rückgang der prognostizierten Wachstumsraten von zunächst 21,6 % auf rund 10,4 % im Jahr 2018 die Plausibilität der Planung nicht in Frage stellen. Der hohe Ansatz im ersten Planjahr beruht darauf, dass die Ist-Daten der ersten Monate hier noch einfließen konnten. Die Entwicklung in den Folgejahren beruht – wie bereits mehrfach angesprochen – auf dem detaillierten Preis-/Mengengerüst. Bei der Entwicklung der Wachstumsrate kann auch nicht außer Betracht bleiben, dass die Marktdurchdringung hoch ist und sich die Bonität der Kunden verschlechtert. Die Vertragsprüfer durften auch insoweit von plausiblen Annahmen ausgehen, weil die Wachs-

tumsraten bereits in den Jahren der Vergangenheitsanalyse eine rückläufige Tendenz aufwiesen. Da in das erste Planjahr die Ist-Daten der ersten sechs Monate einflossen, ist gerade für das Geschäftsjahr 2013/14 von einer relativ hohen Prognosequalität auszugehen.

(gg) Alleine aus einer Verbesserung des technologischen Geschwindigkeitsvorteils gegenüber dem modernisierten DSL-Netz muss nicht zwingend auf ein noch höheres Umsatzwachstum geschlossen werden. verwies bei ihrer Anhörung darauf, dass es jedenfalls zum Teil Kunden gebe, die sich mit geringeren Geschwindigkeitsraten zufrieden geben, weshalb es auch bei Existenz eines schnelleren Internets nicht zwingend zu einer Umverteilung zwischen den Anbietern hin zu der Kabel Deutschland Holding AG kommen muss, zumal die Gesellschaft ohnehin von einer im Vergleich zu Marktprognosen überdurchschnittlichen Wachstumsrate ausgeht, weshalb sie auch Marktanteile von Wettbewerbern hinzugewinnen wird. Dabei kann es angesichts des in die Zukunft gerichteten Prognosecharakters jedweder Planung nicht eine einzig gültige Aussage über die Entwicklung geben. Demzufolge kann die nachvollziehbare und plausible Planung der Gesellschaft nicht durch andere Planannahmen ersetzt werden, die für die Minderheitsaktionäre günstiger sein können, deren Ansätze aber naturgemäß ebenfalls keinen Absolutheitscharakter für sich in Anspruch nehmen können, auch wenn sie möglicherweise ebenfalls noch plausibel sind.

Die Planung berücksichtigt bei der Entwicklung der Umsatzzahlen demzufolge hinreichend die technologischen Möglichkeiten, die sich aus den Download-

Geschwindigkeiten herleiten lassen. Dem kann nicht entgegengehalten werden, in Zukunft könne ein Kabelnetzbetreiber Download-Geschwindigkeiten von 400 Mbit/sec. und mehr anbieten. Ein eher wachsender Vorsprung lässt sich daraus jedenfalls nicht zwingend ableiten. Die Vertragsprüfer wiesen auch in diesem Zusammenhang auf die nicht bei allen Kunden bestehende Nachfrage nach sehr hohen Bandbreiten und die zum Bewertungsstichtag bereits absehbaren Investitionen der Wettbewerber in die VDSL-Technologie hin. Auch ging die Planung der Gesellschaft davon aus, mit den höheren Bandbreiten entsprechend der in den Jahren vor dem Stichtag der Hauptversammlung erfolgten Preisgestaltung mit Low, Standard und High Bundles gerade mit höheren Bandbreiten einen höheren Umsatz zu erzielen. Auch sieht die Planung eine weitere Erhöhung der Bandbreite im Vergleich zum Stichtag und eine Verschiebung der Kundenzahl dergestalt vor, dass sich die Kunden des höchsten Segments nach oben verschieben werden. Dieser Vorteil nimmt allerdings im Zeitverlauf ab, weil der verfügbare Markt an rückkanalfähigen Haushalten am Ende von Phase I für die Kabel Deutschland Holding AG mit Blick auf das Verbreitungsgebiet ausgereizt sein wird. Auch kann ein Wettbewerbsvorteil alleine nicht aus der Einschätzung der Marktstudie von Solon aus dem Jahr 2010 hergeleitet werden, im Jahr 2020 werde es eine Nachfrage nach Ultra High Speed von 69 % geben. Zum einen soll nach der Planung der Gesellschaft der Anteil der Bandbreiten, die im Geschäftsjahr 2018/19 Bandbreiten von über 100 Mbit/sec. aufweisen, bei rund 66 % liegen, was sich in etwa mit der Marktstudie deckt. Zum anderen ist die Gesellschaft nicht der einzige Anbieter hoher Bandbreiten, was verstärkt für das Ende

der Detailplanungsphase zu gelten hat, weil sich die Angebote der Wettbewerber durch deren weitere Infrastrukturinvestitionen in VDSL oder FTTx erweitern werden. Bereits zum Stichtag war erkennbar, dass die VDSL-Anbieter die Leistungsfähigkeit ihrer Datennetze mittel- bis langfristig durch Vectoring-Technik bzw. den Ausbau mit Glasfaserkabel erhöhen werden, wie beispielsweise die Studie aus dem Jahr 2013 belegt. Diese Vergleiche der Planung der Gesellschaft mit anderen Studien macht deutlich, dass die Zunahme von schnelleren Brandbreiten in einer vergleichbaren Bandbreite liegt. Angesichts des Prognosecharakters kann ein Unterschied von drei Prozentpunkten die Plausibilität der Planung der Gesellschaft nicht in Frage stellen. Zudem soll der Marktanteil von ca. 19 % im Geschäftsjahr 2013/14 auf etwa 28 % beim Internet am Ende von Phase I ansteigen. Gerade diese Entwicklung spiegelt den Vorteil der Kabeltechnologie hinreichend wider.

Allein aus dem Umstand, dass die Planung der Gesellschaft von Docsis 3.1 und dem Vorhandensein der nötigen Hardware und Endgeräte ab Dezember 2015 ausgeht, kann nicht auf eine zu pessimistische, nicht mehr plausible Planung geschlossen werden. Insgesamt war nämlich für die Plausibilität der Wachstumsannahmen im Bereich Internet & Telefonie für die Vertragsprüfer ausschlaggebend, inwieweit Privatpersonen als Zielgruppe hohe Bandbreiten nachfragen. Dies ist deshalb nachvollziehbar, weil nur mit schnellem Internet höhere Umsätze erzielt werden können. Ein Automatismus dergestalt, dass die hohen Geschwindigkeiten auch zu einem deutlich stärkeren Kunden- und Umsatzwachstum führen, lässt sich nicht bejahen. Anderenfalls ließen sich nämlich die in der Ver-

gangenheit zu beobachtenden Abwanderungsquoten von 10 % bis 12 % trotz des technologischen Vorteils der Breitbandkabeltechnologie nicht erklären. Abgesehen davon führt eine deutlich höhere Geschwindigkeit nicht in gleicher Weise zu deutlich höheren Umsätzen, wie auch der Vertreter der Antragsgegnerin im Termin vom 6.9.2019 anhand der vergleichbaren Situation im Mobilfunkbereich erläuterte. Von Jahr zu Jahr würden dort 60 % mehr an Datenvolumen nachgefragt, ohne dass die Umsatzentwicklung damit Schritt halte. Angesichts dessen müssen die Wachstumsmöglichkeiten der Gesellschaft – wie dargestellt – ungeachtet des vorhandenen, sich verringernden Vorsprungs im Technologiebereich sowohl in der Detailplanungsphase als auch im Terminal Value als plausibel betrachtet werden.

(hh) Die Plausibilisierung des Bereichs Internet & Telefonie anhand der zum Zeitpunkt der Prüfung und des Bewertungsstichtages verfügbaren Daten und Studien konnte nicht aufgrund einer regionalen Analyse erfolgen. Zum einen unterscheidet bereits die Planung der Gesellschaft nicht nach Regionen. Zum anderen enthielt nur die Studie von zeitnahe Prognosen für den relevanten Breitbandmarkt, ohne nach einzelnen Regionen in Deutschland zu differenzieren. Auch die aktuellste Studie von Solon unterschied nicht nach Regionen bzw. Netzgebieten. Ungeachtet dessen waren aber regionale Besonderheiten Teil der Markt- und Wettbewerbsanalysen durch die Vertragsprüfer. Dies zeigt sich an der Einbeziehung der wesentlichen Wettbewerber wie insbesondere auch von regional tätigen Stadtnetzbetreibern sowie an dem Vergleich mit

Unitymedia Kabel BW, wo regionale Besonderheiten in Betracht gezogen wurden.

(g) Die Planannahmen zu den Umsatzerlösen im Bereich Mobilfunk können nicht zur Annahme einer höheren Barabfindung führen.

(aa) Soweit seitens der Antragsteller die mangelnde Plausibilität der Planung mit den nicht separat erfassten Erlösen aus dem Bereich des Mobilfunks begründet werden soll, vermag dies die Plausibilität der Planung nicht infrage zu stellen. Die Planung der Gesellschaft bildet diese Umsatzerlöse nämlich sehr wohl separat ab, auch wenn sie im Vergleich zu den beiden das Geschäftsmodell der Gesellschaft tragenden Bereichen TV einerseits sowie Internet & Telefonie andererseits vom Volumen her gering ausfallen. In den Jahren der Vergangenheitsanalyse beliefen sich die Umsatzerlöse hier auf etwa € 2,5 Mio. oder 0,1 % des Gesamtumsatzes; die Gesellschaft betrieb in diesem Bereich ausschließlich das Re-Selling von Mobilfunkverträgen der Telefónica O_2 SE (im Folgenden: Telefónica). Dabei ging die Planung vom Fortbestand dieses Mobilfunkgeschäfts im gegebenen Umfang von ca. 150,000 SIM-Karten aus, was einen Anteil von etwa 0,13 % am Gesamtbestand der SIM-Karten im zweiten Quartal des Jahres 2013 entspricht. Die Gesellschaft verfügte nicht über eine eigene Infrastruktur im Mobilfunkbereich. Vielmehr übernahm Telefónica die gesamte operative Geschäftstätigkeit wie Abrechnung, Hotline, Service oder Technik im Rahmen der zwischen den beiden Gesellschaften bestehenden Kooperation. Zum Bewertungsstichtag konnte nicht von einem wesentlichen Neukundengeschäft ausgegangen werden. Aus regulatorischen Gründen mussten

aber die bestehenden Mobilfunkkunden auf migriert werden, was durch einen konstant geplanten Umsatzerlös in Höhe von € 1,8 Mio. p.a. in die Planung eingeflossen ist. Darüber hinaus wurden zusätzliche Umsatzerlöse in Höhe von € 3 Mio. p.a. eingeplant, die von neuen Kunden im Rahmen eines Re-Sellergeschäfts mit erzielt werden sollen.

Zum Bewertungsstichtag befand sich als weiteres Geschäftsfeld der Bereich privatkundenbasiertes WiFi-Angebot im Aufbau, wodurch es jedem Mobilfunkkunden möglich sein sollte, sich in private WiFi-Netze von Kunden der Gesellschaft sowie Hotspots einzuwählen, um die Geschwindigkeitsvorteile stationärer WiFi-Netze gegenüber mobilen Internetverbindungen nutzen zu können. Erstmalig sollen daraus im Planjahr 2014/15 Umsatzerlöse in Höhe von € 3 Mio. erzielt werden, die sich bis auf € 12 Mio. am Ende der Detailplanungsphase erhöhen sollen. Aufgrund der regulatorischen Rahmenbedingungen kann dieses Projekt nur mit durchgeführt werden, wobei diese Gesellschaft als hochpreisiger Mobilfunkanbieter und aufgrund von Kannibalisierungstendenzen zunächst keine Kooperationsbereitschaft zeigte. Ohne Kooperationspartner könnte die Gesellschaft dieses Projekt aber nur in ihrem Absatzgebiet – mithin in nur 13 der 16 Bundesländer – anbieten, was die Vertriebsbemühungen deutlich erschweren würde, wie die Vertragsprüfer in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme ausgeführt haben.

Diese Probleme betreffen auch das weitere neu aufgesetzte Geschäftsfeld „Mobile Offloading", bei dem es anderen Mobilfunknetzbetreibern ermöglicht werden soll, ihre Mobilfunknetze zu entlasten, indem der Datentransfer

„fremder" Mobilfunkkunden über das WiFi-Netz der Kabel Deutschland Holding AG abgewickelt werden soll. Da bei diesem aufgrund der regulatorischen Bedingungen nur mit zu drittüblichen Bedingungen durchführbaren Geschäft erhebliche Investitionen in die IT-Infrastruktur bei der Übertragung der Mobilfunksignale, deren Übergabe in andere Netze sowie beim Login zu überwinden sind, wurden für diesen Teilbereich noch keine Umsätze angesetzt.

(bb) Der Ansatz eines ARPU von € 1,30 kann nicht als Input-Parameter für die Planung herangezogen werden. Das Mobilfunkgeschäft wurde lediglich ergänzend zu den TV- und Internet-Produkten angeboten, um wie die Deutsche Telekom AG als größter Wettbewerber ebenfalls eine Quad-Play-Produktpalette aus TV, Internet, Telefon und Mobilfunk im Angebot zu haben. Demgemäß gab es hier auch kein detailliertes Preis-/Mengengerüst, sondern eine konstante Fortschreibung des bestehenden Geschäfts mit Ansatz einer pauschalen Wachstumsprognose in diesem vergleichsweise kleinen Geschäftsfeld. Die Planung geht also nicht von einer Änderung des erzielbaren ARPU oder des Ertragspotentials bei der Kabel Deutschland Holding AG aus.

(cc) Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, ob der Ansatz stabil geplanter Mobilfunknutzerzahlen als unplausibel angesehen werden müsste, weil die Planung unter Umständen den Einsatz von Werbemitteln wie Flyern vernachlässigt haben könnte. Selbst wenn ein gewisser Anstieg der Mobilfunknutzerzahlen aufgrund zum Stichtag der Hauptversammlung angesetzter Werbemaßnahmen zwingend in die Planung aufzunehmen gewesen wäre,

kann dadurch kein Ertragswert erreicht werden, der zu einer über dem Börsenkurs liegenden Abfindung führen würde. Durch den Mobilfunkbereich müsste mithin eine Erhöhung des Ertragswerts um mehr als € 573,6 Mio. erreicht werden. Dies ist angesichts des in Relation zum Gesamtumsatz der Gesellschaft von € 2,541 Mrd. am Ende der Detailplanungsphase ausgeschlossen. An deren Ende sollen die Umsatzerlöse im Mobilfunkbereich bei € 16,8 Mio. liegen – dies entspricht einem Anteil am Gesamtumsatz von 0,66 %. Da auch Aufwendungen für dieses Geschäftsfeld zu berücksichtigen sind, die hiervon abzuziehen sind und die dann erzielten Jahresüberschüsse auch noch mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes diskontiert werden müssen, kann selbst bei einer gewissen Erhöhung des Umsatzes durch weitere bislang unberücksichtigt gebliebene Werbemaßnahmen die Differenz zum Ertragswert keinesfalls überbrückt werden. Dies resultiert aus der Geschäftspolitik der Gesellschaft in diesem Bereich. Beim Vertrieb von Mobilfunkverträgen handelt es sich gerade nicht um ein strategisches Kerngeschäft der Gesellschaft. Mobilfunkverträge wurden gegebenenfalls mitverkauft, wenn Kunden danach fragten. Dies ist insbesondere auch deshalb als strategische unternehmerische Entscheidung des Vorstandes hinzunehmen, weil die Gesellschaft zum Bewertungsstichtag über kein eigenes Netz für Mobilfunk verfügte und auch kein aktives Forderungsmanagement in diesem Bereich betrieb. Ebenso muss in diesem Zusammenhang der Umstand gesehen werden, dass der Mobilfunkmarkt in Deutschland ein stark kompetitiver Markt ist, auf dem ein starker Preiswettbewerb mit zahlreichen Anbietern herrscht. Wenn dann ein deutlich höheres Wachstum des Umsatzes erzielt werden soll,

müsste die Gesellschaft vor allem erhebliche Investitionen und zusätzliche Vertriebsaufwendungen aufbringen, die dann ertragsmindernd in die Planung zwingend einfließen müssten. Wenn der Vorstand dann die Entscheidung trifft, sich nicht auf dieses Geschäftsfeld zu konzentrieren und dieses nicht auszubauen, ist dies nachvollziehbar. Dies gilt gerade auch deshalb, weil zum bisherigen Kundenstamm nach Aussage des Vertreters der Antragsgegnerin im Termin vom 6.10.2016 viele Kunden nur geringe Umsätze lieferten und im Jahr 2013 ein erheblicher Verdrängungswettbewerb herrschte. Angesichts dieser Entscheidung des Vorstands der Kabel Deutschland Holding AG, kommt es nicht entscheidungserheblich darauf an, inwieweit für andere Kabelanbieter in Europa der Mobilfunk zunehmend an Bedeutung gewinne.

Auch fanden die Vertragsprüfer keine Anhaltspunkte dafür, dass sich dieses Geschäftsfeld bei der Gesellschaft in Zukunft günstiger entwickeln könnte. Diese Einschätzung stützten sie nachvollziehbar auf die von ihnen herangezogenen Marktstudien, denen sie entnehmen konnten, das Preisniveau werde unter Druck geraten.

Selbst wenn man – was die Vertragsprüfer indes angesichts der bisherigen Geschäftspolitik als nicht realistisch bezeichneten – ein Umsatzpotential von € 24 Mio. durch den Mobilfunk annehmen würde, bedeutet dies zum einen keinen zusätzlichen Erlös und damit eine Erhöhung des Jahresüberschusses in dieser Höhe, weil mit dem gesteigerten Umsatz angesichts der geringen Erfahrung der Gesellschaft im Mobilfunkbereich auch ein deutlich erhöhter Aufwand einhergehen müsste. Eine relevante Steigerung

des Ertragswerts wird dann damit aber nicht verbunden sein.

(h) Die Anhörung der Vertragsprüfer ergab keine Anhaltspunkte dafür, die Planung lasse neue Entwicklungen wie WLAN, Video on Demand und Triple-Play fehlerhaft außer Betracht und sei deshalb unplausibel. Der Produktbereich WLAN bzw. WiFi wurde in der Planung der Mobilfunkerlöse berücksichtigt. Das anfragebasierte Ansehen oder Herunterladen digitaler Videos von einem Online-Dienst im Internet war zum Bewertungsstichtag in Deutschland noch nicht etabliert, weil übersichtliche und leicht zugängliche Kundenplattformen, die ein breites Filmspektrum zu günstigen Preisen anbieten, noch nicht vorlagen, worauf die Vertragsprüfer in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme hinwiesen. Daher gab es zum Bewertungsstichtag der Hauptversammlung auch noch keine Umsatzerlöse für diesen Bereich. Zudem erfordert dieses Geschäftsfeld auch erhebliche Investitionen in das Kabelnetz und die dazu gehörigen Kundenendgeräte. Ungeachtet dessen erwartet die Gesellschaft eine Umsatzentwicklung von rund € 3,5 Mio. im Geschäftsjahr 2014/15 bis auf etwa € 21 Mio. im Geschäftsjahr 2018/19. Das Umsatzpotential von Triple Play als Produktpaket aus TV-, Internet- und Telefonprodukten floss in die einzelnen Planungen der beiden großen Geschäftsbereiche TV einerseits und Internet & Telefonie andererseits ein. Andererseits gehen Analystenreports davon aus, dass die im Bündel vertriebenen Produkte zu einer Verwässerung der Marge führen können, weil die Summe der Einzelpreise höher ist als der Bündelpreis, weshalb vor allem bei Quad-Play-Paketen die Gefahr nicht zu übersehen ist, dass die positiven Kundenbindungseffekte nicht ausreichen können, um Ergebniseinbußen aufgrund der Nachlässe zu kompensieren.

Der Beitritt der Kabel Deutschland Holding AG zur RDK-Gemeinschaft im Februar 2014 lässt einen Einfluss auf die Höhe der Ergebnisse der Gesellschaft nicht erkennen, auch wenn die Entwicklung neuer Geschäftsfelder im Bereich Videodienstleistungen konkret beabsichtigt und durch den Lizenzerwerb auch dokumentiert war. Durch den mit dem Beitritt verbundenen Erwerb einer Lizenz kann die Gesellschaft einen Code zur schnelleren Entwicklung von Videodiensten nutzen. Die Entwicklungsleistung selbst muss allerdings weiterhin von der Kabel Deutschland Holding AG erbracht werden; allein durch den autorisierten Zugriff auf diese Open Source-Software entsteht bei der Gesellschaft noch kein neues Produkt.

(i) Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum vom Geschäftsjahr 2013/14 bis zum Geschäftsjahr 2018/19 beträgt 5,9 % und liegt damit über den Werten, zu denen Aktienanalysten für denselben Zeitraum mit 5,7 % gelangten. Auch dieser Vergleich zeigt jedoch, dass die Annahmen zur Umsatzplanung der Gesellschaft als plausibel einzustufen sind. Beim Vergleich wurde bei den Analystenreports auch auf das Geschäftsjahr 2013/14 abgestellt, um Verzerrungen durch ein unterschiedliches Basisjahr zu vermeiden. Den Vertragsprüfern lagen Schätzungen vor, die vor der Veröffentlichung des Jahresergebnisses für das Geschäftsjahr 2012/13 publiziert wurden und daher auch nicht die tatsächlichen Umsatzerlöse für dieses Jahr in Höhe von € 1,83 Mrd. einbeziehen konnten. Somit wichen die Analystenreports von dem tatsächlich erzielten Erlös ab, weshalb die Verwendung der tatsächlich erzielten Umsatzerlöse dieses Jahres als Aufsatzpunkt für die Berechnung der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate eine Verzerrung der CAGR der aggregierten Analystenprognosen zur Folge hätte.

Diese Grundaussage über die Vergleichbarkeit der Schätzungen und den daraus zu ziehenden Schluss plausibler Annahmen zur Umsatzplanung bleibt auch bestehen, wenn die Reports der Pivotal Research Group vom 21.2.2013 einbezogen werden, weil sich daraus nahezu keine Veränderungen ergeben. Lediglich für das Geschäftsjahr 2015/16 fällt der Mittelwert der Schätzungen um € 1 Mio. höher aus. Da diese Schätzungen – anders als der Planansatz für das Geschäftsjahr 2013/14 – Ist-Zahlen allenfalls zum Teil einbeziehen konnte, ist es nachvollziehbar, wenn der Durchschnitt der Analystenschätzungen in absoluten Zahlen etwas über den Planannahmen der Gesellschaft liegt – die Differenz liegt relativ bei Werten zwischen 1,9 und 3,6 %. Bei den ab Oktober 2013 erstellten Berichten fällt indes auf, dass die Werte nur in den Analysen der Bank of America Merrill Lynch und der NordLB bei einem Ansatz derselben Werten wie im September 2013 signifikant über dem Mittelwert liegen, während die anderen Analysten nur geringfügig über dem Planwert von € 1,909 Mrd. liegen oder diesen auch unterschreiten wie die Berichte der New Street Research und der Warburg Research von Oktober und November 2013 sowie von Goldman Sachs und Exane BNP Paribas vom November 2013. Ähnlich verhält es sich in den Folgejahren, soweit es hierfür Einschätzungen gab. Angesichts dieser Zahlen kann nicht davon ausgegangen werden, die Planung der Kabel Deutschland Holding AG sei zu pessimistisch und folglich nicht mehr plausibel. Diese Schätzungen bestätigen auch, dass die Zahlen aus der Planung von März 2013 mit Blick auf die reale Entwicklung des Geschäftsjahres 2013/14 keine taugliche Grundlage für die Ableitung des Ertragswerts zum Stichtag der Hauptversammlung sein können.

(3) Die Ansätze zur Aufwandsplanung in der Detailplanungsphase stellen sich als plausibel dar, weshalb sich Korrekturbedarf nicht bejahen lässt.

(a) Dies gilt zunächst für die Annahmen zum Materialaufwand und die bezogenen Leistungen, wonach diese Positionen von € 494,8 Mio. zu Beginn der Phase I bis auf € 666,3 Mio. an ihrem Ende steigen sollen.

(aa) Die Planung des Materialaufwands bildet die Effekte aus dem Investitionsprogramm „Alpha" mit den intendierten Einsparungen sachgerecht ab; ohne dieses Programm wären die Aufwendungen für Miete und Leasing deutlich höher anzusetzen gewesen. Dieses Investitionsprogramm soll eine weitere Netzwerkaufrüstung und Effizienzsteigerung durch den Ausbau der Rückkanalfähigkeit, von Docsis 3.0 sowie die weitere Segmentierung und Ausweitung des eigenen Glasfasernetzes ermöglichen. Durch den Ausbau der eigenen Glasfaserinfrastruktur und die steigende Anzahl von Kundendirektanschlüssen soll es zu Einsparungen künftiger Miet- und Leasingaufwendungen für die Netznutzung der Deutschen Telekom AG kommen.

Das durch dieses Investitionsprogramm erwartete Einsparvolumen soll sich auf über € 20 Mio. pro Jahr aus den Investitionen für den Netzausbau auf 862 MHz und den Ausbau der eigenen Glasfaserinfrastruktur belaufen, wie die Vertragsprüfer anhand ihrer Arbeitspapiere nach der mündlichen Verhandlung vom 11.5.2017 in Übereinstimmung mit der Aussage von von der Bewertungsgutachterin in der 4. Ergänzenden Stellungnahme ausgeführt haben. Darin liegt auch kein Widerspruch zu Aussagen des Vorstands der Gesellschaft auf

der Hauptversammlung vom Oktober 2014 über ein ex post realisiertes Einsparvolumen von € 40 Mio. Dieser Betrag umfasst nach dem nicht bestrittenen und daher gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden geltenden Vortrag der Antragsgegnerin nicht nur das Einsparvolumen im Zusammenhang mit Miet- und Leasingaufwendungen im abgelaufenen Geschäftsjahr in Höhe von € 10 Mio. durch die Kündigungen von Mietleitungen und weitere € 10 Mio. durch die Vermeidung zusätzlicher Aufwendungen. In den Betrag floss nach dem unstreitigen Vortrag vermiedener Aufwand in Höhe von € 26 Mio. Auch in den beiden nachfolgenden Hauptversammlungen für die Jahre 2016 und 2017 wurde das Gesamtvolumen beider Positionen für das jeweilige vorangegangene Geschäftsjahr mit € 45 Mio. bezeichnet. Auch wenn dies die nachträgliche Entwicklung widerspiegelt, zeigt diese doch die Plausibilität der Planannahmen zum Einsparvolumen und zum Ansatz der Miet- und Leasingkosten.

Auch diese Aufwandspositionen wurden auf der Grundlage eines Preis-/Mengengerüst detailliert geplant, wobei zwischen den beiden Segmenten TV einerseits sowie Internet & Telefonie andererseits von den beiden separaten Fachabteilungen differenziert wurde. Die Planung erfolgte dabei auf der Grundlage eines Netzwerkmodells, mit dessen Hilfe bestimmte Input-Faktoren wie Kundenanzahl, Bandbreitenbedarf oder freie Kapazitäten geplant und für die Mittelfristplanung dezidiert modelliert werden können. Demgemäß kam es zu einer Anpassung der Miet- und Leasingaufwendungen, wobei jeweils die Forecast-Zahlen, also das aktualisierte Budget des Geschäftsjahres 2013/14 Ausgangspunkt waren. In den Jahren der Vergangenheitsanalyse zeigte die Aufwandsposition „SLA

Miete und Leasing DTAG" eine ansteigende Tendenz, wobei die Aufwandsquote bei etwa 12 % des Umsatzes lag. Im Forecast 2013/14 lag diese Aufwandsposition aufgrund einer Sonderzahlung der Deutschen Telekom AG, mit der verschiedene Streitfälle geklärt wurden, um etwa € 10 Mio. unter dem Vorjahreswert – ohne diesen Sondereffekt läge das durchschnittliche Wachstum der Miet- und Leasingaufwendungen bei rund 3,4 % über den Planungszeitraum. Der Anstieg dieses Kostenblocks beruht auf der geplanten Ausweitung der Kundenbasis sowie der zunehmenden Bandbreitennutzung der Bestandskunden. Aufgrund der technologischen Produktentwicklung im TV- wie auch im Internetbereich steigt auch der Bedarf der Kunden für Breitband. Somit stellt das damit verbundene erhöhte Datenvolumen einen wesentlichen Treiber der Miet- und Leasingaufwendungen dar. Da dieses erhöhte Bandbreitenangebot stets auch für Bestandskunden bereitgestellt werden muss, nehmen die Aufwendungen für eine Bandbreitensteigerung bei zunehmendem Kundenbestand überproportional zu: Das bereinigte Wachstum von 3,4 % p.a. liegt indes deutlich unter dem geplanten Umsatzwachstum von 5,9 % jährlich. Durch die Erweiterung des eigenen Datennetzes verringert sich die Abhängigkeit der Gesellschaft von der Deutschen Telekom AG und damit auch die Notwendigkeit, entsprechende Leistungen von diesem Unternehmen anzumieten. Wenn aber der Umsatz deutlich stärker steigen soll als Aufwendungen für höheres notwendiges Bandreiten, spricht dies für die Plausibilität des Planansatzes. Aus ihm ergibt sich – entgegen der Auffassung einiger Antragsteller – auch die hinreichende Berücksichtigung des Investitionsprogramms „Alpha". Diese grundsätzliche Wirkungsweise steht in Ein-

klang mit dem von den Vertragsprüfern zitierten Analystenreport von Morgan Stanley. Konkrete Berechnungen kann dieser Bericht mangels detaillierter Kenntnis vom Inhalt des Investitionsprogramms zwar nicht liefern. Den Erwägungen in der 1. Ergänzenden Stellungnahme der Vertragsprüfer ist indes zu entnehmen, dass die Tendenz zutreffend ist. Folglich kann auch auf die Plausibilität der Planung geschlossen werden. Dies gilt vor allem dann, wenn auf das Wachstum des Umsatzes im Bereich Internet & Telefonie abgestellt wird, das deutlich über dem Wachstum der Miet- und Leasingaufwendungen liegt, die auch in diesem Bereich der unternehmerischen Tätigkeit entstehen. Bei der Entwicklung des Verhältnisses des CAGR zur Entwicklung der Kosten für Miete und Leasing kann zudem nicht ausschließlich auf die Internet-RGUs abgestellt werden, weil der Bandbreitenbedarf auch durch weitere Segmente wie Video on Demand getrieben wird. Die Bewertungsgutachter haben im Termin vom 11.5.2017 die in das Kapazitätsmodell eingeflossenen Zahlen zum Breitbandwachstum genannt. Vom letzten Jahr des Vergangenheitszeitraums 2012/13 bis zum Ende der Detailplanungsphase haben sie sich mehr als verdreifacht; beginnt die vergleichende Betrachtung im Geschäftsjahr 2013/14, ist immer noch ein Anstieg um nahezu 250 % zu beobachten. Demgemäß steigt das jährliche Wachstum der Bandbreiten in erheblichem Umfang, weshalb trotz aller Anstrengungen der Gesellschaft auch mehr bei der Deutschen Telekom AG erworben werden muss. Zudem erwarten die Kunden eine höhere Bandbreite ohne Preissteigerungen.

Für die Plausibilisierung der Leasingaufwendungen durfte nicht nur die Internet-RGUs herangezogen werden; viel-

mehr müssen alle Bereiche betrachtet werden, weil auch für den TV-Bereich Kapazitätsbedarf besteht, nachdem die Gesellschaft insbesondere im Premium TV-Bereich wachsen sollte. Daher unterschied das Netzwerkmodell auch zwischen diesen beiden Bereichen.

Der Leasingpreis pro Bandbreite floss in den Planungstool ein und beruhte offensichtlich auf den Annahmen der Gesellschaft hinsichtlich der erforderlichen Bandbreite und des Netzwerkbedarfs. Zudem floss in das Netzwerkmodell eine Vielzahl vorhandener Verträge zu unterschiedlichen Zeitpunkten und mit unterschiedlichen Inhalten ein. Aus der Analyse der Entwicklung der Leasingkosten in der Vergangenheit durften die Vertragsprüfer auch den Schluss ziehen, die weitere Entwicklung in der Detailplanungsphase müsse als plausibel angesehen werden, ohne dass es dazu zwingend der Auswertung der regulierten Leasingkosten für das Ortsnetz-Backbone der Deutschen Telekom AG bedurfte. Ebenso wenig musste angesichts unterschiedlicher Strukturen der beiden Gesellschaften Kabel Deutschland Holding AG und Deutsche Telekom AG der zusätzliche Bandbreitenbedarf von Bestandskunden der Kabel Deutschland Holding AG zur Preisentwicklung bei der Deutschen Telekom AG in Relation gesetzt werden. Demzufolge mussten die Vertragsprüfer diese Preisentwicklung auch nicht separat analysieren.

Ein Widerspruch in der Planung lässt sich nicht aus der Entwicklung der Breitbandkundenbasis in Relation zum Wachstum der Miet- und Leasingkosten ableiten. Die durchschnittliche Wachstumsrate der Miet- und Leasingaufwendungen ist vorliegend nämlich durch den Einmaleffekt der Rückerstattung durch die Deutsche Telekom AG

verzerrt. Bei einem Abstellen auf nicht verzerrte Werte lässt sich kein doppeltes Wachstum der Miet- und Leasingkosten erkennen.

Aus den ersten Datenpunkten vom 19.5.2014 mit einem stärkeren Rückgang kann kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planung gezogen werden. Diese Zahlen stammen aus einem Zeitpunkt, der etwas mehr als drei Monate nach dem maßgeblichen Stichtag liegt. Folglich lagen diese Erkenntnisse am 13.2.2014 noch nicht vor. Zudem können die Finanzdaten bereits durch die Folgen des Wirksamwerdens des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages beeinflusst sein. Auch können sich andere Faktoren auf die Aufwandsgröße auswirken, die nicht erkennbar waren wie eine schnellere Umsetzung eigener Anschlüsse oder Vertragsverhandlungen mit der Deutschen Telekom AG. Daher stellt auch dies die Plausibilität der Planung des Materialaufwands nicht in Frage.

(bb) Der Aufwand für Programminhalte, also für bezogene Leistungen, wurde plausibel geplant, auch wenn es zu einem Anstieg von € 42,50 im Geschäftsjahr 2013/14 auf € 50,70 pro Premium TV-RGU am Ende der Detailplanungsphase kommen soll. Die Aufwendungen für Programminhalte, in denen deutlich gestiegene Aufwendungen für digitale Videorecorder nicht enthalten sind, steigen im Planungszeitraum insgesamt von € 93,8 Mio. auf € 173,4 Mio., was einer jährlichen Wachstumsrate von rund 13,1 % entspricht. Dabei erfolgt die Planung detailliert nach Nutzung – neben der Planung fixer Kostenbestandteile weist die Planung die Aufwendungen für Programminhalte im Bereich HD privat, Germany Pay-TV und International Pay-TV aus und beruht auf einer detaillierten

Mengenplanung unter Abbildung von Jahresdurchschnittswerten sowie der monatlichen Kosten pro RGU entsprechend den Planannahmen. Dabei wurden die von der Gesellschaft getroffenen Annahmen nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer konsistent verarbeitet. Nachdem sowohl die Kosten pro RGU als auch die RGUs für HD privat und Germany Pay-TV als wesentliche Kostenpositionen in diesem Bereich steigen, ist der Anstieg der Kosten für Programminhalte als konsequent anzusehen. Dem steht auch nicht die von Antragstellern teilweise geltend gemachte Überlegung entgegen, aus der Kennzahl "Aufwand Programminhalt/Mittelwert der Premium TV-RGUs des laufenden Jahres und des Vorjahres" mit einem deutlichen Anstieg vom Geschäftsjahr 2013/14 auf das Geschäftsjahr 2017/18 resultiere die Fehlerhaftigkeit. Dieser Kennzahl kommt nämlich nach den Ausführungen der Vertragsprüfer in der 4. Ergänzenden Stellungnahme keine Aussagekraft zu, weil in den RGUs für Premium TV das Segment HD privat nicht enthalten ist, während es in die Kosten für Programminhalte einbezogen wurde. Bei einer Berechnung unter Einbeziehung der HD privat-RGUs erhöhen sich die Kosteninhalte für Programminhalte pro RGU nur geringfügig von 2013/14 auf 2014/15 und liegen auch im Geschäftsjahr 2018/19 in etwa auf diesem Niveau. Der Anstieg der Kosten je RGU vom Geschäftsjahr 2013/14 auf das nachfolgende Jahr hat seine Ursache in den neuen HD-Paketen der Gesellschaft.

Die Plausibilität der steigenden Aufwendungen für Programminhalte ergibt sich auch aus dem starken Wettbewerb auf dem Pay TV-Markt mit zahlreichen verschiedenen Anbietern, worauf die Vertragsprüfer zutreffend hingewiesen haben. Als entscheidendes Abgrenzungsmerk-

mal gegenüber den Wettbewerbern muss dabei die angebotene Programmvielfalt im Sinne einer kontinuierlich steigenden Programmvielfalt sowie verschiedener Formate und Preismodelle angesehen werden. Dies wiederum macht beim Anbieter nachvollziehbar erhebliche Kosten und Investitionen notwendig, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten und neue Kunden zu gewinnen.

(b) Angesichts ihrer Plausibilität können die in der Planung zugrunde gelegten Personalaufwendungen von € 213,1 Mio. bis hin zu € 261,4 Mio. im Geschäftsjahr 2018/19 der Ertragswertermittlung zugrunden gelegt werden.

(aa) Die Planung der Gesellschaft, die auf der Ebene der Segmente bzw. Funktionsbereiche vorgenommen wird und Annahmen zur Lohnsteigerung einfließen lässt, geht in allen Bereichen von einem Anstieg der Vollzeitäquivalente von 3.617 im ersten Planjahr auf 3.911 im letzten Planjahr aus. Dabei geht die Gesellschaft von einem Personalaufbau vor allem in den operativen Bereichen Sales, Technical Operations und Engineering mit einem durchschnittlichen Wachstum von 2,7 bis 3,6 % aus, während die Overhead-Bereiche relativ konstant gehalten werden sollen. Die Notwendigkeit des Personalausbaus beruht dabei auf dem zunehmenden Ausbau des Netzes mit den dabei anfallenden Arbeiten. Nachholbedarf besteht auch im Sales-Bereich, wo vor allem in den Call-Centern im ersten Planjahr ein Zuwachs von 1.254 auf 1.322 Vollzeitäquivalente vorgesehen ist, um so dem negativen Effekt aus dem bereits oben geschilderten Wegfall der Grundverschlüsselung entgegenzuwirken. Durch die Verstärkung der Call-Center soll der Kundenkontakt intensi-

viert werden. Ebenso gründet diese Entwicklung der Personalaufwendungen auf der Wettbewerbsintensität des Marktes. Trotz Stagnation oder nur geringfügiger Steigerungen des TV-Marktes und einer Stagnation der Nutzerzahlen für Internet & Telefonie im Einzugsgebiet der Kabel Deutschland Holding AG plant die Gesellschaft ein Wachstum, das aus der Gewinnung von Kunden, die Breitbandleistungen benötigen, stammen soll. Mit Blick auf den Wettbewerb auch für dieses Leistungsangebot sind erhebliche Anstrengungen im Marketing und Vertrieb notwendig, um in den von einem Verdrängungswettbewerb gekennzeichneten Märkten des Premium-TV sowie von Internet & Telefonie bestehen zu können. Für das Up-Selling höherpreisiger Produkte, mit dem Wettbewerbsanteile hinzugewonnen werden sollen, bedarf es einer systematischen Ansprache bestehender und potentieller Kunden, worauf die Vertragsprüfer in der 1. Ergänzenden Stellungnahme überzeugend hingewiesen haben. Aus diesen Gründen muss der Personalaufbau als plausibel bezeichnet werden.

Aus dem Ansatz einer Personalaufwandsquote zwischen 11,2 % und 10,3 % kann kein Rückschluss auf eine unplausibel Planung gezogen werden, selbst wenn diese Quote am oberen Rand einer Benchmark mit anderen europäischen Kabelbetreibern liegt. Das Kabelnetz der Gesellschaft in 13 von 16 Bundesländern deckt gerade auch Flächenländer wie Niedersachsen, Brandenburg und Mecklenburg-Vorpommern ab. Dort ist aufgrund der niedrigeren Bevölkerungsdichte ein deutlich höherer Aufwand im Direktvertrieb aufgrund längerer Anfahrtswege erforderlich. Zudem ist für die Versorgung eine flächenmäßig größere Infrastruktur einschließlich Wartung und Pflege erfor-

derlich, was wiederum höhere Kosten bei den technischen Diensten nach sich zieht. Der Anstieg im Vergleich zum letzten Ist-Jahr in 2013/14 beruht auf dem Personalaufbau in den Call-Centern, wo es zu einer Festanstellung bisheriger Zeitarbeitskräfte kommt. Die Strategie der Gesellschaft, mit zusätzlichen Internet-Dienstleistungen mehr Umsatz zu erwirtschaften, bedarf entsprechender Vertriebs- und Marketingmaßnahmen, was auch geht, soweit Bestandskunden teure Zusatzprodukte hinzubuchen sollen – aber auch dies geschieht gerade nicht automatisch, sondern bedarf eines entsprechenden Anstoßes durch die Mitarbeiter im Vertrieb oder im Marketing mit entsprechenden Maßnahmen. Personalkapazitäten bedarf es zudem auch, um die Produkte auf technologischer und auf Benutzerebene wettbewerbsfähig zu halten.

Ungeachtet dessen plant die Gesellschaft eine Verbesserung ihrer EBITDA-Marge, die zum Teil auch auf einer geringeren Personalaufwandsquote beruht, weshalb die Planannahmen auch Effizienzsteigerungen abbilden. Angesichts dieser konkreten Überlegungen des Vorstands zum künftigen Personaleinsatz kann aus dem Vergleich zu anderen europäischen Kabelanbietern nicht auf eine fehlerhafte Planung geschlossen werden.

(bb) Personalkosteneinsparungen in Call-Centern, bei Zentralfunktionen, in der Zulieferung von Marketing sowie einer gemeinsamen Rechtsberatung dürfen nicht berücksichtigt werden, weil derartige Potentiale sich nur im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin ergeben können und dies im Widerspruch zu einer Stand alone zu erfolgenden Bewertung steht.

(cc) Über die Outsourcing-Politik der Gesellschaft im Vergleich zu anderen europäischen Anbietern kann die Personalaufwandsplanung nicht in Frage gestellt werden. Die Frage, inwieweit bestimmte Aufgaben an externe Dritte übertragen werden, stellt sich als unternehmerische Entscheidung dar, die mittels des Spruchverfahrens regelmäßig nicht überprüft werden kann. Aus den Erfahrungen in der Vergangenheit zogen die Organe der Kabel Deutschland Holding AG den Schluss, die Call-Center wieder in die Gesellschaft zu integrieren. Aufgrund finanzieller Probleme eines Komplexdienstleisters übernahm die Gesellschaft dieses Unternehmen im Jahr 2012, um wichtige Dienstleistungssegmente zuverlässig ausführen zu können und wesentliche Verträge mit Subdienstleistern zu erhalten. Im Rahmen ihrer Prüfung gelangten die Vertragsprüfer folglich nachvollziehbar zur Überzeugung, die diesbezüglichen Entscheidungen zum Umfang von In- und Outsourcing seien plausibel.

(4) Kein Korrekturbedarf besteht bei den sonstigen Aufwendungen, deren Ansätze als plausibel bezeichnet werden müssen, auch wenn sie im Planungszeitraum leicht von € 336,9 Mio. auf € 346,5 Mio. oder um durchschnittlich 0,6 % p.a. ansteigen sollen. Damit aber zeigt sich, dass der Anstieg in Relation zum Wachstum des gesamten Umsatzes von 5,9 % p.a. deutlich unterproportional geplant wird; dies spiegelt sich in einer rückläufigen Aufwandsquote von 17,6 % im Geschäftsjahr 2013/14 auf nur mehr 13,6 % am Ende der Detailplanungsphase wider. Die Planung erfolgte dabei auf Einzelpositionsebene und bei variablen Kostenbestandteilen aufgrund eines Mengengerüsts. Auch in der Entwicklung der um den Long Term Incentive Plan bereinigten EBITDA-Marge mit einem Anstieg von rund 46,4

% im letzten Ist-Jahr 2012/13 auf 50,3 % im letzten Planjahr 2018/19 zeigt sich die Einbeziehung erheblicher Effizienzsteigerungen und Skaleneffekte in der Planung.

Der Betrag von € 36 Mio. im Geschäftsjahr 2013/14 setzt sich zusammen aus in diesem Jahr entstandenen Aufwendungen von € 29 Mio. im Zusammenhang mit der Übernahme der Gesellschaft durch die Antragsgegnerin sowie aus € 7 Mio., die ihre Ursache in der Einführung des SEPA-Systems für Zahlungstransaktionen in Euro haben. Nachdem diese Aufwendungen im ersten Planjahr im Ist tatsächlich bei der Gesellschaft entstanden, mussten sie auch in die Ertragswertermittlung einfließen.

(5) Die Kammer vermag aufgrund der Ausführungen der Vertragsprüfer bei den Annahmen zur Investitionsplanung und zu den Abschreibungen mit Beträgen zwischen € 404,3 Mio. im Geschäftsjahr 2013/14 bis auf € 493,2 Mio. ansteigend im Geschäftsjahr 2018/19 keinen Korrekturbedarf zu erkennen.

(a) Die angenommenen Ansätze sind im Vergleich zu den Jahren der Vergangenheitsanalyse nicht überhöht, als sie in den Geschäftsjahren 2010/11 bis 2012/13 € 384 Mio., € 296 Mio. und € 487 Mio. betrugen. Dabei ist die zum Teil geforderte Annahme, die Investitionen dürften in Phase I eine Grenze von € 400 Mio. nicht übersteigen, nicht sachgerecht. Anhand der historischen Entwicklungen und angesichts der Planannahmen lässt sich der Ansatz dieser Obergrenze nicht rechtfertigen. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass die Gesellschaft im Bereich Internet & Telefonie erhebliches Wachstum entsprechend ihrer Planannahmen erwirtschaften möchte. In die einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil ermöglichende Technologie des Kabelnetzes muss die Gesellschaft indes weitere Investitionen vornehmen. Diese lassen sich in erfolgsabhängige Investitio-

nen, die beispielsweise im Rahmen der Neukundengewinnung für die Kundenendgeräte wie Receiver oder für Investitionszahlungen zur Segmentierung des Kabelnetzes anfallen, und erfolgsunabhängige Investitionen für die Aufrüstung und den Ausbau des Kabelnetzes unterscheiden, wobei die letztgenannten Investitionen etwa 1/3 des gesamten Investitionsvolumens ausmachen. Neben diesen Investitionen musste auch das bei der Gesellschaft vorhandene Investitionsprogramm „Alpha" mit einem Volumen von € 300 Mio. berücksichtigt werden. Die Effekte aus diesem Projekt, dessen Ziele, Volumen und Arbeitsstand ebenso wie die Auswirkungen auf die Planung von den Vertragsprüfern hinterfragt wurden, sind in der Planung abgebildet, nachdem die sich daraus ergebende Erweiterung des Kundenpotentials zu dem Umsatzanstieg in Phase I beitragen soll. Nachdem in den Geschäftsjahren 2013/14 und 2014/15 die Gesamtinvestitionen in Höhe von € 591 Mio. bzw. € 667 Mio., € 120 Mio. bzw. € 180 Mio. auf das Projekt „Alpha" fallen, entwickeln sich die Investitionen in der Detailplanungsphase ohne den auf „ "Alpha"" entfallenden Teil nahezu konstant mit Volumina von € 471 Mio., € 487 Mio., € 485 Mio., € 482 Mio., € 486 Mio. und € 488 Mio. Gerade die Tatsache, dass die Kabel Deutschland Holding AG in den Jahren bis zum Börsengang im Jahr 2010 hinsichtlich der Durchführung von Investitionen eher etwas zurückhaltend war, führt dazu, dass die Planung auch noch von gewissen Nachholeffekten geprägt sein muss, die neben die technologischen Anforderungen des Netzes treten, die mit dem Projekt „Alpha" verwirklicht werden sollen. Ein konkreter Betrag des auf das angenommene Wachstum entfallenden Investitionsbedarfs wurde zwar nicht in die Planung aufgenommen. Dies war allerdings auch nicht zwingend notwendig gewesen, weil die Investitionen in ihrer Gesamtheit letztlich dazu beitragen sollen, das Umsatzwachstum zu generieren. Die Investi-

tionen sollen ihren Beitrag dazu liefern, sowohl Bestandskunden zu halten als auch Neukunden zu gewinnen, weil für beide Gruppen die Attraktivität des Leistungsangebots ausschlaggebend ist. Dieses soll durch die Investitionen verbessert werden.

Der eher konstante Investitionsbedarf für den Ausbau vor allem im Kabelnetz steht in Einklang mit Marktstudien, die für europäische Kabelnetzbetreiber aufgrund der kontinuierlich erfolgenden technologischen Entwicklung ebenfalls einen eher gleichbleibenden Investitionsbedarf annehmen. In diesem Zusammenhang verwiesen die Vertragsprüfer auf Analystenstudien, die sogar von einem unterschätzten Investitionsbedarf beim Projekt „Alpha" ausgingen und einen Bedarf sahen, der die geplanten Investitionen um bis zu € 500 Mio. übersteigen solle. Dann aber kann jedenfalls nicht davon ausgegangen werden, der insgesamt angesetzte Investitionsbedarf stelle sich als überhöht dar, wenn er über € 400 Mio. liegt.

Die daraus abgeleitete Investitionsquote der Kabel Deutschland Holding AG von durchschnittlich 24,2 % über den Zeitraum der Detailplanungsphase kann auch nicht deshalb als fehlerhaft bewertet werden, nur weil sie über dem Niveau vergleichbarer Kabelanbieter liegt. Bis zum letzten Planjahr sinkt die Quote auf nur mehr 19,2 % des Umsatzes. Dieser Wert stimmt dann aber in etwa mit der bei rund 20 % liegenden durchschnittlichen Investitionsquote der Unternehmen überein, die die Vertragsprüfer zur externen Plausibilisierung herangezogen haben. Im Zeitraum von 2006 bis 2012 lag diese nämlich bei Unitymedia Kabel BW, Virgin Media Inc. und Zon Optimus SGPS S.A. sowie den Peer Group Unternehmen der Vertragsprüfer bei dem Wert von 20 %. Der Mittelwert der europäischen Unternehmen ohne Unitymedia Kabel BW mit einer Investitionsquote von 25 % lag in der Vergangenheit von 2006 bis 2012 bei 24 %. Abweichun-

gen im Einzelnen ergeben sich neben der Größe der Unternehmen auch aus anderen Faktoren oder dem Stand des jeweiligen Netzausbaus. Allerdings wurden diese Daten entsprechend der Angaben von zur Plausibilisierung der Investitionsquote der Gesellschaft herangezogen und gerade nicht zur Herleitung und Begründung derselben. Die auf dem Netzwerkmodell der Gesellschaft beruhende Planung wurde von den Prüfern auch hier einer internen Plausibilisierung unterzogen, wobei die Planung zwischen den einzelnen Bereichen Wartung, Kapazitätserweiterung bei Bestandskunden und speziellen Projekten wie Anbau oder Netzerweiterung differenzierte. Diese ließen sich die Vertragsprüfer auch entsprechend erläutern, wann die Kapazitätsauslastung für die einzelnen Bereiche erreicht ist, die dann Investitionen erfordert. Dabei prüften sie die Konsistenz der mengenbasierten Input-Parameter ebenso wie die Systematik und Logistik des Modells als System, wobei sie dann das Ergebnis von seiner Größenordnung her plausibilisierten.

(b) Die Abschreibungen wurden für die Zukunft nicht fehlerhaft geplant, auch wenn ihr Volumen jeweils über € 400 Mio. in den Jahren der Detailplanungsphase lag. Die Höhe der Abschreibungen resultiert aus dem zum Stichtag der Hauptversammlung vorhandenen Anlagevermögen unter Berücksichtigung der Abschreibungsdauer sowie des Alters der jeweiligen Vermögensgegenstände, wofür die Gesellschaft einen Abschreibungsplan erstellte. Die daraus abgeleiteten Abschreibungen wurden um solche für die jeweils geplanten Investitionen ergänzt, wobei die Abschreibungsdauer für die jeweils geplanten Investitionen nach Anlagegütern gruppiert in die Ertragswertermittlung einflossen. Da sich das Investitionsvolumen in den beiden ersten Jahren von Phase I erhöht, muss sich notwendigerweise auch

das Abschreibungsniveau erhöhen, nachdem der Umfang der Abschreibungen bekanntlich von den Investitionen und der Nutzungsdauer abhängt. Allerdings entwickelt sich die Abschreibungsquote deutlich rückläufig von 31,2 % im Geschäftsjahr 2011/12 bis auf 19,4 % im Geschäftsjahr 2018/19. Angesichts der Entwicklung des Investitionsvolumens muss dies als zwangsläufig angesehen werden.

(c) Die Abschreibungen bei der Kabel Deutschland Holding AG reduzieren das Ergebnis, weil sie in der G+V-Rechnung sachgerecht als Aufwandsgröße erfasst werden; sie führen indes nicht zu einem Abfluss liquider Mittel. Der Ansatz der Abschreibungen gewährleistet eine periodengerechte Zuordnung des Wertverzehrs von in der Vergangenheit getätigten Investitionen; durch die Abschreibungen werden die geleisteten Auszahlungen im Sinne von Investitionen wirtschaftlich dem Jahr zugerechnet, in dem mittels der entsprechenden Vermögenswerte die zusätzlichen Erträge erzielt werden sollen. Demgemäß kommt es zu einer Berücksichtigung der Liquiditätseffekte aus Abschreibungen und Investitionen in der Cashflow-Rechnung und damit im Bewertungskalkül. Die Ausschüttungen basieren dann auf den erwarteten Unternehmensgewinnen.

(6) Die gegen die in die Planung eingeflossenen Synergien vorgebrachten Einwände von Seiten der Antragsteller sind nicht geeignet, die Plausibilität der Ansätze hierzu in Frage zu stellen.

(a) Der Ermittlung des Ertragswerts können nur unechte Synergien zugrunde gelegt werden, mithin solche, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können. Zwar wird in der Literatur teilweise die Auffassung vertreten, auch echte Synergien aus einem Zusammenschluss seien zu berücksichtigten, was

vor allem mit der Gleichbehandlung von Mehrheits- und ausscheidenden Minderheitsgesellschaften und der Tatsache begründet wird, die volle Entschädigung impliziere zumindest eine Beteiligung an den Transaktionsgewinnen (vgl. Adolff in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., § 21 Rdn. 102; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 138; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 71; Hüttemann in: Festschrift für Hoffmann-Becking, 2013, S. 603, 609 f.; Winner in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 16 Rdn. 49 jedenfalls für die Situation des § 305 AktG). Dieser Beurteilung vermag die Kammer indes mit der überwiegend in Rechtsprechung und Literatur vertretenen Auffassung nicht zu folgen. Sie steht im Widerspruch zu dem Grundsatz, dass die Bewertung des Unternehmens stand alone zu erfolgen hat. Demgemäß können nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung finden, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme hätten realisiert werden können. Die Gegenauffassung berücksichtigt nicht hinreichend, dass die Kompensationsleistung bei derartigen Strukturmaßnahmen auf der Grundlage eines objektivierten Unternehmenswertes festzusetzen ist. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept unter Einbeziehung der realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken sowie der finanziellen Möglichkeiten allein des zu bewertenden Unternehmens. Der Aktionär soll die Teilhabe am Unternehmenswert erhalten, die ihm ohne den Bewertungsanlass zusteht. Dann aber können nur die Synergien einfließen, die sich nicht erst als Folge des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages erwirtschaften lassen. Auch aus der Treuepflicht des herrschenden Unternehmens oder Gerechtigkeitsüberlegungen lässt sich

nicht begründen, warum einem Minderheitsaktionär letztlich bloße abstrakte Chancen werterhöhend zukommen sollen, die das eigene Unternehmen ohne den Bewertungsanlass nicht hätte realisieren können (vgl. BayObIG AG 1996, 127, 128; OLG München, Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; 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, 4. Aufl., § 9 Rdn. 47; Riegger in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 13; Stephan in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 68; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 353; Decher in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 115, 123 ff.; offener Meilicke/Kleinerts in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 Rdn.72).

(aa) Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze flossen die zu berücksichtigenden unechten Synergien zutreffend in die Ermittlung des Ertragswerts des Unternehmens ein. Dabei entfiel von dem Gesamtbetrag in der Planung berücksichtigter Synergien in Höhe von € 8,35 nach der Auskunft von im Termin vom 22.11.2017 ein Betrag von € 1,26 je Aktie auf operative Synergien wie vor allem Beschaffung und geringfügig IP-Peering und von € 7,09 je Aktie auf Finanzierungssynergien, die dem besseren Rating von geschuldet sind. Aufgrund der Gespräche mit den Bewertungsgutachtern von sowie der Vertragsprüfer flossen diese Zahlen in eine modifizierte Planung ein, die der Vorstand dann am

25.11.2013 verabschiedete. Dabei kam es allerdings nicht zu einer grundlegend neuen Planung, sondern es flossen lediglich die Anforderungen der Vertragsprüfer an die Darstellung der Synergien ein. Bereits deshalb kann nicht davon ausgegangen werden, es liege keine Planung der Gesellschaft, sondern eine solche der Vertragsprüfer vor. Abgesehen davon haben sich Vorstand und Aufsichtsrat diese Überlegungen der Vertragsprüfer zu Eigen gemacht, indem sie die veränderte Planung verabschiedeten. Somit unterscheidet sich der Fall grundlegend von dem, der dem Beschluss des Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 12.11.2015, Az. I-26 W 9/14 (AktE), (AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 = Der Konzern 2015, 550, 553) zugrunde lag, weil dort die Organe gerade nicht die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planung beschlossen hatten, sondern auf ihrer ursprünglichen Planung beharrten.

(bb) Die beiden identifizierten Synergien aus dem Bereich Beschaffung und der gemeinsamen Nutzung bestimmter Netzteile flossen im beschriebenen Umfang in die Planung ein.

Dabei umfassen die Einkaufssynergien von insgesamt € 14,4 Mio. die Vorteile aus dem gemeinsamen Kauf von Softwaresystemen und Dienstleistungen. Diese Synergien im Bereich Einkauf wurden dabei ab dem Geschäftsjahr 2014/15 zu Hälfte angesetzt, weil die von der Kabel Deutschland Holding AG bezogenen Leistungen zum einen noch vertraglich gebunden waren und zum anderen eine gewisse Zeit benötigt wird, um Vereinbarungen neu zu verhandeln. Daher wurden insoweit für das zum Zeitpunkt der Prüfung bereits fast beendete erste Planjahr aus

diesem Komplex keine Synergien herangezogen. Ab dem Geschäftsjahr 2015/16 ging die Planung von einer voll umfänglichen jährlichen Einsparung aus.

Zur Identifizierung möglicher Einkaufsynergien analysierte die Gesellschaft 35 Positionen, was etwa 90 % des Einkaufswerts entspricht. Eine der wichtigsten „Warengruppen" im Einkauf der Kabel Deutschland Holding AG stellt dabei der Tiefbau dar – angesichts der Bedeutung des Tiefbaus könnte dann dort auch ein erhebliches Synergiepotential vermutet werden. Da aber gerade keinen Tiefbau betreibt, können dann auch keine unechten Synergien erwirtschaftet werden. Die Kabel Deutschland Holding AG kaufte in 18 von 35 Einkaufskategorien bereits günstiger ein. Aus einem zusammengelegten Einkauf können indes zur Überzeugung der Kammer keine relevanten weiteren Verbundvorteile gewonnen werden. Die Vertragsprüfer wiesen nämlich insbesondere auch im Termin vom 6.9.2018 auf die bereits sehr große Einkaufsmacht hin, die die Kabel Deutschland Holding AG aufgrund ihrer Größe bereits aufwies. Dann aber ist es nachvollziehbar, wenn keine weiteren Preissenkungen mehr erwartet werden.

Ein Widerspruch des Umfangs der Synergien von etwa € 14 Mio. zu dem in den Unterlagen der Investmentbanken genannten Einkaufsynergien von € 20 Mio. lässt sich nicht bejahen. Die Vertragsprüfer hinterfragten die Abweichung zwischen den beiden Beträgen. Dabei beruhte der Betrag von € 20 Mio. auf einer eher groben Schätzung der Investment Banken, die gerade nicht ins Detail gingen. Wenn 90 % der genannten Einkaufsynergien von der Einkaufsabteilung mit einem Einsparpotential von 13,3 Mio.

identifiziert werden, muss auch eine Hochrechnung auf € 14,4 Mio. statthaft sein, nachdem die Synergien in der Zukunft entstehen und daher auf einer Prognose beruhen, die denknotwendig mit Unsicherheiten verbunden ist. Zudem konnten die Vertragsprüfer die ihnen aus der Einkaufsabteilung gegebenen Informationen mit Unterlagen einschließlich der Vorstands- und Aufsichtsratsprotokolle abgleichen, wie sie in der 1. Ergänzenden Stellungnahme auf Seite 64 aufgeführt sind. Dies zeigt ebenfalls die angemessene Berücksichtigung des entsprechenden Einsparpotentials.

(b) Weitere Synergien konnten dagegen keine Berücksichtigung finden, weil es sich dabei um echte Synergien handelt, die für die Ertragswertermittlung stand alone keine Rolle spielen können.

(aa) Dies gilt zunächst für den Anschluss der eigenen Basisstation von an das HFC-Netzwerk der Kabel Deutschland Holding AG, der nicht fehlerhaft außer Acht gelassen wurde, weil ein Anschluss der Basisstation ohne den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht zu realisieren gewesen wäre. Wenn einerseits ein Unternehmen wie die Strategie einer eigenen Infrastruktur verfolgt und darüber hinaus Verträge mit einigen Anbietern hat, andererseits aber seitens der Gesellschaften Kabel Deutschland Holding AG und bestätigt wurde, in der Vergangenheit habe kein Telekommunikationsanbieter Interesse daran gezeigt, die Infrastruktur der Kabel Deutschland Holding AG zu nutzen, kann eine unechte Synergie nicht angenommen werden. Ohne den Unternehmensvertrag wäre es nicht zu einem Anschluss

der Basisstation an das Netz der Kabel Deutschland Holding AG gekommen.

(bb) Eine Synergie aus der Festanbindung von Mobilfunktürmen war nicht zu berücksichtigen, auch wenn für diese Anbindungen Drittanbieter nutzt. Die Bereitstellung der eigenen Infrastruktur für die Kabel Deutschland Holding AG zugunsten anderer Anbieter und deren Nachfrage nach diesem Angebot lässt sich nicht als unechte Synergie einstufen. Der Vorstand konnte nämlich nicht davon ausgehen, es bestehe ein entsprechendes Interesse von Seiten Die Kabel Deutschland Holding AG hatte nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer entsprechend ihren Angaben im Termin vom 22.11.2017 im Jahr 2009 angesprochen, ohne dass es im Anschluss daran zum Abschluss einer entsprechenden Vereinbarung gekommen wäre. Dies zeigt gerade, dass die Bereitstellung der Infrastruktur nicht zum Bestandteil des Angebots der Gesellschaft gehörte. Demgemäß waren auch keine Einnahmen aus derartigen Services in der Planung erhalten. hatte demgegenüber mit Versatel einen sehr langfristigen Vertrag abgeschlossen. Zudem nutzt grundsätzlich die eigene Infrastruktur zur Vermeidung von Abhängigkeiten. Angesichts dessen kann bei der erforderlichen Betrachtung Stand alone im Zusammenspiel mit der Wurzeltheorie nicht von einer berücksichtigungsfähigen Synergie gesprochen werden. Bei der Gesellschaft war nicht geplant, derartige Infrastrukturleistungen anzubieten, was als unternehmerische Entscheidung von den Minderheitsaktionären hinzunehmen ist. Dann aber kann aus der bei bestehenden Notwendigkeit der Anbindung an Mobilfunktürme nicht da-

rauf geschlossen werden, die Existenz eines nützlichen Glasfasernetzes bei der Kabel Deutschland AG müsse dazu führen, dass dieser Bereich zwingend in die Planung aufzunehmen gewesen wäre. Aus den von den Vertragsprüfern eingesehenen Vorstands- und Aufsichtsratsprotokollen über einen längeren Zeitraum vor dem Bewertungsstichtag ergaben sich nach der Auskunft von

im Termin vom 22.11.2017 keinerlei Hinweise darauf, die Gesellschaft wolle eine eigene Infrastruktur im Rahmen von Managed Services anbieten.

(cc) Ein Zusammenschluss der Backbones der beiden Gesellschaften – also der Hochleistungsnetze, die den Anschluss von vielen regionalen oder lokal verteilten Netzen erlaubt – mit den daraus möglichen Verbundvorteilen lässt sich nur über den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages realisieren. Diese Backbones stellen die entscheidende strategische Komponente des jeweiligen Geschäftsmodells beider Gesellschaften dar. Ohne ein Backbone kann keines der beiden Unternehmen operativ vergleichbar tätig werden. Die Backbones der Kabel Deutschland Holding AG sind nach den von den Vertragsprüfern zulässigerweise aus Gesprächen mit dem Vorstand gewonnen und im Termin vom 22.11.2017 vermittelten Erkenntnissen der wesentliche strategische Wettbewerbsvorteil, der ohne einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht aufgegeben werden sollte. Wenn nun aber das technische Kernkonzept eines Unternehmens berührt ist, kann nicht angenommen werden, es werde zu einer Zusammenlegung der Backbones ohne einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag kommen. Dabei darf nicht unberücksichtigt bleiben, dass der

avisierte Vertrag im Einzelfall auch scheitern kann. Wenn ein Vorstand dieses Kernstück mit dem darin auch enthaltenen Know how ohne vertragliche Grundlage zur Verfügung stellen würde, besteht ein hoher Rechtfertigungsgrund gegenüber den eigenen Aktionären. Zudem kann sich der Vorstand gegebenenfalls auch Schadensersatzansprüchen wegen Verletzung seiner Pflichten ausgesetzt sehen (vgl. auch LG München I AG 2016, 51, 54 = ZIP 2015, 2124, 2129). Abgesehen davon wären umfangreiche bauliche Maßnahmen wie vor allem Erdarbeiten notwendig gewesen, die wiederum zu einer Kostenbelastung auf Seiten der Kabel Deutschland Holding AG führen würden. Da die Gesellschaft gerade kein Infrastrukturanbieter ist, kann eine unechte Synergie auch nicht aus dem Argument abgeleitet werden, am Markt gäbe es abgeschlossene Verträge über die gegenseitige Nutzung von Backbones, also über eine zentrale Infrastruktureinrichtung für ein Telekommunikationsnetz.

Ebenso wenig kann aus der Möglichkeit einer Teilintegration der Backbones über die Miete einzelner Leitungen auf das Vorliegen unechter Synergien geschlossen werden. Einen Vorteil würde dies für die Kabel Deutschland Holding AG nur dann bedeuten, wenn sie anstelle des gemieteten Netzwerks eine günstigere Miete durch eine Leistung von erhalten könnte. Dies würde indes voraussetzen, dass das bislang von Dritten wie beispielsweise der Deutschen Telekom AG gemietete Stück nach dem Mietvertragsende von zur Verfügung gestellt würde und dies auch deutlich günstiger im Vergleich zum Markt geschehen könnte. Hierfür gewannen die Vertragsprüfer allerdings in den Gesprächen mit dem Vorstand sowohl der Kabel Deutschland Holding AG als auch der

Antragsgegnerin keinerlei Erkenntnisse. Dabei ist nämlich zu berücksichtigen, dass der Vorstand von die Preisgestaltung im faktischen Konzern gegenüber den eigenen Aktionären rechtfertigen müsste. Dies wird ihm indes nur dann gelingen, wenn die Preisgestaltung von marktüblich ist. Daher käme es zu einem finanziellen Vorteil ohne den Abschluss eines Unternehmensvertrages ausschließlich bei nicht aber bei der Kabel Deutschland Holding AG. Auch kann die Aussage von nicht unberücksichtigt bleiben, nach ihrem Kenntnisstand seien die beiden Gesellschaften in der Diskussion nicht so weit gewesen zu sagen, wo ein Ersetzen bestehender Mietverträge überhaupt möglich gewesen wäre. Dann aber kann ein derartiges Vorgehen nicht als hinreichend realistisch bezeichnet werden, um entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie Eingang in die Planannahmen finden zu können. Angesichts dessen mussten die Vertragsprüfer auch keine weiteren Überlegungen zu den technischen Aspekten anstellen, inwieweit dies auch von zu leisten gewesen wäre.

Allein aus dem Umstand, dass im IT-Bereich Funktionsverlagerungen bei anderen Unternehmen auch ohne einen entsprechenden Unternehmensvertrag erfolgen, rechtfertigt sich keine andere Beurteilung. Selbst wenn E-Plus im Jahr 2013 einen Outsourcing-Vertrag um weitere fünf Jahre verlängerte, bedeutet dies nicht, dass dies auch für das zentrale strategische Asset der Kabel Deutschland Holding AG – also Netzinfrastruktur und IT – gelten muss. In diesem Bereich war der Vorstand aus den bereits genannten nachvollziehbaren Gründen nicht bereit, ein Outsourcing ohne den vorherigen Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vorzunehmen.

Angesichts dessen muss die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die allermeisten denkbaren Synergien nicht hätten gehoben werden können. Abgesehen davon kann nicht davon ausgegangen werden, dass langfristig dieselben Synergien zum Stichtag der Hauptversammlung am 13.2.2014 bereits in der Wurzel angelegt gewesen sein könnten.

Angesichts der Tatsache, dass bei der Bewertung zutreffend davon ausgegangen wurde, ein Zusammenschluss der Backbones setze zwingend den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages voraus, muss ebenso davon ausgegangen werden, dass jegliche gemeinsame Investition der beiden Gesellschaften in ihre IT und ihre Netze als deren zentralen Assets ebenfalls nur bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages erfolgen werden. Demgemäß können Investitionssynergien, die von Seiten einiger Antragsteller auf € 20,7 Mio. beziffert wurden, bei der Ermittlung des Ertragswerts keine Rolle spielen.

(dd) Die Schließung von -Hauptverteilern musste nicht als weitere Kostensynergie berücksichtigt werden, weil diese Schließung in erster Linie zu Kostensynergien bei führen würde und folglich im Rahmen der Bewertung der Kabel Deutschland Holding AG keine Rolle spielen kann. Zwar hatte diese nach den von den Vertragsprüfern gewonnenen Erkenntnissen in der Vergangenheit vereinzelt versucht, Mobilfunkanbietern Infrastrukturleistungen anzubieten, was diese aber bislang mit der Begründung ablehnten, eine andere Technologie zu bevorzugen. Bei dem anzustellenden Stand alone-Szenario kann eine Migration von zur Kabel Deutschland

Holding AG als nicht plausibel angenommen werden. Nur auf der Grundlage einer faktischen Konzernbeziehung wird die eigene Kundenbasis nicht auf eine alternative Infrastruktur aktiv migrieren. Allerdings verwiesen die Vertragsprüfer in diesem Zusammenhang in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme wiederum darauf, die Planung der Kabel Deutschland Holding AG gehe davon aus, Kunden im Bereich Internet & Telefonie hinzugewinnen zu können, die bislang bei anderen Anbietern einschließlich ihre Breitbandanschlüsse beziehen und sich gegebenenfalls durch den Bedarf nach schnellem Internet für einen Kabelanbieter und gegen den DSL-Anbieter mit dessen Netzstruktur entscheiden. Die Abwanderung bzw. Zuwanderung aus Sicht der Kabel Deutschland Holding AG führt bei ihr indes nicht zu Kostensynergien.

Eine gezielte Abgabe, also auf Initiative von an die Kabel Deutschland Holding AG konnten die Vertragsprüfer nicht erkennen. In einem faktischen Konzernverhältnis kann seinen Willen gegenüber der Kabel Deutschland Holding AG auch nicht durchsetzen, weil der Vorstand der abhängigen Gesellschaft gerade keine Weisungen der herrschenden Gesellschaft befolgen muss, sondern die Gesellschaft aufgrund von § 76 Abs. 1 AktG eigenverantwortlich führt (vgl. nur BGHZ 179, 71, 78 = NJW 2009, 850, 852 = NZG 2009, 107, 108 = AG 2009, 81, 82 = ZIP 2009, 70, 72 = WM 2009, 78, 80 = DB 2009, 106, 107 = BB 2009, 118, 120 = GmbHR 2009, 199, 202 = DStR 2009, 234, 236 – MPS; Altmeppen in: Münchner Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 311 Rdn. 403; J. Vetter in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 311 Rdn. 132; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH- Konzernrecht, a.a.O., § 311 Rdn. 10 und 78).

Diesen Erwägungen kann auch nicht entgegengehalten werden, werde auch ohne 100 %-ige Beteiligung von einem höheren Deckungsbeitrag profitieren, nachdem dieser bei Kunden auf der Infrastruktur der Kabel Deutschland Holding AG deutlich höher sei als bei einem VDS Bitstrom-Produkt der Deutschen Telekom AG. Es gilt auch hier, dass nicht bereit war, einen Teil des bislang mit der Deutschen Telekom AG gemachten Geschäfts an die Kabel Deutschland Holding AG abzugeben, nachdem sich dieses im ureigensten Tätigkeitsfeld von abspielt. Einen angesprochenen quasi-automatischen Rückfluss in Höhe des eigenen Anteils der Antragsgegnerin an der Kabel Deutschland Holding AG vermag die Kammer nicht zu erkennen, weshalb eine nähere Untersuchung durch die Vertragsprüfer, die nach Auskunft von im Termin vom 23.11.2017 im Rahmen der Prüfung nicht vorgenommen wurde, entbehrlich war. Für die Antragsgegnerin und die innerhalb des -Konzerns übergeordneten Gesellschaften gibt es aus Rechtsgründen keine Garantie eines derartigen Rückflusses der bei der Kabel Deutschland Holding AG hieraus erzielten Gewinne. Dies resultiert aus dem Wesen des faktischen Konzerns mit der eigenverantwortlichen Leitung des beherrschten Unternehmens durch dessen Vorstand, der dann eingenommene Gelder nicht zwingend dem herrschenden Unternehmen zukommen lassen muss, sondern auch anderweitig mit ihnen verfahren kann.

(ee) Synergien aus dem Personalbereich mussten nicht in die Planung einbezogen werden. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass keine der beiden Gesellschaften be-

reit war, wesentliche Funktionen wie Marketing, Kundenbetreuung, Technik, Standorte/Miete, Lizenzen und Einkauf über den in der Planung berücksichtigten Umfang hinaus auf die andere zu verlagern. Beide Gesellschaften nutzen unterschiedliche Vertriebswege und unterschiedliches Marketing. Daher konnte bei der Bewertung der Kabel Deutschland Holding AG stand alone davon ausgegangen werden, es sei nicht möglich, die jeweils andere Marke in das Vertriebskonzept zu integrieren.
verfügt über eigene Läden an bevorzugten Standorten, während die Kabel Deutschland Holding AG lediglich in anderen Shops in nicht so guten Lagen vertreten ist. Auch verfolgt eine eigene Marketing-Strategie als Premiummarke, weshalb der Unterschied so groß ist, dass mit Synergien ohne den Abschluss des Unternehmensvertrages nicht gerechnet werden kann.

Beim Personalaufwand sind weitere Synergieeffekte nicht zu erwarten. wies im Termin vom 22.11.2017 daraufhin, keines der Unternehmen sei zu einem weiteren Outsourcing bereit gewesen. Soweit dies bei der Kabel Deutschland Holding AG bereits vor dem Bewertungsstichtag möglich war, geschah dies auch schon vor diesem maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass das Business Combination Agreement eine Regelung über die Absicht enthielt, keine betriebsbedingten Kündigungen auszusprechen. Daher war also mit einem Personalabbau unabhängig von dieser aktienrechtlichen Strukturmaßnahme nicht zu rechnen. Soweit es um Einsparungen im Bereich der Call-Center ging, entschied der Vorstand der Kabel Deutschland Holding AG ein Angebot von anzunehmen, weil es sich im Vergleich zu

einer „make"-Strategie als günstiger erwies. Die daraus entstandenen Vorteile sind in der Planung der Gesellschaft abgebildet, nur nicht separat ausgewiesen, wie im Termin vom 22.11.2017 erläuterte.

(ff) Eine Zusammenarbeit über die Shops mit daraus resultierenden zusätzlichen Umsatzmöglichkeiten für die Gesellschaft kann nicht als unechte Synergie angesetzt werden. Der Vertreter der Antragsgegnerin verwies im Termin vom 22.11.2017 darauf, in den -Shops würden nur -Produkte verkauft. Bei bestand die Sorge um eine Verwässerung der eigenen Marke und das Entstehen einer Wettbewerbssituation, wenn entgegen der eigenen Markenstrategie ein anderes Produkt in den eigenen Filialgeschäften angeboten worden wäre, selbst wenn dies von einer Tochtergesellschaft aus dem faktischen Konzern stammte. Dann aber ist es angesichts dieser Vertriebsstrategie in eigenen Shops auch nachvollziehbar und plausibel, wenn die eigenen Premiumprodukte nicht auch über das Vertriebsnetz der Kabel Deutschland Holding AG vertrieben werden sollten. In diesem Zusammenhang bestätigte er auch die andere Strategie der Kabel Deutschland Holding AG übern Door-to-door-Maßnahmen und Mailing, während es keine eigenen Shops gab, sondern nur etwa 20 Läden in Partnerschaft in ganz Deutschland, die auf reiner Provisionsbasis betrieben wurden. Dies zeigt aber, dass ohne den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag diese Marketingstrategien nicht miteinander kompatibel waren und folglich insoweit keine unechten Synergien in die Planung aufzunehmen waren.

Bestätigt wird dies auch durch die weitere Aussage des Vertreters der Antragsgegnerin, erst ab dem 2.5.2014

wurden Produkte der Kabel Deutschland Holding AG auch in -Läden verkauft – zu diesem Zeitpunkt war aber der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bereits wirksam geworden.

(gg) Im Bereich der IT-Konsolidierung waren keine Verbundeffekte anzusetzen, selbst wenn die Erhöhung von IT-Dienstleistungen regelmäßig auf Drittanbieter ausgelagert werden. Beide Gesellschaften haben angesichts ihrer ganz wesentlich von der IT bestimmten Technologie große eigene IT-Abteilungen, die den kritischen Erfolgsfaktor einer funktionierenden Technologie sicherstellen sollen. Genau dieser Umstand spricht gegen die Möglichkeit, unechte Synergien zu heben. Zudem sind die beiden Systeme nicht identisch; daher wären selbst bei einer gewissen Ähnlichkeit umfangreiche Einarbeitungen und Umstellungen erforderlich. Zudem ließen sich Synergien bei Dienstleistungen ohnehin nur dann nutzen, wenn es freie Kapazitäten in Form von Leerzeiten oder Schnelligkeitsvorteilen gäbe.

Bei externen Dienstleistern und IT-Beratern wurde eine in der Planung abgebildete Synergie im Rahmen der Einkaufskonditionen identifiziert, so dass diese tatsächlich auch in der Planung enthalten sind.

(hh) Der Ansatz einer indirekten Migration von -DSL-Kunden ist nicht plausibel. Die Planung berücksichtigte indes den potentiellen Wechsel von DSL-Kunden, die bislang bei oder einem anderen Anbieter waren. Angesichts der stand alone vorzunehmenden Bewertung ist nicht erkennbar, dass Kannibalisierungseffekte der eigenen Produkte bewusst anstößt, ohne sicher

zu sein, ob sich daraus tatsächlich höhere Gewinnausschüttungen ergeben. Bei der Antragsgegnerin ankommende Gewinne wären so von einer Reihe von Entscheidungen und Parametern wie beispielsweise der Kostenstruktur und dem Ausschüttungsverhalten der Kabel Deutschland Holding AG abhängig. Die Kammer vermag nicht nachzuvollziehen, dass ein Unternehmen eigenes Umsatz- und Ertragspotential aus der eigenen Einfluss- und Entscheidungssphäre in die Entscheidungshoheit eines lediglich faktisch beherrschten Unternehmens geben würde. Ein solches Vorgehen wäre unter betriebswirtschaftlichen Aspekten nicht nachvollziehbar.

Eine andere Einschätzung der aus der Migration resultierenden echten Synergien rechtfertigt sich nicht aus den Folgen der Produktbündelung. Als relevanter Verbundeffekt käme nur eine gezielte Migration von Kunden weg von hin zur Kabel Deutschland Holding AG in Betracht. Eine derartige Vorgehensweise ist indes nach den von vermittelten Erkenntnissen für die Vertreter von ausgeschlossen. Dann aber mussten die Vertragsprüfer auch nicht auf entsprechende Daten bei der Antragsgegnerin bzw. den Obergesellschaften des -Konzerns zurückgreifen. Der Vorstand der Antragsgegnerin wies darauf hin, dass neben der Frequenz auch die Kunden und die Marke als strategische Assets nicht zur Disposition stünden – er bezeichnete sie im Termin vom 23.11.2019 als „heilig". Wesentlich war dabei für Kunden für den Breitbandbereich zu gewinnen und nicht an eine 75 %-ige Tochtergesellschaft wie die Kabel Deutschland Holding AG abzugeben. Diese Einschätzung ist für die Kammer – auch aus den oben genannten betriebswirtschaftlichen Gründen – nachvollzieh-

bar und kann folglich der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden.

(ii) Der Ansatz, Umsatzpotentiale durch die Einführung von Quad-Play-Produkten könnten nur durch die vollkommene Integration der Gesellschaft in die -Gruppe gehoben werden, ist nicht zu beanstanden. Auch in diesem Zusammenhang muss nämlich beachtet werden, dass der Vertrieb dieser Produkte zum einen bereits in der Planung abgebildet ist – unabhängig von einer mehrheitlichen Beteiligung der Antragsgegnerin an der Gesellschaft – und dass zum anderen bei dem Ansatz stand alone der Mobilfunkbereich nicht im Fokus der Gesellschaft steht. Zudem hatte die Gesellschaft zum Stichtag der Bewertung Triple-Play-Produkte erst seit kurzer Zeit angeboten, weshalb die Quad-Play-Bündel noch nicht im strategischen Fokus der Kabel Deutschland Holding AG standen. Dafür kommt es zu deutlichen Preisnachlässen gegenüber dem Einzelangebot, weshalb sich diese Angebote durchaus auch nachteilig auf die Gesamtergebnislage der Kabelanbieter auswirken können.

Auch aus der Zusammenarbeit mit anderen Mobilfunkanbietern im Mobilfunkbereich lassen sich keine weiteren Synergien herleiten. Hier gelten dieselben Erwägungen wie zur Planung dieses Bereichs. Ohne zusätzliche Maßnahmen im Bereich Marketing, über Preisnachlässe und Investitionen wäre ein Wachstum in diesem wettbewerbsintensiven und gesättigten Markt nicht möglich. Da derartige Maßnahmen in der Planung aber nicht abgebildet sind, können daraus auch keine unechten Synergien hergeleitet werden. Die mit Telefónica O_2 abgeschlossenen Verträge führt neben der Marke „Kabel Deutsch-

land" weiter, wobei die Planung ein zusätzliches Volumen von € 3 Mio. abbildet. Damit aber ist die Weiterführung der Verträge in der Planung abgebildet; darüber hinausgehende Umsatzsynergien sind stand alone nicht erkennbar. Ein Widerspruch zu dem anderweitigen Vorgehen des Premiumanbieters kann auch nicht darin gesehen werden, wenn dieser sein Netz anderen Mobil Virtual Network Operators wie Bild Mobile und Edeka Mobile zur Verfügung stellt.

Auch kann nicht davon ausgegangen werden, würde ein verstärktes Angebot von Mobilfunkleistungen bei der Kabel Deutschland Holding AG unterstützen, was bei dieser zu Umsatzsteigerungen führen könnte.

wies im Termin vom 23.11.2017 darauf hin, die andersartige Preisstruktur der Kabel Deutschland Holding AG mit günstigeren Angeboten von Mobilfunk passe nicht zur Positionierung von als Premiumanbieter in diesem Bereich, weshalb hieraus keine Synergien zu erwarten seien, die über den Ansatz in der Planung hinausgehen könnten. Somit flossen tatsächlich auch zusätzliche Erlöse aus dem Mobilfunk in die Ertragswertermittlung ein, wie bereits unter B. II. 2. a. (2) (g) (aa) erläutert wurde.

(jj) Ebenso wenig standen – wie bereits oben unter B. II. 2. a. (2) (e) ausgeführt – die Geschäftskunden im Zentrum der Geschäftsstrategie der Gesellschaft. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, in Folge der faktischen Beherrschung habe die Antragsgegnerin die Kabel Deutschland Holding AG veranlasst, ein für diese nachteiliges Geschäft vorzunehmen. Eine Grundlage für einen Nachteils-

ausgleich im Sinne des § 311 AktG kann daraus folglich nicht abgeleitet werden, weil sich die Geschäftsstrategie der Gesellschaft gerade nicht änderte.

(kk) Soweit es um den Bereich der Kundenpflege geht, konnten nach den aus den Gesprächen mit dem Management der Gesellschaft wie auch den Vertretern von gewonnen Erkenntnissen der Vertragsprüfer keine weiteren Synergien in die Planung einfließen. Synergien für Call-Center ließen sich nur dann erreichen, wenn die dahinter liegenden IT-Systeme integriert wären. Angesichts der immensen Bedeutung dieser Systeme für das Geschäftsmodell würde dies indes nur unter einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag möglich sein. Daher kann eine derartige Synergie nach Stand alone-Gesichtspunkten nicht relevant sein. Im Vergleich zur aktuellen Lösung würde ein weiteres Outsourcing weg von der Kabel Deutschland Holding AG hin zu keine weiteren Synergien bei der Kabel Deutschland Holding AG mit sich bringen. Die von angebotenen Dienste im Bereich der Call Center wurden im Rahmen des Projekts „Arena" bereits berücksichtigt.

(ll) Aus der in der Angebotsunterlage vom 29.7.2013 erfolgten Bezifferung der operativen Synergien mit einem Umfang von € 4,5 Mrd. lässt sich nicht begründen, die in die Planung eingeflossenen Synergien müssten deutlich höher angesetzt werden. Die Angebotsunterlage differenziert nämlich gerade nicht zwischen unechten und echten Synergien. Vielmehr enthält der darin genannte Betrag die geschätzten Gesamtsynergieeffekte für und die Kabel Deutschland Holding AG nach vollständiger Integra-

tion der beiden Gesellschaften unter der Maßgabe, dass ein wirksamer Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zustande kommt. Gerade im Bereich der IT-Systeme und der Netze werden sehr hohe Synergiepotentiale bestehen, die aber nur nach Abschluss des Unternehmensvertrages gehoben werden können. Angesichts dessen besteht keine Diskrepanz zwischen dem sehr hohen Betrag der erwarteten Synergien für beide Unternehmen und den in die Planung der Kabel Deutschland Holding AG eingeflossenen deutlich niedrigeren Beträge.

(7) Die Finanz- und Steuerplanung muss als plausibel angesehen werden, weshalb es hier keinerlei Anpassungen bedarf.

(a) Bei der Finanzplanung kam es zu einem sachgerechten Ansatz sowohl der Cash-Bestände wie auch des Zinsaufwands.

(aa) Dabei ergibt sich ein positiver Cash-Bestand in Höhe von € 6,6 Mio, ausschließlich im Geschäftsjahr 2013/14 entsprechend der Planbilanz der Gesellschaft, wobei dieser dann mit dem Euribor-Zinssatz von 0,12 % verzinst wurde, wie er zum Stichtag ermittelt wurde. Ein höherer Bestand an Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten war angesichts einer im Geschäftsjahr 2013/14 zu zahlenden Sonderdividende sowie der Auszahlungen im Rahmen des Investitionsprogramms "Alpha" nicht zu verzeichnen. Auf Jahresendbasis ergibt sich über die weitere Planungsperiode hinweg kein positiver Endsaldo, wie der Planbilanz zu entnehmen ist.

(bb) Der Zinsaufwand wurde aus den verschiedenen Finanzierungsinstrumenten der Kabel Deutschland Holding AG separat berechnet, wobei sich die Verzinsung aus dem Euri-

bor zuzüglich eines spezifischen Spreads errechnet. Dabei lagen die Spreads der unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente entsprechend den jeweiligen Vereinbarungen in einer Bandbreite zwischen 1,25 % und 6,5 %, wobei der Zinssatz dann auf den jeweils noch zu tilgenden Betrag angewandt wurde. Im Durchschnitt wurde das verzinsliche Fremdkapital im ersten Planjahr mit 5,2 % verzinst; im Laufe der Phase I geht dieser Zinssatz dann auf 4 % im Geschäftsjahr 2017/18 zurück, wie die Vertragsprüfer in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme dargelegt haben. Dabei wurde der Finanzbedarf der Gesellschaft im Rahmen des integrierten Bewertungsmodells unter Berücksichtigung der geplanten Investitionen und Abschreibungen sowie einer detaillierten Bilanzplanung ermittelt. Zusätzlicher Finanzbedarf entstand dabei in den Geschäftsjahren 2014/15 und 2016/17 aus dem Liquiditätsbedarf für die Investitionen der Jahre 2013/14 und 2014/15, die die Abschreibungen übersteigen sollen sowie in der Finanzierung der Dividende für das Geschäftsjahr 2012/13. Da der Netto-Cashflow in den übrigen Planjahren nicht wesentlich ist, ergibt sich kein zusätzlicher Finanzbedarf.

(b) Keine Korrekturen müssen bei der Steuerplanung vorgenommen werden.

(aa) Der Ansatz eines Körperschaftsteuersatzes von 15 % zuzüglich des Solidaritätszuschlages von 5,5 % beruht auf den gesetzlichen Vorgaben in §§ 15 KStG, 1 Abs. 1, 4 SolzG und kann folglich nicht beanstandet werden. Dasselbe gilt für die Gewerbesteuer, deren Höhe sich aus der Steuermesszahl von 3,5 % und dem Hebesatz von 390 %

ergibt. Den Hebesatz plante die Kabel Deutschland Holding AG auf der Basis der Lohnsumme je Standort entsprechend den gesetzlichen Vorgaben insbesondere aus §§ 11 Abs. 2, 4, 16 GewStG. Dabei berücksichtigte die Planung auch die Auswirkungen der Zinsschranke aus §§ 8 a KStG, 4 h GewStG bei der Ermittlung der Unternehmenssteuern. Unter Beachtung gewerbesteuerlicher Hinzurechnungen sowie bestehender Verlust- und Zinsvorträge sowie der Zinsschranke wurde auf Basis der steuerlichen Bemessungsgrundlagen der verschiedenen Organkreise und Gesellschaften unter Ansatz der nominalen Steuersätze von 15,83 % für die Körperschaftssteuer bzw. von 13,65 % für die Gewerbesteuer sachgerecht geplant.

(bb) Der Ansatz von 50 % der Verlustvorträge im Rahmen der Steuerplanung muss nicht korrigiert werden. Es konnte namentlich kein Erwartungswert in Höhe von 100 % der bestehenden Verlustvorträge für Körperschaftsteuer in Höhe von rund € 242 Mio. und für die Gewerbesteuer in Höhe von rund € 160 Mio. angesetzt werden. Ein Memo der steuerlichen Berater von vom 18.7.2013 ging von einem vollständigen Untergang der steuerlichen Verlustvorträge bis zum Zeitpunkt der Übernahme aus. Für die Wahrscheinlichkeit eines vollständigen Untergangs spricht auch die weitere Tatsache, dass die Kabel Deutschland Holding AG ihre latenten Steueransprüche auf Verlustvorträge im Geschäftsjahr 2014/15 vollständig aufgelöst hat. Dies geschah zwar nach dem Bewertungsstichtag; doch kann dieser Umstand zur Plausibilisierung wiederum herangezogen werden. Demgegenüber setzten die Bewertungsgutachter von den Wert der Verlustvorträge mit 50 % an, was ge-

gen die Einschätzung verschiedener Experten erfolgte. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, der Erwartungswert als das mit den dazugehörigen subjektiven Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtete arithmetische Mittel aller für möglich erachteten Einzelwerte einer Verteilung (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert – Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, 3. Aufl., Rdn. 18.1.3, S. 405) müsse bei 100 % liegen. Vielmehr muss bereits der Ansatz von 50 % als durchaus optimistisch und nicht zu Ungunsten der Minderheitsaktionäre angesetzt beschrieben werden.

(8) Die Ansätze in der Ewigen Rente ab dem Geschäftsjahr 2019/20 ff. müssen nicht angepasst werden.

(a) Nach dem Ende der Detailplanungsphase musste keine Konvergenz- oder Grobplanungsphase vor der Überleitung in den Terminal Value zwischengeschaltet werden; vielmehr kann bereits zu diesem Zeitpunkt 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 Ergebnisses annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. sich 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 München AG 2018, 753, 755; 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, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 97).

Das Erfordernis der Einschaltung einer solchen Konvergenzphase wird regelmäßig bei Start Up-Unternehmen oder bei solchen Unternehmen angenommen, die in innovationsgetriebenen Wachstumsmärkten tätig sind oder bei denen aufgrund der spezifischen Struktur Besonderheiten bestehen, die das Zwischenschalten einer derartigen weiteren Grobplanungsphase erforderlich machen. Davon kann indes bei der Kabel Deutschland Holding AG nicht ausgegangen werden. Ihr Geschäftsmodell unterlag zum Bewertungsstichtag keinen starken Änderungen und soll ohne gravierende Veränderungen im Produktspektrum und den Leistungen in der Detailplanungsphase fortgeführt werden, wobei das erkennbare Produkt- und Marktpotential vor allem im Bereich Internet & Telefonie in Phase I unter Beachtung der zunehmenden Bedeutung abgebildet wird. Weiterhin ist das Absatzgebiet der Gesellschaft geografisch auf 13 Bundesländer begrenzt und zum Ende des zweiten Planjahres 2014/15 basierend auf dem technologischen Entwicklungsstand im Rahmen des Investitionsprojektes "Alpha" ausgebaut. Ohne weitere Akquisitionen oder erhebliche Investitionen lassen sich die Vermarktungsmöglichkeiten in Verbindung mit der langfristigen demografischen Entwicklung und einer schrumpfenden Bevölkerung in Deutschland nicht weiter ausbauen. Vielmehr muss von einem generell rückläufigen Kunden- bzw. Marktpotential ausgegangen werden, weshalb – worauf die Vertragsprüfer in der 1. Ergänzenden Stellungnahme zutreffend hingewiesen haben – wesentliches Wachstum nur durch eine Erhöhung des Marktanteils erwirtschaftet werden kann. Dabei unterstellt bereits die Detailplanungsphase eine deutliche Zu-

nahme des Marktanteils in einem wettbewerbsintensiven Markt, auf dem ein Verdrängungswettbewerb herrscht. Gegen Ende der Phase I gehen sowohl die Planung der Gesellschaft wie auch Marktstudien wie die von von einer relativ starken Durchdringung sowie rückläufigen Wachstumsraten aus. So erwartet im vierten Planjahr der Kabel Deutschland Holding AG nur noch ein jährliches Wachstum des Breitbandmarktes von 1 %, das sich auf die verschiedenen Anschlusstechnologien DSL, Kabel und FTTx sowie die Wettbewerber der Gesellschaft aufteilt. Auch bei den Kabelanschlüssen zeigt sich ein abflachender Trend – im Jahr 2017 sollen die Breitbandanschlüsse nach zweistelligen Wachstumsraten in den Vorjahren nur noch um etwa 5 % zunehmen. Ungeachtet dieser Marktprognosen unterstellt die Planung für Internetkunden im Geschäftsjahr 2017/18 ein im Vergleich zu der wesentlichen Marktstudie von ein um etwa 2 Prozentpunkte höheres Wachstum und im Folgejahr mit 6 % immer noch einen höheren Wert als die Studie für das Vorjahr annimmt. Im Bereich Internet & Telefonie liegt die in der Planung angenommene Wachstumsrate in den beiden letzten Jahren der Detailplanungsphase mit 9 % bzw. 7 % nochmals über den Wachstumsraten für Internetkunden. Erst im Geschäftsjahr 2019/20 als dem Übergangsjahr zur Ewigen Rente wird ein Umsatzwachstum von 5 % unterstellt.

Im Geschäftsbereich TV wurden die Umsatzerlöse auf Basis der nachhaltigen Wachstumsrate von 1 % fortgeschrieben.

Nach dem Geschäftsjahr 2019/20 kann indes nicht mehr von einem zusätzlichen Wachstumspotential ausgegangen werden, das eine Konvergenzphase zwingend erforderlich machen würde. Es gibt bei der Kabel Deutschland Holding AG keine Anhaltspunkte dafür, dass sich Rahmenbedingungen des Marktes,

des Produktlebenszyklus oder Kostenpositionen Faktoren unterliegen würden, die sich erst nach dem Ende von Phase I auswirken werden. Es sind weder anomale Entwicklungen beim Cashflow noch temporäre Überrenditen oder Risikostrukturen erkennbar. Wesentliche einmalige Effekte, die in erster Linie durch das Projekt „Alpha" ausgelöst wurden, traten zu Beginn der Detailplanungsphase auf und werden in deren Verlauf in einen eingeschwungenen Zustand zwischen Investitions- und Ergebnisphase überführt. Strukturbrüche zwischen den beiden Phasen sind nicht erkennbar. Die Trendentwicklung für das Wachstum des Bereichs Internet & Telefonie wurde fortgeschrieben. In dem für die Gesellschaft relevanten stationären Breitbandmarkt geht die Studie von auch von einer Stagnation aus; eine stärkere Dynamik wird dort nur für das mobile Breitband angenommen, was aber für die Kabel Deutschland Holding AG angesichts ihres Geschäftsmodells ohne Bedeutung ist.

(aa) Dem kann nicht das kontinuierliche Erscheinen neuer Produkte mit Bündelungen und höheren Internet-Geschwindigkeiten entgegengehalten werden. Zum einen muss beachtet werden, dass die Preise durch die zunehmende Bündelung auch ausweislich der Einschätzung von Studien unter Druck geraten können, was auch schon in der Detailplanungsphase zu beachten ist. Zum anderen war ein weiteres Mengenwachstum in der Ewigen Rente nicht zu erwarten. So zeigt die Studie von dass der stationäre Breitbandmarkt im Jahr 2017 nur mehr um 1 % wachsen soll. Die Kabel Deutschland Holding AG hat wegen ihres eigenen Backbones nur begrenzte lokale Märkte. Somit setzt Wachstum die Kompensation von Abgängen von Kunden und darüber hinaus die Realisierung wei-

teren Wachstums voraus. Das schnelle Internet wurde bereits in der Detailplanungsphase angemessen in der Planung berücksichtigt. Die zur Plausibilisierung des Ansatzes im TV-Bereich herangezogene Studie von stellt die wichtigsten Grenz- und Entwicklungsfaktoren dar und erklärt deren Auswirkungen auf den jeweiligen Marktbereich, zu dem auch Internetzugang und Fernsehen gehören, und auf die Technologien. Die erwarteten Technologien basieren dabei auf einem Prognosemodell, das kontinuierlich angepasst und aktualisiert wird, um neue Technologien und Marktverschiebungen abzubilden. Bereits im Jahr 2012 hatte sich der Zuwachs im Vergleich zu den Vorjahren verlangsamt. Allerdings ist von einer zunehmenden Nachfrage nach Anschlüssen mit hohen Übertragungsgeschwindigkeiten mit Blick auf die zunehmende Nutzung datenintensiver Dienste wie Internet, Telefonie oder Video on Demand zu rechnen. Als weiterer Trend wird die zunehmende Nutzung mobiler Internetdienste beschrieben, die die Mobilfunknetze an ihre Wachstumsgrenze bringt. Zugleich sorgt aber der intensive Wettbewerb im Markt für stagnierende Durchschnittserlöse pro Nutzer, weil die Mobilfunkanbieter noch keinen Weg zur Monetarisierung der wachsenden Datennutzung gefunden haben. Davon ausgehend erwartete die Studie von für das Jahr 2017 ein Wachstum des Breitbandmarktes generell um 1 % und der Kabeltechnologie um 5 %, wobei sich auch bei der Kabeltechnologie das prozentuale Wachstum verlangsamt. Aufgrund dieser Marktentwicklung kann nicht auf die Notwendigkeit einer Grobplanungsphase geschlossen werden. Wenn dann für die Kabel Deutschland Holding AG, für die das stationäre Breitband und dessen Entwicklung bei einer Stand alone-

Betrachtung wesentlich ist, das Wachstum zunächst noch in einem Jahr mit 5 % fortgeschrieben wird, ist das Wachstum im Bereich Internet & Telefonie in ausreichendem Umfang in die Ertragswertermittlung eingeflossen, zumal die Preisentwicklung, die in die Umsatzerlöse naturgemäß einfließen muss, eine tendenziell rückläufige Entwicklung aufweist.

(bb) Der Beharrungszustand am Ende von Phase I lässt sich auch nicht mit dem Argument verneinen, die Internetpenetration von 54,6 % über Gesamtkunden und ein Marktanteil von 43 % im Geschäftsjahr 2018/19 werde angesichts der nachhaltigen Wettbewerbsvorteile der Gesellschaft vernachlässigt und es gebe keinen Ausschluss mengenbedingten Wachstums. Die Unternehmensplanung der Kabel Deutschland Holding AG erwartet auf der Basis eines detaillierten Preis-/Mengengerüst für das letzte Planjahr eine Internetpenetration von 48 % und unterstellt einen Marktanteil von 38 %. Der Gleichgewichtszustand am Ende von Phase I beruht – wie oben ausgeführt – auf dem regional begrenzten Absatzmarkt bei einer gleichzeitig auftretenden Sättigung im Breitbandbereich, was zu einem eher stagnierenden Marktpotential für die Gesellschaft führt. Zusätzliches Wachstum lässt sich daher weitgehend nur durch das Abwerben von Kunden von Wettbewerbern generieren, wodurch sich dann auch Marktanteile verschieben. Die unabhängige Marktstudie von prognostiziert für das Jahr 2017 einen Anteil der Kabelanschlüsse der Breitbandverbindungen in Deutschland von etwa 36 %. Dieser Wert liegt nicht unerheblich unter den Planannahmen der Kabel Deutschland Holding AG mit 38 %. Angesichts dessen erscheint im Terminal Value der

von einigen Antragstellern herangezogene Wert von 43 % als nicht mehr realistisch – jedenfalls aber kommt ihm keine größere Plausibilität zu als der von der Gesellschaft angenommene Wert am Ende der Detailplanungsphase.

Das Erfordernis des Ausgleichs der abzuwandernden Kunden macht deutlich, dass der technologische Vorsprung auch noch im Rahmen des Terminal Value eingeflossen sein muss, auch wenn sich der Vorsprung verringert. Anderenfalls könnte trotz der Abwanderungsrate ein Wachstum nicht angesetzt werden. Ein Ansatzpunkt für die Erhöhung des Wachstumsabschlags kann daraus nicht abgeleitet werden, nachdem im Terminal Value von der Grundannahme des eingeschwungenen Zustands auszugehen ist. Dieser spricht gegen eine (relevante) Veränderung der Abwanderungsrate.

(dd) Bezüglich der künftigen Entwicklung und Verbreitung neuer Medienformate wie Video on Demand und IP TV bildet die Planung der Gesellschaft bis hin zum Ende von Phase I eine erhebliche Zunahme des Anteils an hierfür notwendigen schnellen Internetverbindungen ab. Dies steht ebenso in Einklang mit den Marktprognosen wie die in die Planung eigeflossene zunehmende Internetnutzung der Kunden. Diese Entwicklung bei der Kabel Deutschland Holding AG ist aber auch im Wettbewerb mit anderen Unternehmen zu sehen, die erhebliche Investitionen in das schnelle Internet tätigen, wozu vor allem die Deutsche Telekom AG mit dem Factoring als neuer Technologie gehört. Daher wird der zum Bewertungsstichtag bestehende Wettbewerbsvorteil der Gesellschaft im Zeitverlauf geringer werden und kann daher auf die Nachhaltigkeit so nicht fortgeschrieben werden. Hierauf haben die Vertragsprüfer

ebenso hingewiesen wie auf den sich verstärkenden Trend hin zu mobilen Endgeräten und weg vom stationären Festnetz. Auch dieser Gesichtspunkt spricht in einem wettbewerbsintensiven Umfeld gegen ein höheres Wachstumspotential der Gesellschaft im Terminal Value. Ebenso wenig vermag die Kammer zu erkennen, der Ansatz in der Ewigen Rente vernachlässige das ungenutzte Potential im Netzgebiet der Gesellschaft mit einer Garantie hohen Wachstums über viele Jahre hinweg. Auch hier gilt, dass Wachstum in dem auf 13 Bundesländer beschränkten Absatzgebiet nur durch eine Erhöhung des Anteils der Gesellschaft am relevanten Markt erreicht werden kann. Demgemäß gilt auch für den Terminal Value, dass eine Kompensation der nicht geringen Abwanderungsrate auch zu Ende von Phase I alleine nicht ausreicht, um zusätzliches Wachstum zu erwirtschaften. Der hierfür erforderliche Gewinn von Marktanteilen wird dadurch erschwert, dass namentlich die Deutsche Telekom AG schon zum Stichtag erkennbar ihre Angebote durch weitere Infrastrukturinvestitionen erweitern will und die VDSL-Anbieter ihre Datennetze mittel- bis langfristig durch Factoring-Technik bzw. den Ausbau mit Glasfaserkabel erhöhen werden. Dann aber ist nachvollziehbar, wenn sich in der Ewigen Rente der Kundenzugewinn der Kabel Deutschland Holding AG als Kabelanbieter weiter verlangsamen wird. Zudem wiesen die Vertragsprüfer auf den von Zweitanbietern ausgehenden Wettbewerbsdruck auf den Breitbandmarkt hin, die sich im Wesentlichen über den Preis am Markt positionieren. Da die Gesellschaft in der Vergangenheit vor allem die wechselwillige und zahlungskräftige Kundschaft für sich gewinnen konnte, wird es schwieriger, ten-

denziell preissensitive Abnehmer zu gewinnen und dauerhaft zu behalten.

Soweit es der Gesellschaft darum geht, sich als Preis-/Leistungsführer zu positionieren, ist darin kein Widerspruch zu der Annahme zusehen, die Kabel Deutschland Holding AG trete tendenziell als eher hochpreisige Anbieter auf. Dies ergibt sich aus der Erwägung heraus, dass die tendenziell hochpreisigen Produkte der Gesellschaft im Vergleich zu denen von Wettbewerbern auch eine bessere Leistung im Bereich des schnellen Internets bieten. Im Rahmen der Vertragsprüfung gewannen die Vertragsprüfer – ungeachtet der Schwierigkeiten eines Vergleichs angesichts der unterschiedlichsten Promotionsangebote und weiterer Preiskomponenten wie etwa Aktivierungs- und Anschlussgebühren, Ablösung bestehender Verträge und gegebenenfalls Subvention bei der Anschaffung von Endgeräten – keine Erkenntnisse, die darauf hindeuten könnten, die Gesellschaft sei „günstigster" Anbieter.

(dd) Aus den Möglichkeiten durch den Einsatz neuer Produkte wie 4k, Cloud Computing oder unter Umständen sogar Virtual Reality lässt sich kein Wachstum begründen, das eine Grobplanungsphase erforderlich machen würde. Ausgangspunkt muss die zum Bewertungsstichtag absehbare Entwicklung auch für die Ableitung der Ewigen Rente sein. Zum Stichtag war es ungeachtet einzelner interessanter Anwendungsfelder, über die in der Telekommunikationsbranche diskutiert wurde, nicht absehbar und plausibel, dass die Verbraucher nach diesen Produkten langfristig tatsächlich nachfragen würden, worauf die Vertragsprüfer in ihrer 3. Ergänzenden Stellungnahme hingewiesen ha-

ben. Dann aber konnten sie auch nicht der Ertragswertermittlung zugrunde gelegt werden.

(ee) Im Bereich Internet & Telefonie musste nicht anstelle der linearen Trendfortschreibung auf einen logarithmischen Trend abgestellt werden. Dies resultiert daraus, dass es – worauf die Vertragsprüfer hinwiesen – keine gesicherten Erkenntnisse darüber geht, wie der Trend im relevanten Markt der Kabel Deutschland Holding AG verläuft. Auch in der betriebswirtschaftlichen Forschung finden sich keine Erkenntnisse dazu, wie sich Wachstumsraten entwickeln bzw. korrigieren (vgl. Meitner in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 755). Es ist daher auch nicht begründbar, warum ein langsames Ausklingen der Wachstumsraten mittels logarithmischer Fortschreibung die Entwicklung der Gesellschaft besser und genauer beschreiben könne als der lineare Trend, von dem die Vertragsprüfer in Übereinstimmung mit den Bewertungsgutachtern ausgegangen sind. Dabei kann die Gefahr nicht außer Acht gelassen werden, dass mit der fortschreitenden Verbreitung gleichwertiger Technologien in Form von Factoring und FTTx oder Substitutionsprodukten der für die Gesellschaft relevante Markt stark zurückgehen könne und auch die lineare Fortbildung dann als optimistisch anzusehen wäre. Mit dem Ansatz einer logarithmischen Trendfortbildung würde lediglich die plausible Annahme einer linearen Trendfortschreibung durch eine gegebenenfalls auch plausible andere Annahme ersetzt; dies kann nicht Aufgabe des Spruchverfahrens sein.

(ff) Soweit es im Rahmen der Ewigen Rente zu einer Diskrepanz zwischen Umsatzwachstum und Wachstum des

Working Capital kommen kann, ist zu bedenken, dass das Working Capital konstant fortgeschrieben wurde, weil keine wachstumsbedingte Thesaurierung zur Finanzierung eines nachhaltigen Bilanzwachstums angesetzt wurde. Im Rahmen einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren beeinflusst es die liquiden Mittel und folglich das daraus resultierende Zinsergebnis. Auf die Bewertung der Kabel Deutschland Holding AG hat es keinen wesentlichen Werteinfluss. Aufgrund des zum Bewertungsstichtag herrschenden sehr niedrigen Zinsniveaus von rund 0,3 % ergäbe sich daraus nämlich lediglich ein unwesentlicher Werteffekt. Die Erhöhung der Wachstumsrate für das Working Capital wäre zudem wertreduzierend.

(gg) Ein überdurchschnittliches Wachstumspotential mit der daraus folgenden Notwendigkeit der Zwischenschaltung einer Konvergenzphase lässt sich nicht aus den Bereichen Geschäftskunden und Mobilfunk ableiten. In diesen beiden Segmenten hat die Gesellschaft nicht geplant, diese aktiv zu verfolgen. Zusätzliches potentielles Wachstum kann in der Ewigen Rente daher gerade nicht abgebildet werden. Dies zeigt sich namentlich daran, dass in der Detailplanungsphase keine Investitionen für den Ausbau dieser beiden Geschäftsfelder angesetzt wurden. Dann aber können keine Wachstumspotentiale in die Ewige Rente einfließen. Eine von Antragstellerseite genannte Penetrationsrate von 6,5 % leitet sich von europäischen Kabelnetzbetreibern ab, die sich deutlich intensiver im Mobilfunkgeschäft engagieren. Dann aber lässt sich diese Zahl nicht auf die Kabel Deutschland Holding AG übertragen, weil diese Geschäftsfelder nicht zu deren strategischen Fokus gehören.

(b) Die Annahme einer EBITDA-Marge im Zeitraum der Ewigen Rente von unbereinigt 50,4 % bzw. von 50,6 % nach Bereinigung um die LTIP nach 50,3 % im letzten Planjahr bedarf keiner Korrektur.

(aa) Der Aufsatz auf dem letzten Planjahr resultiert aus einem detaillierten bottom up-Modell. Dabei konnte aus den bereits genannten Gründen davon ausgegangen werden, es werde angesichts eher stagnierender Tendenzen nicht zu Umwälzungen kommen und bei einer stabilen Marktanteilsverteilung bleiben. Bei der Analyse der im Terminal Value angesetzten EBITDA-Marge kann nicht außer Betracht bleiben, dass die geplante Adjusted EBITDA-Marge einem ansteigenden Trend von 46,4 % im ersten Planjahr bis zu 50,3 % im letzten Planjahr und dann auf 50,6 % in der Ewigen Rente aufweist. Dies zeigt, dass gerade auch Fixkostendepressionseffekte für die Ableitung der Ewigen Rente beachtet wurden.

Die Vertragsprüfer haben auch darauf verwiesen, dass sich diese Entwicklung innerhalb einer Bandbreite der Consensus-Schätzungen für Vergleichsunternehmen bewegt und gegen Ende der Detailplanungsphase sich sogar dem oberen Rand dieser Bandbreite nähert. Bei der Durchschnittsbildung der Peer Group-Unternehmen haben die Vertragsprüfer ausweislich ihrer 3. Ergänzenden Stellungnahme auch berücksichtigt, dass nur bis zum Jahr 2017 für alle herangezogenen Unternehmen EBITDA-Margen zum Zeitpunkt ihrer Prüfung anhand der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg vorlagen. Die Unternehmen, von denen für die Jahre 2018 und 2019 keine Daten mehr existierten, blieben bei der Durchschnitts-, Minimum- und Maximum-Berechnung dieser

Jahre außer Betracht, weshalb in der Ermittlung dieser Werte kein systematischer Fehler angenommen werden kann. Bei der Auswertung dieser Daten kann nicht außer Betracht bleiben, dass selbst bei Heranziehen nur der europäischen Vergleichsunternehmen im Laufe der Jahre von 2013 bis 2019 ein einheitlicher Trend bezüglich der EBITDA-Marge gerade nicht zu erkennen war. Bei Liberty Global plc. steigt die EBITDA-Marge ausweislich der Tabelle 4 in der 3. Ergänzenden Stellungnahme von 45 % auf 49 % - dies entspricht bei etwas niedrigeren Werten in der Tendenz der Entwicklung bei der Kabel Deutschland Holding AG. Bei der Telenet Group Holding NV ist eine deutlich rückläufige Entwicklung um 6 Prozentpunkte von 51 % auf 45 % zu erkennen. Deutlich bessere Margen erzielte lediglich die Ziggo Holding BV, deren EBITDA-Marge von 56 % im Jahr 2013 auf 63 % im Jahr 2017 ansteigen soll. In den ohne jeden Zweifel entwickelten Märkten der USA zeigt sich bei allen herangezogenen Unternehmen zwar jeweils eine niedrigere EBITDA-Marge; insgesamt wiesen diese aber eine steigende Tendenz auf, die indes nicht so stark ausfällt wie bei der Kabel Deutschland Holding AG. Gerade weil dieses Unternehmen im Premium TV-Bereich wachsen will, konnten die US-amerikanischen Unternehmen zu Plausibilisierungszwecken herangezogen werden, nachdem der US-Markt hier jedenfalls in Teilbereichen eine Vorreiterrolle innehat. Da Zweck des Heranziehens der Peer Group-Unternehmen die Feststellung ist, inwieweit der Ansatz der EBITDA-Marge im Terminal Value plausibel ist oder nicht, mussten die Vertragsprüfer nicht auf die US-amerikanischen Unternehmen verzichten. Wesentlich ist, dass die Gesellschaft in den Planjahren eine deutlich steigende EBITDA-Marge

aufweist, was sich nicht bei allen Vergleichsunternehmen aus Europa so zeigte. Eine nicht mehr vertretbare Schlussfolgerung, die eine Korrektur des Ergebnisses einer EBITDA-Marge von 50,6 % notwendig machen würde, lässt sich daraus nicht ableiten.

Die im Vergleich zu den USA unterschiedlichen regulatorischen Bedingungen rechtfertigen nicht den Ausschluss der US-amerikanischen Unternehmen bei der Plausibilisierung der EBITDA-Marge und stellen damit auch die Plausibilisierung durch die Vertragsprüfer nicht in Frage. Das Verlangen nach identischen regulatorischen Vorgaben hätte zur Folge, dass es in Deutschland letztlich kein vergleichbares Unternehmen gebe, nachdem die Vertragsprüfer börsennotierte Gesellschaften heranzogen. Auch wenn sich das Nutzerverhalten der Kunden zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika im Einzelnen unterscheidet und in Deutschland ein niedrigerer Wettbewerbsdruck herrscht, konnte auf die soziokulturelle Vergleichbarkeit zwischen den beiden Ländern abgestellt werden. Gerade weil es um die Margenentwicklung in der Zukunft geht, konnten und durften die Vertragsprüfer diesen Weg gehen und mussten Unternehmen aus den USA nicht aus ihren Überlegungen ausschließen. Den niedrigeren Wettbewerbsdruck berücksichtigten die Vertragsprüfer insofern, als sie versuchten, mit Schätzungen für Margen der Zukunft die Annahmen der Gesellschaft zu verproben, wobei dies bei den herangezogenen Gesellschaften auf aggregiertem Level erfolgte. Dabei zogen die Vertragsprüfer jeweils Analystenschätzungen für alle sieben Unternehmen ihrer Peer Group bis zum Jahr 2017/18 heran. Für das Jahr 2018/19 gab es entsprechend Tabelle 4 in der 3. Ergänzenden Stellungnahme

keine Zahlen mehr für Liberty Global plc. und für Ziggo Holding B.V.; im Jahr 2019 fiel auch noch Cablevision Systems Corp. weg.

(bb) Die in diesem Zusammenhang vorgenommenen Prüfungshandlungen der Vertragsprüfer müssen auch als ausreichend angesehen werden. Eine eigenständige Überprüfung der Consensus-Schätzungen zu Umsatz bzw. EBITDA hinsichtlich ihrer Synchronität und Plausibilität durch die Vertragsprüfer kann nicht gefordert werden. Die in der genannten Tabelle dargestellten EBITDA-Margen beruhen auf einer einheitlichen, von Bloomberg gewährleisteten Systematik. Auf Basis standardisierter Prüfungshandlungen durch Bloomberg, die eine Einheitlichkeit gewährleisten, können einzelne Analystenschätzungen aus der aggregierten Consensus-Schätzung eliminiert oder auch deren Aktualität durch Bloomberg aberkannt werden. Angesichts dieser Vorgehensweise von Bloomberg mussten die Werte nicht nochmals einer eigenständigen Prüfung durch die Vertragsprüfer unterzogen werden. Eine Verwendung früherer Consensus-Schätzungen würde unzulässig in die Systematik von Bloomberg eingreifen, wodurch es zu Verfälschungen kommen kann; die Consensus-Schätzungen wären dann nicht mehr aktuell. Eine ausschließliche Verwendung zeitgleich veröffentlichter Consensus-Schätzungen zu Umsatz und EBITDA kann nicht gewährleisten, dass in diese Schätzungen immer gleichlaufende Analystenprognosen einbezogen werden. Eine Ableitung der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen ausschließlich anhand von synchronen Consensus-Schätzungen ist in Übereinstimmung mit den Ausführungen der Vertragsprüfer der von ihnen gewählten Me-

thode jedenfalls nicht eindeutig überlegen. Consensus-Schätzungen, die nach dem Bewertungsstichtag veröffentlicht werden, konnten schon aus rein tatsächlichen Gründen wegen Unmöglichkeit der Verwendung, aber auch wegen des damit verbundenen Widerspruchs zum Stichtagsprinzip nicht herangezogen werden. Insgesamt muss in diesem Zusammenhang aber vor allem beachtet werden, dass es nicht darum gehen kann, die Richtigkeit der Consensus-Schätzungen für die Vergleichsunternehmen festzustellen; vielmehr ist wesentlich, ob die im Rahmen dieser externen Plausibilisierung herangezogenen Werte geeignet sind, die im Terminal Value angesetzte Adjusted EBITDA-Marge der Kabel Deutschland Holding AG von 50,4 % zu verifizieren. Dies lässt sich zur Überzeugung der Kammer nicht verneinen.

Eine Einbeziehung von Consensus-Schätzungen zur Plausibilisierung der EBITDA-Marge über entsprechende Daten für die Ziggo Holding B.V. für das Prognosejahr 2018 wie auch für Liberty Global plc. für die Prognosejahre 2018 und 2019 konnte nicht erfolgen, weil derartige Schätzungen für diese Unternehmen den Vertragsprüfern nicht vorlagen. Für die Ziggo Holding B.V. wurden nach den den Vertragsprüfern vorliegenden Daten zum Abfragezeitpunkt keine EBITDA-Schätzungen für die Jahre 2018 und auch 2019 erstellt. Die von den Privatgutachtern von zitierten Prognosen für das Jahr 2019 vom 21.8.2013 wurden von Bloomberg zum Abfragezeitpunkt im Dezember 2013 nicht mehr als geltende Consensus-Schätzung ausgewiesen. Die für Liberty Global plc. für das Planjahr 2018 enthaltenen Analystenprognosen für Umsatz und EBITDA datieren aus dem Jahre 1999; Consensus-Schätzungen lagen auch für dieses Un-

ternehmen zum Abfragezeitpunkt nicht (mehr) vor. Ein zum Bewertungsstichtag zwischen 14 und 15 Jahre alter Analystenreport ist wegen zeitbedingt fehlender Aussagekraft nicht geeignet, zur Plausibilisierung von Planannahmen beizutragen. Ohne Analystenschätzungen kann es keine Consensus-Schätzungen geben, weil diese aus der Aggregation von Analystenschätzungen ermittelt werden. Zudem ist zu beachten, dass Bloomberg im Rahmen der Ableitung mehrere Prüfungen hinsichtlich der Belastbarkeit und Aktualität der Analystenschätzungen durchführt, weshalb es auch nach Einschätzung der Kammer nachvollziehbar ist, wenn die Schätzung für Ziggo Holding B.V. vom 21.8.2013 seitens Bloombergs als nicht mehr aktuell eingestuft wurde.

Ebenso wenig kann angenommen werden, die in der 1. Ergänzenden Stellungnahme und der 3. Ergänzenden Stellungnahme aufgeführten Analystenreports würden sich hinsichtlich der Zahl der herangezogenen Untersuchungen widersprechen. Die zur Plausibilisierung herangezogenen Analystenreports aus der Stellungnahme vom 22.3.2016 hatten die Übersicht zu den erwarteten Adjusted EBITDA-Werten zum Gegenstand, während die Stellungnahme vom 13.1.2017 all die Reports aufzählte, die zur Plausibilisierung der erwarteten Umsatzwachstumsraten herangezogen wurden. Bei den Adjusted EBITDA-Werten fanden mehrmals veröffentlichte, unveränderte Prognosewerte nur einmal Berücksichtigung, weshalb insgesamt 24 Analystenreports zu dieser Thematik von den Vertragsprüfern inhaltlich ausgewertet wurden. Bei den Umsatzerlösen aus der 3. Ergänzenden Stellungnahme wurden ausschließlich die jüngsten und damit aktuellsten Reports ausgewertet. Gerade dieser Ansatz der Vertragsprüfer, auf die neues-

ten Werte abzustellen, ist zielführend, weil in diese Auswertungen auch neueste Entwicklungen einfließen können. Eine Fehlerhaftigkeit der Prüfungshandlung ist daraus keinesfalls abzuleiten.

(cc) Die Tatsache, dass diese EBITDA-Marge innerhalb des Durchschnitts der Peer Group liegt, führt nicht zur mangelnden Plausibilität dieses Ansatzes, auch wenn Skalen- und Nachholeffekte zu Gunsten der Gesellschaft berücksichtigt waren. Die Vorreiterrolle der US-amerikanischen Unternehmen wurde dabei vor allem im Zusammenhang mit dem inhaltlichen Ziel der Gesellschaft angesprochen, im Premium TV-Bereich zu wachsen. Angesichts dessen muss es statthaft sein, dies auch bei der Plausibilisierung der EBITDA-Marge – ungeachtet von gewissen Unterschieden auf dem US-Markt – einfließen zu lassen. Dabei wurde zu Recht von einer Gesamtschau ausgegangen. In diesem Zusammenhang kann nicht vernachlässigt werden, dass die Gesellschaft selbst in der Vergangenheit deutlich schlechtere EBITDA-Margen aufwies und es bis hin zur Ewigen Rente zu einem erheblichen Aufholeffekt kommt, der dann im Terminal Value mit einer weiteren, wenn auch geringfügigen Verbesserung auf 50,4 % fortgeschrieben wird.

Soweit die fehlende Differenzierung zwischen den europäischen und den US-amerikanischen Peer Group-Unternehmen mit einem Unterschied von rund 15 Prozentpunkten kritisiert wird, muss dem entgegengehalten werden, dass sich der Unterschied bei der EBIT-Marge auf 4 Prozentpunkte reduziert hat. Der Darstellung auf Seite 12 der 3. Ergänzenden Stellungnahme lässt sich zudem kein einheitlicher Trend dahingehend entnehmen, bei

allen Vergleichsunternehmen würde die EBITDA-Marge steigen. Dies ist signifikant nur bei der Ziggo Holding B.V. für das Jahr 2016 auf 2017 mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge von 7 Prozentpunkten von 56 % auf 63 % und dauerhaft mit niedrigeren Wachstumsraten bei der Liberty Global plc. feststellbar, die über die Jahre 2013 bis 2017 eine um insgesamt 4 Prozentpunkte verbesserte EBITDA-Marge aufweist. Die übrigen Unternehmen weisen noch geringere Steigerungsraten von meist nur 2 Prozentpunkten im Zeitraum von 2013 bis 2018 aus. Wenn dann die Kabel Deutschland Holding AG ihre EBITDA-Marge ab dem ersten Planjahr von 42,5 % um nahezu 8 Prozentpunkte auf 50,3 % bzw. 50,4 % im Terminal Value steigert, liegt dies deutlich über den bei den Vergleichsunternehmen in Europa wie auch den USA feststellbaren Trend. Dann aber müssen die Skalen- und Nachholeffekte hinreichend im Ansatz für die Ewige Rente wie auch schon in der Detailplanungsphase abgebildet sein.

(dd) Bei der EBITDA-Marge kam es nicht zu einer Vernachlässigung des im Vergleich zum TV-Segment deutlich profitableren Bereichs Internet & Telefonie. Die Erwartungen hinsichtlich des Wachstums dieses Bereichs sind plausibel und konsistent in der Planung der Gesellschaft abgebildet. In Phase I ergibt sich die EBITDA-Marge somit rechnerisch zwingend aus den Planannahmen. In der Ewigen Rente wird ebenfalls die Entwicklung des Bereichs Internet & Telefonie sachgerecht unter Einschluss auch von Skaleneffekten abgebildet. Andere EBITDA-Margen von Vergleichsunternehmen, die naturgemäß nie identisch mit dem Bewertungsobjekt sein können, können daher nicht per se zur Fehlerhaftigkeit des gewählten Ansatzes bei

der EBITDA-Marge der Kabel Deutschland Holding AG führen. Die Vertragsprüfer wiesen zudem darauf hin, dass zum Bewertungsstichtag verfügbare Umfragen zu erwarteten EBITDA-Margen europäischer Kabelunternehmen mit Werten zwischen 46 % und 48 % unterhalb der von einigen Antragstellern ermittelten Durchschnittsmargen aufwiesen.

(c) Das Wachstum der finanziellen Überschüsse im Terminal Value konnte dabei insgesamt auch mit 1 % veranschlagt werden, wobei es sich um eine langfristige Trendfortschreibung handelt, die impliziert, dass sich die finanziellen Überschüsse der Gesellschaft jährlich konstant erhöhen. Aufgrund des Vorhandenseins eines eingeschwungenen Zustands, in dem die zum Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegten Produkt- und Marktpotenziale aus der Detailplanungsphase angemessen abgebildet sind, bleiben in der Ewigen Rente die Marktanteile für die Kabel Deutschland Holding AG ebenso wie der für sie zugängliche Absatzmarkt in einem Beharrungszustand. Die Erschließung neuer Märkte beispielsweise durch einen signifikanten Ausbau des Kabelnetzes war zum Stichtag nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer nicht in der Wurzel angelegt. Daher kann dies weder in Phase I noch in der Ewigen Rente in die Ertragswertermittlung einfließen. Weiteres Wachstum ließe sich dann aber nur durch Verdrängung erzielen. Im Rahmen des bestehenden Unternehmenskonzepts können allerdings nur die Folgen derjenigen Verdrängung berücksichtigt werden, die für die Kabel Deutschland Holding AG durch ihr bestehendes Unternehmenskonzept erreichbar sind. Dem kann auch nicht entgegengehalten werden, die Annahme eines wenig dynamischen Marktes stehe in Widerspruch zu kontinuierlich auf den Markt gebrachten neuen Produkten wie Bündelprodukte

oder solche mit höheren Internet-Geschwindigkeiten. Um sich am Markt nachhaltig behaupten zu können, muss ein Unternehmen stets in neue Produkte investieren und technologische Neuerungen anbieten. Da dieser aber nicht zwingend zu deutlich höheren Erträgen führen, weil beispielsweise Produktbündel den Preisdruck erhöhen, vermag die Kammer in Übereinstimmung mit den Überlegungen der Vertragsprüfer in der 5. Ergänzenden Stellungnahme kein höheres Wachstumspotenzial im Terminal Value zu erkennen, ohne gegen die Grundsätze seiner Ableitung zu verstoßen.

Die Annahme von Wachstumsaussichten in diesem Umfang steht auch nicht im Widerspruch zu dem Ziel der Gesellschaft, sich als Preis-/Leistungsführer zu positionieren. Diese angestrebte Marktposition bezieht sich nämlich auf das Preis-/Leistungs-Verhältnis und kann nicht gleichgesetzt werden mit einer Preis- und Leistungsführerschaft. Zum Zeitpunkt der Bewertung und des maßgeblichen Stichtags der Hauptversammlung war die Gesellschaft mit ihren Produkten angesichts des bestehenden technologischen Vorteils der Kabelunternehmen gegenüber anderen Basistechnologien bei der Leistung vergleichsweise führend. Dementsprechend waren aber andererseits die Preise für ihre Produkte vergleichsweise hoch. Insgesamt ist damit das Preis-Leistungs-Verhältnis der Produkte der Gesellschaft gut positioniert. Im Zeitverlauf zur Ewigen Rente muss indes gesehen werden, dass der Wettbewerbsdruck für die Kabel Deutschland Holding AG durch Zweitanbieter zunehmen wird, die sich vornehmlich über den Preis definieren und daher vor allem preissensitive Kunden ansprechen, während die Gesellschaft eher als hochpreisiger Anbieter am Markt auftritt. Eine Leistungs- und Preisführerschaft führt in der Wettbewerbsökonomie zu einem Monopol, weil rational handelnde Kunden die Wettbewerbsprodukte aufgrund schlechterer Leis-

tungen und höherer Preise nicht bevorzugen würden. Hierfür konnten die Vertragsprüfer allerdings keinerlei Anhaltspunkte finden.

Der Ansatz eine Wachstumsrate von 1 % in der Ewigen Rente steht in Einklang mit den prognostizierten Entwicklungen der Internetanschlüsse bis zum Jahr 2017, wo beispielsweise ausweislich der -Studie ein abflachender Trend für die Zuwachsraten bei Breitbandanschlüssen über Kabel gesehen wird. Allein die Tatsache, dass andere Studien und das Privatgutachten bei der Branchenentwicklung zu einem anderen Ergebnis gelangen, rechtfertigt keinen Rückschluss darauf, es müsse zwingend ein höheres mengenbedingtes Wachstum ab den Jahren 2019/20 ff. angesetzt werden. Derartige Prognosen sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet, weshalb auch für das Wachstum im Terminal Value der Grundsatz gelten muss, dass eine plausible Annahme nicht durch eine andere, möglicherweise ebenfalls plausible Annahme ersetzt werden kann.

(d) Die Ableitung der Ewigen Rente musste nicht ausschließlich anhand von Unternehmen vorgenommen werden, sondern konnte anhand des Vergleichs mit Gesamtmärkten vorgenommen werden. Unmittelbar mit der Gesellschaft vergleichbare Unternehmen ließen sich nicht identifizieren; zudem lagen zur Unternehmensbewertung der Kabel Deutschland Holding AG für die Peer Group-Unternehmen naturgemäß keine detaillierten, langfristigen Planungen vor, die einen unendlichen, nachhaltigen Zeitraum abdecken würden. Angesichts dessen ist es unvermeidlich, wenn bei der Vertragsprüfung das Ergebnis mit unterschiedlichen Analysen, zu denen auch der Vergleich mit anderen Unternehmen gehört, verprobt wird.

(e) Die im Terminal Value angesetzte Reinvestitionsrate in Höhe von 19,5 % der Umsatzerlöse wurde angemessen und nicht deutlich überhöht angesetzt.

(aa) 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 jedoch zu Erweiterungsinvestitionen, nachdem sich das Unternehmen in einem Gleichgewichtszustand befindet (vgl. LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, 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. 392).

(bb) Die angesetzte Quote von 19,5 % stellt sich als sachgerecht dar. Sie liegt zum einen unterhalb der historischen Investitionsquoten sowie unterhalb der geplanten Investitionsquoten der Kabel Deutschland Holding AG für die Detailplanungsphase und innerhalb der historischen Bandbreite der Investitionsquoten von Vergleichsunternehmen, wie sie in Abbildung 16 der 1. Ergänzende Stellungnahme dargestellt werden.

Dem lässt sich nicht entgegenhalten, das Kabelnetz werde weit über die steuerliche Nutzungsdauer hinaus genutzt und es seien wesentliche Investitionen bereits getätigt worden, weshalb mit zunehmendem Umsatz die Reinvestitionsquote erheblich sinken müsse. Zur Erhaltung der technologischen Leistungsfähigkeit des Netzes sind regelmäßig auch Erhaltungsinvestitionen zu tätigen, weshalb es zu einer ständigen Erneuerung des Netzes

kommt. Die steuerliche Nutzungsdauer spielt dabei für die Abschreibungs- bzw. Reinvestitionsquote keine Rolle. Wenn dann aber bereits in der Detailplanungsphase, für die es – im Gegensatz zur Ewigen Rente – eine Investitions- und Abschreibungsplanung gab, ein erheblicher Rückgang der Investitionsquote abgebildet wird und die Reinvestitionsquote in der Ewigen Rente auf einem deutlich niedrigeren Niveau als in der Ist- und Planungsjahren liegt, kann von einer deutlich überhöhten Reinvestitionsrate nicht ausgegangen werden. Zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit des Netzes in einem umkämpften Markt sind kontinuierlich Erhaltungsinvestitionen durchzuführen. Eine um Kundenstämme bereinigte historische Abschreibungsquote kann allenfalls einen groben Richtwert darstellen. Bei der Bemessung der Reinvestitionsquote muss aber gesehen werden, dass der angesetzte Wert von 19,5 % angesichts der Vergleichswerte aus Vergangenheit und Phase I sowie der Vergleichsunternehmen und der Erkenntnisse aus Marktstudien eine eher niedrige Schätzung darstellt und somit nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre erfolgt.

(9) Aus den Ermittlungen zur inkrementellen EBITDA-Marge mit einem Mittelwert von 60 % kann die Fehlerhaftigkeit der Planannahmen nicht abgeleitet werden. Diese errechnet sich als Relation aus dem absoluten Ergebniszuwachs und der absoluten Umsatzerhöhung in einer Periode und zeigt demnach die hypothetische Marge der zusätzlichen Umsatzerlöse auf. In der Ewigen Rente ermittelten die Vertragsprüfer von diese Marge aus dem Adjusted Beta und ermittelten daraus das nachhaltige Adjusted Beta bezogen auf den geplanten Umsatzzuwachs im Übergangsjahr, woraus sich dann ein Wert von 50,6 % errechnet. Für die Bewertung wurde die inkre-

mentelle EBITDA-Marge auf der Grundlage des Angepassten oder Adjusted Beta ermittelt, das keine außerordentlichen oder einmaligen Effekte aus Restrukturierung, der Übernahme oder Aufwendungen aus dem Mitarbeiterbonusprogramm zur Incentivierung des Managements der Gesellschaft enthielt. Die Aufwendungen wurden anhand eines Optionspreismodells ermittelt, wobei im Geschäftsjahr 2013/14 von erhöhten Aufwendungen von etwa € 64 Mio. ausgegangen wurde. Diese auch zukünftig zu gewährenden Vergütungsbestandteile sollen aber angesichts eines erwarteten konstanten Kursverlaufs der Aktie der Gesellschaft deutlich zurückgehen. Daher liegt die inkrementelle Adjusted EBITDA-Marge im Mittelwert der Jahre der Detailplanungsphase bei 60 %: Aufgrund der außerordentlichen Effekte im Forecast für 2013/14 schwankt die unbereinigte inkrementelle EBITDA-Marge mit Werten zwischen 35,7 % und 112,6 % erheblich. Zur Glättung dieser Effekte wurde daher sachgerecht auf die inkrementelle Adjusted EBITDA-Marge von 60 % und nicht von 66 % abgestellt.

(10) Die Annahmen zur Thesaurierung müssen angesichts ihrer Plausibilität nicht angepasst werden.

(a) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 45 % im Terminal Value. Anders als in der Detailplanungsphase kann bei der Festlegung der Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente nicht auf die Planung des Unternehmens zurückgegriffen werden, weil es eine solche ab den Jahren 2019/20 ff. nicht mehr gibt. Angesichts dessen 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; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; auch Peemöller in: Peemöller, Handbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 37 f.). Der Kammer sind die marktüblichen Werte auch aus anderen Spruchverfahren bekannt, weshalb gegen den Ansatz einer innerhalb der genannten Bandbreite von Ausschüttungsquoten, die zwischen 40 und 60 % bzw. 70 % liegt, angesiedelte Ausschüttungsquote von 45 % keine Bedenken bestehen.

(b) Der Wertbeitrag aus Thesaurierung muss sowohl in der Detailplanungsphase als auch in der Ewigen Rente mit einem Steuersatz von 13,1875 % - also des hälftigen Steuersatzes zuzüglich des Solidaritätszuschlages – belegt werden. 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; Beschluss vom 29.8.2018, Ahl 5HK O 16585/15; 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.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, es müsse aus steuerlichen Gründen ein steuerfreier Rückkauf der Aktien der Gesellschaft im Interesse der Minderheitsaktionäre angesetzt werden. Zum einen ist zum Stichtag der Hauptversammlung nicht klar erkennbar, inwieweit hierfür überhaupt die aktienrechtlichen Voraussetzungen aus § 71 AktG erfüllt gewesen waren. Zum anderen hat kein Aktionär einen Anspruch auf eine möglichst hohe Abfindung, sondern auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Abfin-

dung (vgl. BGHZ 207, 114, 130 = NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 140 f. = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236). In der konkreten Unternehmenspolitik der Gesellschaft gibt es keinen Anhaltspunkt dafür, dass ein derartiger Erwerb überhaupt geplant gewesen wäre. Von daher kann auch aus diesem Grund ein entsprechender Erwerb eigener Aktien nicht berücksichtigt werden.

(c) Eine wachstumsbedingte Thesaurierung – bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital der Kabel Deutschland Holding AG multipliziert mit dem Wachstumsabschlag – konnte bei der Gesellschaft ausnahmsweise nicht angesetzt werden. Die Voraussetzungen für eine Fortschreibung der Planbilanz des letzten Planjahres mit dem Wachstumsabschlag lagen nicht vor. Dieses Vorgehen ist nur dann möglich, wenn die Bilanz bzw. deren Planung wenigstens in wesentlichen Punkten das ökonomische Bild der Lage der Gesellschaft wiederspiegelt. Dazu muss aber das bilanzielle Eigenkapital als den Eigenkapitalgebern zuzurechnende Vermögensposition einen positiven Wert aufweisen. Dies war bei der Kabel Deutschland Holding AG allerdings nicht der Fall. Bis zum Geschäftsjahr 2018/19 weist der nach IFRS-Grundsätzen aufgestellte Konzernabschluss der Gesellschaft ein negatives bilanzielles Eigenkapital aus. Dieses negative bilanzielle Eigenkapital auf Konzernebene resultiert aus der bilanziellen Abbildung einer Übernahme im Rahmen der Rechnungslegung nach IFRS. Würde das negative bilanzielle Konzerneigenkapital für die Quantifizierung der wachstumsbedingten Thesaurierung zugrunde gelegt werden, läge die Bruttoausschüttung über dem Jahresüberschuss. Es würde folglich nachhaltig mehr ausgeschüttet als aus der G+V-Rechnung resultiert. Demgemäß müsste im Zeitraum der Ewigen Rente ne-

ben dem erwirtschafteten Ergebnis in jeder zukünftigen Periode zusätzlich externes Kapital zur Finanzierung der Ausschüttungen aufgenommen werden, was die Vertragsprüfer in ihrer 5. Ergänzenden Stellungnahme zutreffend als betriebswirtschaftlich nicht vertretbar bezeichneten. Demgemäß blieben aus Gründen der Konsistenz alle Positionen einschließlich des Anlagevermögens konstant. Die Annahme eines selektiven Wachstums einzelner Positionen wie namentlich des Working Capital ist zur Überzeugung der Kammer nicht sachgerecht. Namentlich das einseitige Wachstum des negativen Working Capital mit der Folge steigender operativer Cashflows ist betriebswirtschaftlich nicht plausibel, auch wenn das Ziel eine vollständige Rückführung des verzinslichen Fremdkapitals im Planjahr 2215/16 ist. Damit würde nämlich die langfristige Finanzierung der Gesellschaft vollständig durch kurzfristig fällige Working Capital-Verbindlichkeiten ersetzt. Langfristige Vermögensgegenstände der Kabel Deutschland Holding AG wie das Kabelnetz oder die IT-Infrastruktur würden somit ausschließlich durch (kurzfristige) Working Capital-Verbindlichkeiten finanziert. Eine derartige Inkongruenz führt zu nicht vertretbaren Risiken und Abhängigkeiten der Gesellschaft. Kurzfristig fällig werdende Verbindlichkeiten des Working Capitals müssten bei einer anderweitigen Verwertung oder Ausschüttung der in dem Wachstum des negativen Working Capitals generierten liquiden Mittel mit langfristig gebundenen Mitteln finanziert werden. Sofern die langfristig gebundenen Vermögenswerte dann nicht kurzfristig in Liquidität umgewandelt werden können, würde dies gegebenenfalls zur Zahlungsunfähigkeit und damit zur Insolvenz der Gesellschaft führen. Daher kann auch nicht von einem realen Schrumpfen des Working Capital ausgegangen werden, nachdem im Rahmen des Bewertungsmodells auch die

übrigen Aktiva und die Verbindlichkeiten der Gesellschaft konstant fortgeschrieben werden.

Da die Planung auf IFRS-Basis erstellt wurde, war es konsistent, nicht auf die ein positives Eigenkapital ausweisende HGB-Bilanz abzustellen, sondern auf die nach IFRS-Grundsätzen aufgestellte Konzernbilanz. Zur Entwicklung eines integrierten Modells müssten die Planungen und die passenden Bilanzen einheitlich auf Konzernebene vorliegen oder die Bilanzierung der Reverse Acquisition eliminiert und entgegen den Rechnungslegungsregeln nach IFRS eine übliche Kaufpreisabbildung abgebildet werden. Einer derartigen Betrachtung würde dann aber nicht mehr eine geprüfte Datenbasis in Bezug auf die vorliegenden Abschlüsse zugrunde liegen. Dabei ist nicht erkennbar, inwieweit dadurch eine bessere Schätzgrundlage für den zu ermittelnden Unternehmenswert erlangt werden könnte, weil es zu einer Vielzahl von Anpassungen an Bilanzierungsgrundsätze und die Planung kommen müsste.

(d) In Folge der fehlenden wachstumsbedingten Thesaurierung flossen im Jahr der Ewigen Rente in den Ertragswert Investitionszahlungen von etwa € 510 Mio. ein, die dann nach Anwachsen um den Wachstumsabschlag mit 1 % im Jahr 2020/21 auf etwa € 516 Mio. ansteigen; demgemäß wurden nicht € 563 Mio. an Investitionen im Terminal Value veranschlagt. Nur diese Zahlen entsprechen den Gegebenheiten bei der Kabel Deutschland Holding AG, nicht aber die im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 27.8.2018 genannten fiktiven Bilanzzahlen.

Angesichts dessen stellt sich die Ertragslage bei der Kabel Deutschland Holding AG wie folgt dar:

Umsatzerlöse	**1.909,1**	**2.043,4**	**2.199,9**	**2.322,7**	**2.429,5**	**2.541,3**	**2.617,5**
Angepasstes EBITDA	**910,0**	**977,6**	**1.074,1**	**1.150,0**	**1.205,0**	**1.277,6**	**1.323,3**
LTIP	-63,6	-15,8	-10,1	-5,5	-4,8	-4,8	-4,8
Sonstiges	-35,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**810,6**	**961,9**	**1.064,0**	**1.144,5**	**1.200,2**	**1.272,8**	**1.318,5**
Abschreibungen	-404,3	-458,3	-478,7	-484,9	-484,4	-493,2	-510,4
EBIT	**406,3**	**503,6**	**585,3**	**659,7**	**715,7**	**779,6**	**808,1**
Finanzergebnis	-212,7	-167,5	-124,5	-127,8	-130,7	-137,5	-145,0
EBT	193,6	336,0	460,8	531,8	585,0	642,1	663,1
Unternehmenssteuern	-33,3	-80,5	-143,0	-164,6	-178,7	-196,4	-204,1
Jahresüberschuss (= Bruttoausschüttung)	**160,3**	**255,5**	**317,8**	**367,2**	**406,3**	**445,7**	**459,0**
Dividendenausschüttung	72,1	115,0	143,0	165,2	182,8	200,6	206,5
Fiktive Thesaurierung	88,2	140,5	174,8	202,0	223,6	245,2	252,4
Abgeltungssteuer auf Dividendenausschüttung	0,0	-12,9	-37,7	-43,6	-48,2	-52,9	-54,5
Kursgewinnsteuer auf fiktive Thesaurierung	-11,6	-18,5	-23,1	-26,6	-29,5	-32,3	-33,3
Zu kapitalisierendes Ergebnis	**148,7**	**224,1**	**257,1**	**297,0**	**328,6**	**360,5**	**371,2**

b. Der Wert der so übermittelten 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 tätigenden Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisie-

rungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 95 = ZIP 2019, 370, 373 f. = DB 2018, 2108, 2111 f.; Der Konzern 2019, 410, 415; 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 2,75 % vor Steuern und demgemäß auf 2,02 % 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 den am Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. 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. 377 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 gerade 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 in Höhe von 2,72 % vor Steuern, der dann auf 2,75 % vor Steuern aufgerundet wird. Einer Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Der 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 2,75 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG München, Beschluss 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 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15).

(b) Es ist nicht geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen. Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München AG 2014, 453, 455 = Der Konzern 2014, 172, 174 = NJW-RR 2014, 423, 474; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 122716). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanla-

ge ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Aus demselben Grund muss auch nicht auf die durchschnittliche Laufzeit der Finanzierungskredite der Kabel Deutschland Holding AG abgestellt werden.

(c) Diesem Ansatz lässt sich nicht entgegenhalten, aus den Beispielen der PIIGS-Staaten ergebe sich die konkrete Gefahr einer Insolvenz auch der öffentlichen Hand. Auch hier gilt es zum einen zu berücksichtigen, dass es sich bei Anleihen der Bundesrepublik Deutschland um hinreichend (quasi-)sichere Papiere handelt. Zum anderen muss aber vor allem gesehen werden, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der als „Schuldenbremse" bezeichneten 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. Demgemäß muss die Gefahr eines Staatsbankrotts der Bundesrepublik Deutschland als in höchstem Maße unwahrscheinlich bezeichnet werden und kann folglich vernachlässigt werden.

(2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und im Geschäftsjahr 2013/14 auf 3,89 %, im Geschäftsjahr 2014/15 auf 3,99 % im Geschäftsjahr 2015/16 auf 4,01 %, im Geschäftsjahr 2016/17 auf 3,98 %, im Geschäftsjahr 2017/18 auf 3,97 %, im Geschäftsjahr 2018/19 auf 3,95 % und im Terminal Value auf 3,94 % 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 öffentliche 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. 381).

(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 Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der

langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden 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 Bewerters ab, die nur nicht unmit-

telbar 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 angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite einer Anlage in Aktien 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 zentralen 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 Risikozuschlags ergibt sich 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 Kapitalmarktstu-

dien 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. Vielfach haben diese Analystenschätzungen einen anderen Ansatz, der auf die Ermittlung eines Zielkurses der Aktie gerichtet ist. 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/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum

Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I 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 Marktrisikoprämie 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 Marktrisikoprämie 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.; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 386 für das Ertragswertverfahren; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 452 f. für die DCF-Methode). 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 gegenüber der 2003 endenden Zeitreihe bedeutet (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O, 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 Darstel-

lung 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 beinhaltet 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 neue-

ren 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; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 149063/17). 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 = DStR 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 entgegengehalten 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 zurückgreifen. 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 Steuern 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 Sachverständigengutachten von 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 13.2.2014, also nahezu auf den Tag genau fünf Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes bereits 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 Marktrisikoprämie auswirken kann. Angesichts dessen können die Erkenntnisse von nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

Der 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 Marktrisikoprämie und die Entwicklung von Spreads von Interbankenzinsen wurden bereits oben dargestellt – sie recht-

fertigen zur Überzeugung der Kammer jedenfalls nicht die Erhöhung der Marktrisikoprämie 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 „gerichtsfeste" 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 Brandbreite das Marktrisiko besser abbildet als der Mittelwert (vgl. OLG München AG.2018, 753, 756 = Der Konzern 2019, 277, 281; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 122716; Beschluss vom 16.10.2018, 31 Wx 415/16; LG München I, Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17).

(bb) Der zur Ermittlung des Unternehmens individuellen Risikos im Rahmen des (Tax-)CAPM herangezogene Beta-Faktor von 0,6 unverschuldet bedarf keiner Korrektur. Dies ergibt sich namentlich aus der Vergleichbarkeit des originären Beta-Faktors der Kabel Deutschland Holding AG mit dem über eine Peer Group hergeleiteten Beta-Faktor. Der Wert von 0,6 zeigt sich bei einer Berechnung für einen Zeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen bei einer Regression gegen den MSCI World Developed Countries ebenso wie bei einem 5-Jahreszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen gegen den jeweils

größten nationalen Index entsprechend der Darstellung in der 1. Ergänzenden Stellungnahme der Vertragsprüfer.

Die Zusammensetzung der von den Vertragsprüfern zur Plausibilisierung des von ihnen präferierten originären Beta-Faktors gewählten Peer Group begegnet 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, wobei dies auch für die Einbeziehung der in den USA ansässigen Unternehmen gibt, selbst wenn die Strukturen der Märkte in den Vereinigten Staaten nicht restlos mit denen des deutschen Marktes vergleichbar sein sollten. Dies zeigt sich beispielsweise im technologischen Zugang zum Internet, nachdem Deutsche und US-Amerikaner ausweislich der in der 1. Ergänzenden Stellungnahme zitierten Studie ähnliche Raten und eine ähnliche Nutzung der Internetzugänge und Verbindungsdaten wählen. Zudem sind die Breitbandpenetrationen in den USA und in Deutschland in ähnlicher Geschwindigkeit und ähnlicher Höhe in den vergangenen Jahren angestiegen. Auch haben nordamerikanische wie europäische Unternehmen Wettbewerber, die mit unterschiedlichen Technologien – mithin Kupfernetz, Glasfaser, Mobilfunk, Satellit – ihre Leistungen anbieten. Dabei ist die DSL-Technologie in den USA weniger verbreitet als in Europa.

Die von den Vertragsprüfern dargestellten Kriterien zur Aufnahme in die von ihnen herangezogene Peer Group zeigen die Nachvollziehbarkeit für die einbezogenen Unternehmen auf. Voraussetzung für die Aufnahme war ein regionaler Fokus auf Europa und Nordamerika, nachdem der Markt, auf dem die Kabel Deutschland Holding AG tätig ist, auf die Bundesrepublik Deutschland und damit ein Land beschränkt ist. Die Vergleichsunternehmen verfügen – ähnlich der Gesellschaft – über ein Breitbandnetz mit Kabelinfrastruktur und erwirtschaften die Umsätze in erheblichem Umfang sowohl über Festnetztelefonie, Breitbandinternet und TV-Signalübertragung.

Die herangezogenen Vergleichsunternehmen haben in gleicher Weise wie die Gesellschaft einen hohen Privatkundenanteil. In ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme erläuterten die Vertragsprüfer auch einen Vergleich zwischen der Entwicklung des Internet-Anteils an den Umsätzen bei den Peer Group-Unternehmen einerseits und der Kabel Deutschland Holding AG andererseits. Daraus resultiert, dass die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen im Betrachtungszeitraum tendenziell zunehmende Umsatzanteile im Bereich Internet & Telefonie aufweisen, was vor allem für die Unternehmen Ziggo Holding N.V., Liberty Global plc. und Time Warner Cable Inc. gilt. Allein aus der unterschiedlichen Größe der Unternehmen lässt sich nicht ableiten, dass namentlich die deutlich größeren Unternehmen aus den USA nicht vergleichbar sein könnten. Der Kammer ist aus einer Reihe von Spruchverfahren bekannt, dass sich aus der unterschiedlichen Größe alleine kein Rückschluss auf die fehlende Vergleichbarkeit in Bezug auf das operative Risiko

ableiten lässt. Teilweise weisen deutlich größere Unternehmen einen höheren Beta-Faktor, teilweise aber auch einen deutlich niedrigeren Beta-Faktor aus als das zu bewertende Unternehmen. Dann aber sind zentrale Gesichtspunkte, die das Geschäft der Kabel Deutschland Holding AG prägen, auch bei den Vergleichsunternehmen gegeben.

Bei der Auswahl der in der Peer Group berücksichtigten Unternehmen durch die Vertragsprüfer muss es hinsichtlich der angewandten Kabeltechnologie als sachgerecht bezeichnet werden, wenn sie solche Unternehmen nicht heranzogen, deren Produkte auf einer Kupferkabeltechnologie basieren. Dieses Filterkriterium ist ein wesentlicher Einflussfaktor für die operativen Chancen und Risiken des jeweiligen Geschäftsmodells. Unternehmen, die auf dieser Grundlage arbeiten, können andere Investitionserfordernisse aufweisen, um ihre jeweilige Marktposition gegenüber Wettbewerbern mit alternativen Basistechnologien behaupten zu können. Die daraus resultierenden Entwicklungsmöglichkeiten dieser Unternehmen können daher von Unternehmen abweichen, die aufgrund einer anderen Technologie zum Bewertungsstichtag bereits höhere Übertragungsgeschwindigkeiten anbieten können. Daher waren auf die Kupferkabeltechnologie setzende Unternehmen keine geeigneten Vergleichsunternehmen. Der Ausschluss aus der Peer Group kann jedoch nicht als Widerspruch zu der Annahme gesehen werden, die Kabel Deutschland Holding AG hätte keine deutlichen und vor allem nachhaltigen Wettbewerbsvorteile. Die Planung berücksichtigte die zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung bestehenden Vorteile gegenüber der DSL-Technologie. Allerdings muss auch hier berücksichtigt

werden, dass ein technologischer Vorteil nicht für alle Kunden Relevanz hat, weil Nutzer teilweise auch die günstigere Kosten-Nutzen-Relation von Internetprodukten mit geringeren Übertragungsgeschwindigkeiten bevorzugen. Vor allem aber wird sich der technologische Vorteil der Kabeltechnologie im Laufe der Phase I abschwächen. Der erwartete Aufholeffekt von Wettbewerbern mit zunehmender Wettbewerbsintensität bei den Internetprodukten betrifft auch die anderen Kabelunternehmen, so dass auch deren Risikoprofil betroffen ist. Bei den mit der Kupferkabeltechnologie arbeitenden Unternehmen steht dagegen die Chance im Vordergrund, den bisherigen Nachteil im Laufe der Detailplanungsphase aufholen zu können – daher ist es sachgerecht, wenn sie nicht in die Gruppe von Unternehmen aufgenommen werden, die das Risiko der Kabel Deutschland Holding AG abbilden soll. Bei der Umsatzentwicklung dagegen müssen die Anstrengungen zur Aufholung des aus ihrer Sicht bestehenden Nachteils mit ihren Auswirkungen auf das Bewertungsobjekt Kabel Deutschland Holding AG sehr wohl einfließen, so dass sich die Wachstumsraten bei der Gesellschaft abschwächen.

Der Umstand, dass die Märkte in den USA Unterschiede beim Wettbewerbsdruck, den Kündigungsquoten, dem ARPU wie auch den Content Costs aufweisen, führt nicht zum zwingenden Ausschluss der US-amerikanischen Peer Group-Unternehmen. Für die Vergleichbarkeit kann es nicht auf derartige Einzelaspekte ankommen und gerade bei der Frage des Wettbewerbsdrucks kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Kabel Deutschland AG in Zukunft auch einem eher zunehmenden Wettbewerbsdruck ausgesetzt sein wird, was bereits oben beschrieben

und erläutert wurde. Eine Verzerrung lässt sich auch nicht unter Hinweis auf ein deutlich schlechteres Fremdkapital-Rating der US-Unternehmen begründen. Die US-amerikanischen Unternehmen weisen nach Bloomberg Fremdkapital-Ratings zwischen Investmentgrade (A-) und Non Investmentgrade (BB-) auf, während die europäischen Unternehmen Liberty Global plc. und Telenet Group Holding N.V., für die Daten verfügbar waren, ein Fremdkapital-Rating von BB- und B+, also gerade kein deutlich besseres Fremdkapital-Rating, aufweisen. Auch Aktivitäten in anderen Währungsräumen können kein zwingendes Ausschlusskriterium sein. Da die regionale Abdeckung der Peer Group und der Index übereinstimmen sollen, lässt sich die Verwendung des internationalen Referenzindex rechtfertigen. Zudem erfolgte die Ableitung der Beta-Faktoren für die Kabel Deutschland Holding AG wie auch für die Peer Group in einer einheitlichen Währung, weshalb es diesbezüglich keine Inkongruenz gibt. Hinsichtlich der Gesellschaftsform sowie dem Marktverständnis in einer entwickelten Volkswirtschaft müssen die in den USA ansässigen Unternehmen als vergleichbar eingestuft werden. Bezüglich der Nutzung von Video on Demand-/Streaming-Lösungen werden sie als ein Vorläufermarkt angesehen. Diese Trends können in Zukunft die Wettbewerbssituation in Deutschland durchaus beeinflussen. Angesichts des Erfordernisses der Abbildung zukünftiger Risiken für eine zukunftsorientierte Unternehmensbewertung rechtfertigt sich auch deshalb die Aufnahme dieser Unternehmen in die Peer Group. Quad-Play konnte als Ausschlusskriterium herangezogen werden, weil die Kabel Deutschland Holding AG kein signifikantes Mobilfunkgeschäft betreibt und dies auch nicht in ihre Planung aufge-

nommen hat, wie bereits oben unter B. II. 2 a. (2) (g) aufgeführt wurde. Bei dieser Planung der Gesellschaft kann eine Aufnahme von Unternehmen, die Quad-Play betreiben, wie beispielsweise die Entwicklung von Virgin Media Inc. und der Deutschen Telekom AG zeigen, nicht gerechtfertigt werden; insoweit fehlt es an der Vergleichbarkeit. In Deutschland konnte zudem zum Bewertungsstichtag auch keine Entwicklung hin zum Quad-Play beobachtet werden. Ein Analystenbericht der Exane BNP Paribas vom 17.6.2013 zeigt nämlich, dass Quad-Play vor allem für Wachstum in Spanien, Frankreich und Portugal verantwortlich war, während in Deutschland diese Entwicklung eben noch nicht begonnen hatte. Zudem wird in dieser Analyse entsprechend den Erläuterungen in der 5. Ergänzenden Stellungnahme nachvollziehbar und überzeugend darauf hingewiesen, Quad-Play führe nicht zwingend zu einer Wertschöpfung – zwar erhöhe dieser Aspekt mehrerer Produkte die Kundentreue, was aber die dafür gebotenen Preisnachlässe nicht kompensiere. Soweit einige Antragsteller sich zum Teil auf einen Analystenbericht von Goldman Sachs berufen, vermag dieser die Berechtigung dieses Ausschlusskriteriums nicht in Frage zu stellen, auch wenn er sich auf die Aktie der Kabel Deutschland Holding AG bezieht. Aus dem Text ergibt sich nämlich die Perspektive der Mobilfunkbetreiber, für die der Erwerb von Kabel-Assets eine signifikante Strategie und finanzielle Gelegenheit darstelle. Die Überlegungen von Goldman Sachs stehen im Zusammenhang mit möglichen Synergien aus der Perspektive von die für die Bewertung der Kabel Deutschland Holding AG indes – wie schon ausgeführt – keine Bedeutung haben können. Der Bereich Mobilfunk hat ein anderes Chancen-Risiko-Profil

und ein anderes Ertragspotential, das mit dem eines klassischen Kabelnetzbetreibers nicht verglichen werden kann. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil es Unternehmen mit Kabelnetzen gibt, die dann wegen ihrer deutlich besseren Vergleichbarkeit in die Peer Group aufgenommen wurden.

Nicht unberücksichtigt bleiben kann zudem, dass bei einem Abstellen auf in Europa beheimatete und tätige Vergleichsunternehmen nur mehr zwei Gesellschaften aussagekräftige Daten liefern würden, was die Vergleichbarkeit deutlich erschwert. Auch aus diesem Grund erachtet die Kammer die Einbeziehung der vier US-amerikanischen Unternehmen in die Peer Group der Vertragsprüfer, die zu Plausibilisierungszwecken erfolgte, für sinnvoll.

Weitere Unternehmen mussten wegen fehlender Vergleichbarkeit nicht herangezogen werden, nachdem sie die sachgerecht angesetzten Filterkriterien nicht erfüllen. Dies gilt namentlich für in Deutschland ansässige Telekommunikationsunternehmen. Das Geschäft der Deutsche Telekom AG beruht ganz wesentlich auf dem DSL-Netz und damit einer anderen Technologie, was zu Chancen und Risiken führt, die mit denen des Kabelnetzes nicht vergleichbar sind. Außerdem bietet diese Gesellschaft als klassischer Quad-Player neben dem Geschäftsbereich der Kabel Deutschland Holding AG auch in erheblichem Maße Mobilfunkleistungen mit einem Umsatzanteil von 34 % im Geschäftsjahr 2013 an. Telefónica O_2 SE ist im Wesentlichen ein Mobilfunkanbieter, der rund 75 % seiner Umsatzerlöse mit Mobilfunkdienstleistungen erwirtschaftet. Zudem erzielte diese Gesellschaft mehr als die Hälfte ihres Umsatzes in Süd- und Mittelamerika und damit in einer

Region, die grundlegend anderen Länderrisiken als die Kabel Deutschland Holding AG in einem wirtschaftlich hochentwickelten und politisch stabilen Land zum Bewertungsstichtag ausgesetzt war. Gerade die Staaten Südamerikas weisen eine deutlich größere politische Instabilität auf und sind wirtschaftlich bei weitem nicht so entwickelt wie die Bundesrepublik Deutschland. Die United Internet AG besitzt weder ein eigenes Kabel- noch ein DSL-Netz und ist auch nicht im TV-Bereich tätig. Auch die Sky Deutschland Holding AG verfügt über kein eigenes Datenübertragungsnetz; ihr Unternehmensgegenstand besteht zudem im Tätigwerden im TV-Bereich, wo sie ihre Angebote ganz überwiegend im Pay TV-Bereich verbreitet. Die in Kanada ansässige Gesellschaft Cogeco Cable Inc. erfüllte nach den Angaben der Vertragsprüfer in der 1. Ergänzenden Stellungnahme nicht die Vergleichskriterien. Zudem würde sich kein anderer Beta-Faktor ergeben, weil der signifikante Beta-Faktor über einen Zeitraum von zwei Jahren bei rund 0,6 lag und ebenso ermittelt wurde wie bei allen anderen Unternehmen aus der Peer Group. Das kanadische Unternehmen Shaw Communications Inc. nutzt als Technologie zur Übertragung geostationäre Satelliten und lässt sich folglich von der Technologie her nicht mit der Kabel Deutschland Holding AG vergleichen.

Die Kammer hat keinen Anlass zu entscheiden, ob der originäre Beta-Faktor selbst bei entsprechender Signifikanz unberücksichtigt bleiben muss oder ob er dann das allein ausschlaggebende Kriterium für die Ermittlung des Beta-Faktors sein muss, weil bei beiden denkbaren Methoden über die Peer Group wie auch über den unternehmenseigenen Beta-Faktor ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,6 anzusetzen ist. Die Aktien der Kabel

Deutschland Holding AG waren in den Zeiträumen hinreichend liquide, die vom 22.3.2010 bis zum 13.2.2013 – also dem Zeitpunkt, zu dem das Übernahmeinteresse der Antragsgegnerin bekannt wurde – reichten. Namentlich die Bid-Ask-Spreads sprechen klar erkennbar für eine hinreichende Liquidität der Aktie. 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 durch die höheren Bid-Ask-Spreads erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste. 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. Die Grenze, bis zu der Bid-Ask-Spreads auf eine hinreichende Liquidität hinweisen, wird üblicherweise in einer Größenordnung von 1,25 % gezogen.

Bereits in der Zeitspanne vom 22.3.2010 bis zum 7.7.2010 lagen die Bid-Ask-Spreads im Durchschnitt bei 1 %, wobei der Durchschnittswert durch vier Ausreißer nach oben beeinflusst wurde. Im nachfolgenden Jahr betrug der Mittelwert 0,4 %, wobei es nur mehr einen Ausreißer nach oben gab. In der letzten Zeitspanne über ein Jahr bis zum 13.2.2013 lag der Mittelwert bei 0,3 % ohne Ausreißer nach oben. Nach diesem Zeitpunkt erhöhte sich der Durchschnitt der Bid-Ask-Spreads leicht auf 0,4 und ließ zwei Ausreißer mit Werten von 2 % und 2,5 % zu. Nach

dem Übernahmeangebot war der Aktienkurs indes stark durch dessen Inhalt beeinflusst – so stieg er seit dem 13.2.2013 und zeigt dann ab dem 12.6.2013 – also dem Tag der Ad hoc-Mitteilung über das Übernahmeinteresse – erhebliche Sprünge, weshalb nicht mehr zwingend davon ausgegangen werden kann, der Aktienkurs reflektiere das operative Risiko der Gesellschaft (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; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5 HKO 16585/15). Andererseits kann dennoch ganz wesentlich auch auf den originären Beta-Faktor zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen des (Tax-)CAPM abgestellt werden, weil sich innerhalb des Zeitraums von einem Jahr zwischen dem 13.2.2013 bis hin zum Bewertungsstichtag das Geschäftsmodell der Kabel Deutschland Holding AG nicht in einem Umfang änderte, als dass den Vergangenheitswerten bis zum 13.2.2013 keine Aussagekraft mehr beigemessen werden könnte.

Die Vertragsprüfer, die den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors gegenüber dem aus einer Peer Group abgeleiteten für grundsätzlich vorzugswürdig halten, konnten diesen dabei gegen den MSCI World Developed Countries über einen Zeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Datenpunkten ermitteln. Das Abstellen auf den CDAX als größten nationalen Index war nicht zwingend erforderlich. Das CAPM bzw. hier anzuwendende

(Tax-) CAPM fordert in seiner Modelltheorie ein Gesamtmarktportfolio mit sämtlichen risikobehafteten Vermögenswerten, weshalb der MSCI World Index als globaler Aktienindex das theoretisch geforderte Weltmarktportfolio umfänglicher wiederspiegelt als nationale Indices und der deutsche Aktienmarkt ein Teil des gesamten Weltmarktes ist. Zudem muss gerade bei der Kabel Deutschland Holding AG beachtet werden, dass sie über eine internationale Aktionärsstruktur verfügt, so dass ihre Investoren ihre Aktien erkennbar aus einem internationalen Anlageuniversum wählen und gerade nicht nur in lokale Aktien investieren. Allein über den so genannten Home Bias – also die Tatsache, dass eine inländische, natürliche Person in ihrem Anlegeverhalten häufig zu Anlagen in nationale Werte – tendiert, lässt sich eine abweichende Beurteilung nicht rechtfertigen. Lediglich rund 3 % der Anteile an der Kabel Deutschland Holding AG werden von Kleinanlegern gehalten, während direkt und indirekt etwa 97 % der Aktien von der und anderen im Ausland ansässigen institutionellen Anlegern gehalten werden. Da zudem auch die Minderheitsaktionäre nicht sämtlich in der Bundesrepublik Deutschland ansässig sind, investiert der ganz überwiegende Teil der Anleger aus seiner Sicht in eine ausländische Aktie. Zudem ist der Anteil der ausländischen Wertpapiere zwischen 2004 und 2013 von rund 27 % auf etwa 40 % gestiegen; auch investieren deutsche Privatanleger signifikant im Ausland, was gleichfalls für das internationale Anlageuniversum und die Zulässigkeit der Regression gegen den MSCI World Developed Countries spricht. Dem kann der nationale Tätigkeitsschwerpunkt der Gesellschaft nicht zwingend entgegengehalten werden. In einer globalisierten Wirtschaft können sich

Währungsrisiken bei einem Investment außerhalb der Euro-Zone immer ergeben, weshalb sich dieses Problem der Währungsrisiken auch bei einer Regression gegen den DAX oder CDAX ergäbe, nachdem Unternehmen, die in diesen beiden Indices notiert sind, vielfach Geschäfte außerhalb der Euro-Zone tätigen. Durch die Beschränkung auf den MSCI World Developed Countries, der rund 1.500 Unternehmen aus entwickelten Industriestaaten abbildet, entfällt die Einbeziehung von Unternehmen aus Entwicklungsländern, die tendenziell keine effizienten Kapitalmärkte aufweisen und demnach Verzerrungen aufweisen können. Verzerrungen aufgrund der Währung wurden dadurch vermieden, dass sowohl der Referenzindex als auch die Renditen der Kabel Deutschland Holding AG (bzw. der Peer Group) in der gleichen Währung von den Vertragsprüfern abgefragt wurden. Die Heranziehung des MSCI World Developed Countries führt auch nicht fehlerhaft zur erhöhten Standardfehlern noch zu erhöhten Schwankungen des Wochentags-Betas, wie die Vertragsprüfer in ihrer 5. Ergänzenden Stellungnahme dargelegt haben. Die von ihnen durchgeführten Regressionsanalysen, bei denen ein linearer Zusammenhang zwischen einer Vielzahl von beobachtbaren Renditepaaren hergestellt wird, die sich grundsätzlich aus den Marktrenditen als erklärende Variable einerseits und den Renditen der analysierten Aktien andererseits bilden, erfolgten in Einklang mit der praktischen Umsetzung der modelltheoretischen Anforderungen des CAPM und führten zu statistisch validen Ergebnissen. Diese wurden auf verschiedenen Wegen plausibilisiert und namentlich mit dem Ergebnis der von den Vertragsprüfern vorgenommenen Peer Group-Analyse abgeglichen, die zu demselben Beta-Faktor ge-

langte. Auch liegt der Standardfehler der Regression mit dem MSCI World Developed Countries mit 0,12 nur geringfügig über dem Standardfehler der Regression auf Basis des STOXX Europe und des CDAX mit 0,1 bzw. 0,09. Dann aber kann nicht auf eine methodisch unangemessene Herleitung geschlossen werden. Ebenso wenig kann ein Widerspruch zwischen der lokalen Marktrisikoprämie und dem Heranziehen des MSCI World Developed Countries gesehen werden, weil in entwickelten Kapitalmärkten Renditeerwartungen und -forderungen in einer ähnlichen Bandbreite angesiedelt sind.

Die Höhe des mit 0,6 unverschuldet angesetzten unternehmensindividuellen Beta-Faktors muss nicht korrigiert werden; seine Herleitung kann nicht beanstandet werden. Die von den Vertragsprüfern durchgeführte Abfrage und Analyse bezog sich sowohl auf den Zeitraum von der Erstnotiz der Gesellschaft im März 2010 bis zum Zeitraum vor dem 12.6.2013 – dem Tag der Ad hoc-Mitteilung zum Übernahmeinteresse – als auch vor dem 13.2.2013 – dem Tag des Aufkommens erster Übernahmegerüchte; dabei zogen die Vertragsprüfer den mit 3 1/2 Jahren maximal möglichen Zeitraum seit der Erstnotiz heran. Eine Verkürzung des Analysezeitraums auf zwei Jahre war dabei nicht geboten, weil sich in diesem Zeitraum weder eine signifikante Veränderung des Geschäftsmodells noch des Geschäftsumfelds zeigte oder die Aussagekraft des daraus resultierenden Beta-Faktors dadurch hätte erhöht werden können.

Die Ableitung des originären Beta-Faktors der Kabel Deutschland Holding AG von 0,6 unverschuldet aus dem Mittelwert der einzelnen Wochentags-Beta-Faktoren er-

folgte angesichts der Besonderheiten des Falles sachgerecht und muss daher nicht korrigiert werden. Im Rahmen ihrer Prüfungstätigkeit stellten die Vertragsprüfer fest, dass die Beta-Faktoren für die einzelnen Wochentage – gerade auch im Vergleich mit dem von den Vertragsprüfern über eine Peer Group ermittelten Beta-Faktor – stark voneinander abwichen. Das Vielfach bei Unternehmensbewertungen herangezogene Freitags-Beta betrug zum Stichtag 12.6.2013 0,4, während das Dienstags-Beta bei 1,0 lag – mithin einem dem Gesamtmarkt entsprechenden Risiko einschließlich der Finanzierungsstruktur, während das Freitags-Beta auf ein weit unterdurchschnittliches Risiko hinweist. Zum Stichtag 13.2.2013 schwankten die Werte zwischen 0,5 und 1,1 – das Dienstags-Beta zu diesem Stichtag weist sogar auf ein bereits überdurchschnittliches Risiko hin. Dabei wurde von den Vertragsprüfern andererseits festgestellt, dass alle Beta-Faktoren jeweils auf der Grundlage eines hinreichend liquiden Aktienhandels ermittelt wurden, nachdem der t-Test bestanden wurde. Bei Zugrundelegung des Beta-Faktors für einen bestimmten Wochentag – insbesondere Freitag oder Dienstag – käme es zu einer systematischen Verzerrung des Beta-Faktors. Daher ist es vorliegend gerechtfertigt, nicht auf das Freitags-Beta abzustellen, sondern den Durchschnitt über die fünf Wochen-Betas heranzuziehen (vgl. Ziemer, Der Beta-Faktor – Theoretische und empirische Befunde nach einem halben Jahrhundert CAPM, Diss-Würzburg 2018, S. 232 f.; Watrin/Stahlberg/Kappenberg CF 2011, 176 ff.; offen gelassen von Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 165 f.). Zur Begründung wird in der Literatur darauf verwiesen gerade bei den nicht so li-

quiden Aktien wie den im DAX geführten, bei denen ein vollkommener Markt unterstellt werden kann, könne es vorkommen, dass die Aktien von einzelnen Marktteilnehmern beeinflusst werden, deren Investitionsentscheidungen von psychologischen Einflüssen oder institutionellen Rahmenbedingungen beeinflusst werden, die auch vom Wochentag abhängen (so Ziemer, der Beta-Faktor, a.a.O. S. 233). Die Erwägungen auf Seite 251 dieser zitierten Dissertation rechtfertigen indes keine andere Beurteilung. Die Autorin setzt sich dort nämlich mit der Länge des Referenzzeitraums auseinander und bevorzugt einen Zeitraum von 10 Tagen, ohne damit aber die grundsätzliche Zulässigkeit der Durchschnittsbildung der Wochentags-Betas in Frage zu stellen. Angesichts der extremen Abweichung der einzelnen Wochentags-Betas spricht eine ökonomische Betrachtung für die hier vorgenommene Mittelwertbildung.

Auch bei der Heranziehung anderer Indices entsprechend der Herangehensweise der Privatgutachter von

die für den STOXX Europe eine Bandbreite der raw Beta-Faktoren für die einzelnen Wochentage zwischen 0,41 und 0,88 und für den CDAX zwischen 0,36 und 0,73 ermittelten, bleibt es bei der Grundaussage, dass die einzelnen Wochentags-Beta-Faktoren sich deutlich unterscheiden, weshalb das Abstellen auf den Mittelwert durchaus sachgerecht ist. Der obere Wert des Dienstags-Beta ist auch hier nahezu doppelt so hoch wie das niedrigste Freitags-Beta. Einzig die absolute Höhe der Schwankungsbreite fällt geringer aus als bei dem von den Vertragsprüfern gewählten Ansatz über den MSCI World Developed Countries.

Ausgangspunkt der Ermittlung war der verschuldete raw-Beta-Faktor der Gesellschaft von 0,7 der im Wege des Unlevern um das Finanzstrukturrisiko bereinigt werden muss, um das operative Risiko der Kabel Deutschland Holding AG zu ermitteln. Denn nur so kann eine aussagekräftige Basis geschaffen werden, um das in der Zukunft bestehende Finanzstrukturrisiko mit einer im Vergleich zur Vergangenheit sich verändernden Verschuldungssituation angemessen ableiten zu können. Dabei musste bei diesem Vorgang des Unlevern indes ein Debt Beta angesetzt werden. Das Beta des Fremdkapitals zeigt an, in welchem Maße die Fremdkapitalgeber des Unternehmens systematisches, also nicht durch Diversifikation eliminierbares Risiko im Sinne des CAPM bzw. (Tax-) CAPM abnehmen. Es ist dabei sowohl beim Unlevern als auch anschließend beim Relevern zu berücksichtigen. Dies führt zu einer teilweisen Überwälzung von systematischen Risiken von den Eigenkapitalgebern auf die Fremdkapitalgeber, so dass sich aus Sicht der Eigenkapitalgeber deren Risiko verringert. Die Ermittlung erfolgte dabei indirekt als Quotient des Credit Spread und der Marktrisikoprämie. Die Ermittlung des Debt Beta hat dabei fallspezifisch anhand der Fremdkapitaltitel und deren Konditionen zu erfolgen, inwieweit die Fremdkapitalgeber tatsächlich einen Teil des systematischen Risikos übernehmen (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O, Kap. 23.7.10.5., S.632 ff.). Da die Vertragsprüfer ihren Schwerpunkt auf den originären Beta-Faktor legten, leiteten sie im Gegensatz zu den Bewertungsgutachtern den Credit Spread nicht aus der Peer Group ab, sondern setzten beim Unlevern einen Credit Spread von 2,75 % an, der aus der jüngsten Finanzierung über die -Group abgeleitet wurde. Da der Credit

Spread anhand der erwarteten Fremdkapitalkosten ermittelt wird und nicht zwingend auf der Grundlage von vertraglich vereinbarten Fremdkapitalzinssätzen (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O., S. 633), konnte zu dessen Herleitung auf die Finanzierung abgestellt werden, nachdem die Gruppenfinanzierung zum Bewertungsstichtag bereits vorlag. Dann aber kann die Überlegung, dass die Gesellschaft zuvor keine eigenkapitalnahe Fremdfinanzierung aufwies, diesem Ansatz entgegen den Ausführungen insbesondere auch im Privatgutachten von vom 6.9.2019 (Anlage BR-64) nicht entgegenstehen.

Ein einzelner Kredit mit einem spezifizierten Spread, der hätte bereinigt werden können, war angesichts der Komplexität der Finanzierung der Gesellschaft, bei der am 31.3.2013 kurz- und langfristige Verbindlichkeiten in Höhe von € 3,4232 Mrd. bestanden, nicht verfügbar. Die Finanzierung erfolgte über verschiedene Kredite und Anleihen mit verschiedenen Tranchen und Inanspruchnahmen, über verschiedene Ausgabebeträge der Anleihen und verschiedene Rücknahmepreise, mit unterschiedlichen Begebungs- bzw. Aufnahmezeitpunkten, mit verschiedenen Laufzeiten und unterschiedlichen Zinsmodalitäten wie fixer oder variabler Verzinsung, für die wiederum zum Teil Zinssicherungsgeschäfte abgeschlossen wurden, mit verschiedenen Währungen, wobei teilweise Währungssicherungsgeschäfte abgeschlossen wurden, mit verschiedenen Formen der Besicherung und Rangordnung sowie über verschiedene Covenants. Dabei betrug der durchschnittliche Zinssatz über alle Finanzierungen hinweg ausweislich der Ausführungen in der 8. Ergänzenden Stellungnahme zum 31.3.2013 entsprechend dem Geschäfts-

bericht der Gesellschaft zu diesen Daten 5,16 %. Im Verlaufe des Jahres gab es zudem Ratingänderungen und Besonderheiten für die Beurteilung der Fremdkapitalpositionen und Risiken. Am 11.3.2013 erhöhte die Rating-Agentur Standard & Poors das Kreditrating aufgrund der zu diesem Zeitpunkt positiven Geschäftsentwicklung mit Umsatz- und EBITDA-Wachstum mit positiven Auswirkungen auf die Einschätzung des Ausfallrisikos. Auf die Gewinnwarnung vom 9.10.2013 reagierten die Rating-Agenturen nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer indes nicht. Aufgrund der mehrheitlichen Übernahme der Gesellschaft mit einem geplanten Closing am 14.10.2013 kam es zu einem Change of Control-Ereignis, weshalb Kredite mit einem Volumen von € 2,07 Mrd. über verschiedene Tranchen und Laufzeiten zurückgezahlt werden mussten und ein Kreditrahmen in Höhe von € 324 Mio. gekündigt wurde. Als Ersatz wurde ein neuer Kreditrahmen mit über € 2,15 Mrd. mit einer Laufzeit bis Juni 2010 und eine neue Kreditlinie mit Laufzeit bis März 2019 bei einer Zinsmarge von 2,75 % vereinbart, wobei die Bepreisung auf Basis des damals gültigen Ratings „BB" auf der Grundlage einer von der Kabel Deutschland Holding AG eingeholten Fairness Opinion erfolgte. Im Anschluss an die Ersetzung externer Kredite durch Gesellschafterdarlehen erhöhten die Rating-Agenturen Standard & Poors sowie Moody's ihre Ratings zumindest teilweise. Der Basiszinssatz und die implizite Annahme von dessen Laufzeit haben keinen Einfluss auf die Ableitung des Debt Beta, weil für die Ableitung der Fremdkapitalkosten erst der Credit Spread zu dem Referenzzinssatz von 2,75 % aus dem Gesellschafterdarlehen hinzuaddiert und dann

für die Ableitung der impliziten Spreads wieder abgezogen wurde.

Diese Gesellschafterfinanzierung beeinflusst demzufolge das Unlevern, wobei der Spread aus der Finanzierung folglich als geeigneter Schätzer für den Credit Spread zum Unlevern herangezogen werden kann. Er stellte sich als aktuellste Referenzgröße dar, die die Ratingänderungen aufgrund der Entwicklung des Jahres 2013 eingepreist hat.

Eine Bereinigung der Credit Spreads konnte vorliegend unterbleiben, weil es sich bei der Kabel Deutschland Holding AG um ein gering verschuldetes Unternehmen handelt. Der Verschuldungsgrad der Gesellschaft entspricht dabei in etwa dem der Peer Group; auch konnten die Vertragsprüfer keine materiellen Ausfallrisiken identifizieren, die mit dem Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts verbunden wären, nachdem es während der Prüfungshandlungen zu einer Ratingverbesserung kam und wegen der geplanten Umsatz- und Margensteigerungen Anzeichen für ein materielles Ausfallrisiko nicht zu erkennen sind.

Die Bewertungsgutachter von leiteten den Credit Spread auf der Grundlage einer Vielzahl verschiedener Unternehmen mit unterschiedlichen Ratings ab. Der von ihnen verwendete Credit Spread basiert auf einer Vielzahl von Annahmen und Durchschnittsbildungen. Zu einem Teil unterschätzten die Anleihen einzelner Unternehmen aus der von herangezogenen Peer Group den systematischen Risikoanteil der Credit Spreads der Kabel Deutschland Holding AG, zum Teil wurde er überschätzt. Eine pauschale Bereinigung würde aufgrund

der vielen Annahmen mit teilweise gegenläufigen Effekten dann aber nicht zu einem präziseren Ergebnis führen, auch wenn die Vorgehensweise der Bewertungsgutachter zu einem Schätzer auf der Grundlage eines vereinfachenden Vorgehens geführt hat. Die Vertragsprüfer überprüften diese Annahmen auf unterschiedlichen Wegen und berücksichtigten dabei insbesondere auch die eigenkapitalnahe Finanzierung durch das Gesellschafterdarlehen ab dem 14.10.2013. Dies rechtfertigt die von Ihnen gezogene Schlussfolgerung über die fehlende Wesentlichkeit des Anteils des unsystematischen Risikos am Credit Spread und die Entbehrlichkeit einer Bereinigung.

Die geschilderte sehr komplexe Finanzierungsstruktur der Gesellschaft wird in den Ausführungen in dem Privatgutachten von vom 20.2.2019 (Anlage BR-50) nicht hinreichend berücksichtigt, weshalb hieraus keine Einwände gegen die Ableitung des Credit Spreads durch die Vertragsprüfer hergeleitet werden können, zumal diese gerade nicht mit einer Peer Group gearbeitet haben. Zudem werden die durchschnittlichen Verschuldungsgrade der Peer Group-Unternehmen durch die Ausreißer der Unternehmen Cablevision Systems Corp. und Liberty Global plc. mit 248,8 % und 484,1 % deutlich verzerrt. Die Verschuldungsgrade der Comcast Corp., Telenet Group Holding N.V., Time Warner Cable Inc. und Ziggo Holding N.V. bewegten sich dagegen zwischen 36,2 % und 70,8 % und sind damit mit dem der Kabel Deutschland Holding AG vergleichbar; die Ableitung über die Peer Group diente den Vertragsprüfern allerdings nur der Plausibilisierung ihres eigenen Ergebnisses über den originären Beta-Faktor.

Aus dem unverschuldeten Beta der Gesellschaft von 0,6 muss über das Relevern die künftige Verschuldung abgeleitet werden, woraus sich dann im Geschäftsjahr 2013/14 ein verschuldeter Beta-Faktor von 0,78, in den Geschäftsjahren 2014/15 bis 2016/17 von 0,80 und in den beiden letzten Geschäftsjahren der Detailplanungsphase sowie im Terminal Value von 0,79 feststellen lässt. Auch beim Relevern war konsequenterweise ein Debt Beta anzusetzen. Hier gingen die Vertragsprüfer angesichts des besseren Ratings von einer Verbesserung der Finanzierungskonditionen aus und nahmen einen Spread von 1,33 % an, der einem Debt Beta von 0,18 entsprach. Grundlage für die Berechnung war ein größeres Modell, in dem das Finanzergebnis modelliert wurde. Der implizite Credit Spread ergab sich dabei aus der Differenz zwischen den tatsächlich geplanten Kreditkosten und dem Basiszinssatz. Angesichts der Nachhaltigkeit der geplanten Finanzierung muss dieser Ansatz auch als konsistent zur Laufzeitäquivalenz eingestuft werden. In Bezug auf die Umschuldung von Bonds wurde bei der Bewertung angenommen, sie würde gegebenenfalls über erfolgen. Dabei wurde werterhöhend unterstellt, dass eine Kündigung von zwei Bonds in Höhe von € 700 Mio. und € 400 Mio. zum 30.6.2014 erfolgen werde. Die Refinanzierung sollte nach den Planannahmen über Anleihen zu einem deutlich niedrigeren Zinssatz erfolgen, wie

im Termin vom 23.5.2019 erläutert hat.

Die ab dem 14.10.2013 eingetretene gruppeninterne und damit eigenkapitalnahe Finanzierung durch rechtfertigt kein signifikantes Absinken des Risikos der Eigenkapitalgeber durch eine gestiegene Risikoübernahme der Fremdkapitalgeber, weshalb das Debt Beta nicht in

der Nähe des unlevered Beta liegen muss. Ebenso wenig muss dieser Umstand beim Relevern berücksichtigt werden. Bei der Gesellschaft muss nämlich von einem going concern-Szenario ausgegangen werden. Damit ergibt sich aufgrund der erwarteten Finanzierungskosten eine tendenziell risikoreduzierende und damit werterhöhende Wirkung auf das Eigenkapital durch die Umschuldung in das Gesellschafterdarlehen; dieser Effekt wurde in der Bewertung der Kabel Deutschland Holding AG jedoch berücksichtigt. Dies geschah indirekt über die Adjustierung mittels des Debt Beta, weil sich das Risiko der Eigenkapitalgeber in einem Kapitalkostenmodell wie dem (Tax-)CAPM und in der ökonomischen Realität im Unterschied zum Fremdkapitalrisiko nicht nennenswert nach der Insolvenzwahrscheinlichkeit bestimmt. Die Formeln zum Unlevern und Relevern tragen dabei dem Umstand Rechnung, dass die den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehenden Zahlungsströme umso stärker schwanken, umso mehr Zahlungsverpflichtungen an die Fremdkapitalgeber berücksichtigt werden müssen. Dabei musste das Gesellschafterdarlehen als vollwertiges Fremdkapital einbezogen werden, dessen Ausgestaltung und Zinshöhe sich nach den Feststellungen der Vertragsprüfer entsprechend ihrer Aussage in der 8. Ergänzenden Stellungnahme im Rahmen der Konditionen marktüblicher Drittfinanzierungen bewegen. Auch war zum Bewertungsstichtag unklar, inwiefern die Finanzierung mit Gesellschaftermitteln – ungeachtet der Laufzeit des Kredits von sieben Jahren – dauerhaft erfolgen wird, nachdem die Change of Control-Klausel die Refinanzierung erforderte und aus Sicht des maßgeblichen Stichtags auch ein temporärer Charakter im Sinne einer Brückenfinanzierung denkbar erschien. Ange-

sichts der Tatsache, dass es aus Sicht der Eigenkapitalgeber ohne Bedeutung ist, in welcher Reihenfolge die Darlehen an die Fremdkapitalgeber zu bedienen sind, andererseits aber sich die Position der Eigenkapitalgeber im Falle einer Insolvenz angesichts der dann vorzunehmenden Gleichstellung des Gesellschafterdarlehens mit dem Eigenkapital leicht verbessert, kam es in der Bewertung zu einer Berücksichtigung dieses Wechsels der Finanzierungsstruktur in geringfügigem Umfang.

Diese Auswirkungen können aber nicht dazu führen, dass von einer grundsätzlich großen Nähe des Debt Beta zum Unlevered Beta ausgegangen werden muss. Die Gesamtrisikopositionen des Fremdkapitals und damit des Debt Beta ändern sich durch die Gesellschafterfinanzierung nicht. Die in den vorgelegten Privatgutachten von

(Anlage BR 50) enthaltenen Überlegungen über die Annäherung des Debt Beta an das Unlevered-Beta verfangen nicht, weil dort von einem unzutreffenden Sachverhalt ausgegangen wird, wenn angenommen wird, das gesamte Fremdkapital der Kabel Deutschland Holding AG habe in den Planperioden eigenkapitalersetzenden Charakter. Das Gesellschafterdarlehen der
machte indes maximal 72 % der bestehenden externen Finanzierung aus. Daher werden die Überlegungen im Privatgutachten der Komplexität des zu beurteilenden Sachverhalts nicht gerecht.

Die Verbesserung der Zinskonditionen ergibt sich vor allem durch die Rating-Verbesserung der Kabel Deutschland Holding AG von Sub-Investmentgrade auf Investmentgrade. Daneben hat auch die Höhe des Referenzzinssatzes einen Einfluss auf die Fremdkapitalkosten. In

dem von den Bewertungsgutachtern herangezogenen Modell wurde für jedes Planjahr ein individueller Euribor-Zinssatz angenommen, der von den Vertragsprüfern über Forward Rates abgeleitet wurde, die geringfügig höher waren als die von herangezogenen Werte von 0,12 %, 0,56 %, 1 %, 1,44 %, 1,87 % und 2,31 % für die Jahre der Detailplanungsphase und von 2,75 % in der Ewigen Rente. Angesichts der Berechtigung der Ablösung der Bonds in der Planung kann nicht erkannt werden, dass vorliegend ein Widerspruch zu den Aussagen in den Jahres- bzw. Konzernabschlüssen zum 31.3.2014 bzw. 31.3.2015 liegen könnte.

(d) Die Annahme eines unverschuldeten Beta-Faktors von 0,6 und eines verschuldeten Beta-Faktors mit Werten zwischen 0,78 und 0,80 für die einzelnen Planjahre und von 0,79 für die Ewige Rente steht in Einklang mit dem sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, wobei diese sowohl operativ als auch insgesamt nicht unerheblich unter dem Durchschnitt aller Marktteilnehmer liegen. Dabei ist der Kammer aus anderen Spruchverfahren bekannt, dass der Durchschnitt der operativen Risiken über einen Beta-Faktor von etwa 0,8 abgebildet wird.

Bei der Gesellschaft handelt es sich um ein Unternehmen, dessen Geschäftsmodell von einer grundsätzlich bestehenden Stabilität ähnlich einem Versorgungsunternehmen geprägt ist. Aufgrund der bestehenden und bei der Gesellschaft vorhandenen Infrastruktur besteht eine hohe Konstanz, was für ein unterdurchschnittliches Risiko spricht. Andererseits dürfen auch vorhandene spezielle Risiken im operativen Bereich nicht vernachlässigt werden, weshalb ein niedrigerer Beta-Faktor nicht zu rechtfertigen ist. In allen Geschäftsbereichen bestehen techni-

sche Alternativen zu den Angebotslösungen der Kabel Deutschland Holding AG. So muss im TV-Bereich hier der Empfang über Satellit (HDTV), Antenne (DVB-T) oder IP TV genannt werden, während im Bereich Telefon die Substitute Mobilfunk und Festnetz beispielsweise der Deutschen Telekom AG und „Voice over IP" über die Internetleitung zu nennen sind. Im Internetbereich sind Alternativen über DSL (Kupfer- oder Glasfaserleitungen), LTE (Mobilfunknetz) und auch über Satellit verfügbar. Durch das Produkt IP TV bietet namentlich die Deutsche Telekom AG als stärkster Wettbewerber ein für die Kunden gutes Substitut zum TV-Geschäft der Kabel Deutschland Holding AG an. Gerade dieses Beispiel erhält auch das Risiko, dass das traditionelle TV-Geschäft durch Internet- und Streaming-Angebote zunehmend abgelöst werden wird. Als weiteres Risiko im TV-Geschäft müssen Provider unabhängige Internet-TV- und Video on Demand-Anbieter wie Apple, Netflix oder Amazon Prime gesehen werden, die digitale Videoprodukte der Kabel Deutschland Holding AG substituieren und damit Wachstumspotentiale schmälern können. Tendenziell muss eine verstärkte Orientierung hin zu Streaming-Produkten mit einer individuellen Programmgestaltung weg vom traditionellen TV-Anschluss erwartet werden, was zu erhöhten Risiken für die Gesellschaft führt. Verstärkter Wettbewerb in der Wohnungswirtschaft in den Ballungszentren bedeutet ein weiteres Risiko für die Gesellschaft. In Ballungszentren geschieht diese Verschärfung vor allem durch die Konsolidierung der Netze der Netzebene-4-Anbieter wie Tele Columbus, der Pepcom-Unternehmensgruppe, PrimaCom oder die Deutsche Telekabel sowie der Citynetzbetreiber wie M-Net oder Net-Cologne. Die Zielkunden dieser Wettbewerber gehören der Wohnungswirtschaft an, also dem auch für die Kabel Deutschland Holding AG interessanten Segment aus dem B2B-Geschäft. Die Kabel-

Breitbandtechnologie steht aus Sicht des Bewertungsstichtages im technologischen Wettbewerb vor allem mit der DSL-Technologie, wobei für den Markt der Breitbandanschlüsse allgemein von einer stagnierenden Entwicklung ausgegangen wurde, während die Anbieter von DSL ihre Übertragungsgeschwindigkeiten ausbauen. Wenn es rückläufige Wechselraten bei Kunden der Wettbewerber gibt, muss dies als weiteres Risiko für das Erreichen der erwarteten Wachstumsraten bei der Kabel Deutschland Holding AG angesehen werden. Risiken für die Gesellschaft resultieren insgesamt auch aus dem hohen Wettbewerbsdruck in einem sehr wettbewerbsintensiven Markt, der durch kontinuierliche technologische Weiterentwicklungen und ein dynamisches Nutzerverhalten ständigen Veränderungen unterliegt. All diese Faktoren können zu einer Beeinträchtigung des erwarteten Wachstums der Umsatzerlöse und damit bei relativ hohen Fixkosten und Investitionen entsprechend dem Geschäftsmodell eines Kabeltreibers zu einer rückläufigen Ergebnisentwicklung führen.

Die Finanzierungssituation der Gesellschaft mit ihrem Verschuldungsgrad muss auch hier risikoerhöhend berücksichtigt werden.

(d) Der Beschluss des Kartellsenats des Bundesgerichtshofs vom 9.7.2015, Az. EnVR 41/18 rechtfertigt keine andere Beurteilung hinsichtlich der Höhe des Risikozuschlags oder weitere Maßnahmen zur Sachverhaltsaufklärung. Zum einen muss gesehen werden, dass eine Ertragswertermittlung nach den Grundsätzen des IDW S1 sich von einer Ermittlung des den Eigenkapitalzinssatzes zur Bestimmung der Erlösobergrenze für die Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen unter Beachtung der Vorgaben aus § 7 Gas NEV und § 7 Strom NEV unterscheidet. Vor allem aber können nach der jüngsten Entschei-

dung des BGH zur Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes durch die Bundesnetzagentur die Ergebnisse des CAPM und historischer Datenreihen verwendet werden, wobei der Kartellsenat es nicht für zwingend notwendig erachtet, zusätzliche Plausibilisierungen oder eine alternative Modellierung durchzuführen (vgl. BGH, Beschluss vom 9.7.2018, Az. EnVR 41/18; auch LG Stuttgart, Beschluss vom 7.10.2019, Az. 31 O 36/16 KfH SpruchG). Daher ist die von der Kammer gewählte Methode über die Heranziehung des (Tax-)CAPM im Rahmen einer Gesamtbetrachtung samt dem sich anschließenden Abgleich mit den allgemeinen sich aus der Risikostruktur ergebenden Risiken des Tätigwerdens der Gesellschaft am Markt als statthaft anzusehen.

(3) Der mit 1 % 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; LG München I. Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17). 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 München AG 2018, 753, 756 f. = Der Konzern 2019, 277, 282 f.; OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Der Konzern 2019, 410, 419; 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.

Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage lässt sich ein höherer Wachstumsabschlag nicht rechtfertigen.

(aa) Bereits in der Vergangenheit konnte die Gesellschaft Preissteigerungen nur bedingt an ihre Kunden weiterreichen. Die Anbieter am Breitbandmarkt verfolgen ausweislich des Tätigkeitsberichts „Telekommunikation 2012/13" der Bundesnetzagentur zumeist die Strategie, die nächste schnellere Anschlussgeneration zu den gleichen Preisen zu vertreiben, die sie für das vorherige Leistungsangebot verlangten. Demgemäß können durch schnellere Verbin-

dungen nur begrenzt Preissteigerungen durchgesetzt werden. Auch in diesem Zusammenhang muss beachtet werden, dass die Gewährung von Sonderangeboten zur Gewinnung von Neukunden weit verbreitet ist – in den ersten Vertragsmonaten werden wesentlich günstigere Konditionen angeboten und das Preisniveau mithin gedrückt. Zusammen mit der Transparenz der Preisbildung am Markt durch eine Vielzahl von Vergleichsportalen ist die Möglichkeit von Preiserhöhungen folglich erschwert. Damit aber begrenzt dies die Weitergabe von Kostensteigerungen an Kunden. Dies muss in gleicher Weise auch für die Zukunft im Terminal Value gelten. Die Kunden sind in hohem Maße preissensitiv und zeigen auch nicht unerhebliche Wechselbereitschaft. Diese wird nach den von den Vertragsprüfern vermittelten Erkenntnissen auch nicht durch die Technik behindert, weil Anbieter in beiden Richtungen die Wechselkosten übernehmen, um dem Kunden den Wechsel zu erleichtern. Dieser Effekt auch des Gewinnens von Neukunden wurde in Phase I mit Hilfe der Promotionsangebote im Preis-/Mengengerüst modelliert. Angesichts der Transparenz der Preise am Markt erschwert dies die Weitergabe von Kostensteigerungen erheblich. In Phase I sind indes gegenläufige Effekte wie Effizienzsteigerungen und technologischer Fortschritt zu berücksichtigen, weshalb es dennoch zu einer Steigerung der Ergebnismargen bei der Gesellschaft kommen soll. Angesichts der grundlegenden Annahme eines eingeschwungenen Zustands in der Ewigen Rente, in der auch bei den Vorleistungen keine Effizienzgewinne mehr gehoben werden können, wird die Gesellschaft nicht in der Lage sein, mehr als 1 % auf ihre Kunden umzulegen. Nach den Erfahrungen muss nach Ende der Promotionsphase

mit der Abwanderung von Kunden gerechnet werden. Es ist nicht erkennbar, inwieweit sich dies im Zeitraum der Ewigen Rente ändern könnte. Der fehlende Spielraum für die Abwälzung von Kostensteigerungen zeigt sich auch an dem seit mehreren Jahren anhaltenden rückläufigen Preisindex im Telekommunikationsmarkt.

Gerade das hoch kompetitive Wettbewerbsumfeld führt zu tendenziell sinkenden Preisen in den relevanten Märkten. Ein höherer Ansatz stünde in Widerspruch zum Wettbewerbsumfeld mit einem Preisdruck und dem nicht nachhaltig bestehenden Wettbewerbsvorteil der Kabel Deutschland Holding AG.

(bb) Die Annahme der Unmöglichkeit der vollständigen Überwälzung langfristiger Inflationserwartungen steht nicht im Widerspruch zur Entwicklung des ARPU in den Bereichen TV sowie Internet & Telefonie und dem erwarteten Gewinn von Internet-Marktanteilen und dem Umsatzpotenzial bei Geschäftskunden. Der Anstieg des durchschnittlichen ARPU von 3,1 % im TV-Bereich resultiert im Wesentlichen aus der zunehmenden Verbreitung zusätzlicher Premium TV-Produkte, die an bestehende Kabelkunden veräußert werden. Dadurch lässt sich der Umsatz pro Kunde, also der ARPU, steigern, obwohl keine Preissteigerungen vorliegen. Die Gesellschaft erwartet zwar Preissteigerungsmöglichkeiten in nennenswertem Umfang im Bereich HD privat, die aber durch Preisrückgänge in anderen Bereichen wieder kompensiert werden. Der Anstieg des ARPU im Bereich Internet & Telefonie um durchschnittlich 1,4 % basiert im Wesentlichen auf der Migration der Kunden auf höherwertige Produkte im Planungszeitraum. Die Entwicklung des ARPU basiert auf unternehmens- und produkt-

spezifischen Gegebenheiten der Kabel Deutschland Holding AG sowie dem gesellschaftskulturellen Umfeld, wobei sich an dieser Situation mittel- bis langfristig nichts ändern wird. Bereits die Planung geht von einer Annäherung an die ARPUs der Wettbewerbs- oder Mobilfunkunternehmen aus, weshalb die Preisannahmen in Phase I nachvollziehbar als optimistisch bezeichnet werden können. Dann aber lässt sich ein darüber hinausgehendes preisbedingtes Wachstum nicht rechtfertigen.

Insgesamt wird das nachhaltige Wachstumspotenzial der Gesellschaft durch das Tätigwerden in einem stagnierenden Markt begrenzt, wo sie dann einem erheblichen Wettbewerbsdruck ausgesetzt ist. Die Nachfrage nach höherpreisigen Produkten wird nachhaltig gesättigt sein. Der für die Gesellschaft relevante Markt ist durch das Einzugsgebiet des Kabelnetzes begrenzt, und das Potenzial für ein Upgrade von Kunden auf Premium TV-Dienste sinkt mit zunehmender Durchdringung der Kundengruppe. Durch das Auftreten finanzstarker Wettbewerber am Markt, wozu namentlich die Deutsche Telekom AG gehört, die im Wettbewerb zu Kabelanbietern ebenfalls hohe Übertragungsraten für das Internet anbietet und anbieten wird, ist auch das Potenzial für Marktanteilsgewinne und damit für Preissteigerungen begrenzt.

Von einer dauerhaften und nachhaltigen Überlegenheit des Kabelnetzes kann nicht ausgegangen werden. Die Gesellschaft muss ständig in die Technologie investieren, um mit der Entwicklung im Wettbewerb mit anderen Unternehmen und deren Technologien Schritt halten zu können. Im Vergleich zu anderen Kabelunternehmen begann die Gesellschaft spät damit, ihr Kabelnetz rückkanalfähig

auszubauen, um ihren Kunden auch Internet anbieten zu können. Dies macht aber deutlich, dass das Kabelnetz nicht automatisch zu einer technischen Überlegenheit führt, sondern mit den technologischen Entwicklungen mithalten muss. Bei der Bemessung der reinen Preissteigerungen und Überwälzungsmöglichkeiten müssen auch Effekte aus Effizienzsteigerungen und technologischem Fortschritt berücksichtigt werden. Mit dem Ende der Detailplanungsphase ist nicht erkennbar, wo weitere Effizienzsteigerungen bei der Kabel Deutschland Holding AG möglich gewesen wären, die einen höheren Wachstumsabschlag rechtfertigen würden. Vielmehr bedarf es ständiger Investitionen seitens der Gesellschaft, um mit dem technologischen Fortschritt mithalten zu können. Ohne die Kabeltechnologie müsste von einem Schrumpfen der Gesellschaft in einem gesättigten Markt ausgegangen werden. Daher bildet der Wachstumsabschlag von 1 % auch das Standing der Gesellschaft im Wettbewerb ab.

Das Potenzial, aus dem bestehenden Kundenkreis Wachstum durch Up-Selling zu erzielen, hat sich nach der Detailplanungsphase im TV-Bereich wie auch im Segment Internet & Telefonie auf einem stabilen Niveau eingependelt. Das Umsatzpotenzial aus Geschäftskunden ist nicht Teil der Geschäftsstrategie der Gesellschaft und kann folglich für die Ableitung des nachhaltigen Wachstums keine bestimmende Bedeutung haben. Aus dem höheren Wachstum in der Vergangenheit lässt sich weder ein höherer Wachstumsabschlag noch die Notwendigkeit eines zwischen dem TV-Bereich einerseits und Internet & Telefonie andererseits differenzierenden Wachstumsabschlages herleiten. Gerade das hohe Wachstum bei Internet & Telefonie resultierte aus dem vergleichsweise späten

Markteintritt der Gesellschaft und neuen Internetanschlüssen, also auf mengenbasierten Effekten. Da sich dieses Wachstum in der Detailplanungsphase aber bereits deutlich abschwächt und für diesen Bereich ein Übergangsjahr in die Ewige Rente mit einem höheren Wachstum angesetzt wurde, um ein potenziell bestehendes Mengenwachstum im Vergleich zum letzten Planjahr noch abzubilden, konnte ein einheitlicher Wachstumsabschlag von 1 % angesetzt werden.

Das Erfordernis der technischen (Neu-)Einrichtungen bei einem Anbieterwechsel musste nicht stärker einfließen. Die Kunden der Gesellschaft haben eine deutlich erkennbare Wechselbereitschaft, was sich an einer vor dem Bewertungsstichtag feststellbaren jährlichen Abwanderungsrate zwischen 10 und 12 % zeigt, selbst wenn diese im Laufe der Detailplanungsphase etwas sinken soll. Auch hier ist in diesem Zusammenhang zu beachten, dass im Markt immer wieder Promotions angeboten werden. Gleichzeitig werden die mit einem Wechsel verbundenen Kosten sowie der Austausch der Hardware regelmäßig von dem jeweils neuen Anbieter übernommen, so dass dem Kunden keine Umstellungskosten entstehen. Selbst wenn die Planung von einer sinkenden Churn Rate im Laufe der Phase I ausgeht, rechtfertigt dies nicht den Rückschluss auf einen höheren Wachstumsabschlag, weil der Ausgleich dieser abgewanderten Kunden durch Neukunden zur Übernahme der damit verbundenen Kosten für diesen neuen Kunden durch die Gesellschaft führt und gerade nicht zu einer stärkeren Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen.

Aus der Reinvestitionsrate lassen sich keine Schlussfolgerungen über die Höhe des Wachstumsabschlags ziehen. Derartige Überlegungen lassen sich den Erwägungen der Vertragsprüfer in ihrer ersten ergänzenden Stellungnahme nicht entnehmen, wenn sie bei der Darstellung der unternehmensspezifischen Inflationsrate neben der Bemessung der reinen Preissteigerungen und Überwälzungsmöglichkeiten auch auf die Berücksichtigung gegenläufiger Effekte aus Effizienzsteigerungen und technologischen Fortschritt verwiesen haben und in diesem Zusammenhang erläuterten, zum Ende der Detailplanungsphase seien weitere Effizienzsteigerungen nicht zu erkennen gewesen.

(cc) Die Erwartungen und der Konsensus von Analysten, die hinsichtlich europäischer Vergleichsunternehmen von einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,7 % im Mittel ausgehen, rechtfertigen keine andere Beurteilung. Zum einen muss – worauf die Vertragsprüfer in ihrer 1. Ergänzenden Stellungnahme hinwiesen – die unterschiedliche Zielsetzung von Analysten mit einer darauf beruhenden Auswahl von Parametern gesehen werden. Analysten geht es nicht um die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes, sondern um die Information des Kapitalmarktes über Unter- bzw. Überbewertungen von Investitionen in diese Aktie. Damit aber liegt von vornherein nur eine eingeschränkte Vergleichbarkeit vor. Für die Bewertung nutzten sie für die Kabel Deutschland Holding AG verschiedene Wachstumsabschläge, aber überwiegend auch höhere Kapitalkosten, was dann einen deutlich wertsenkenden Effekt nach sich zieht, weshalb das alleinige Abstellen auf den Wachstumsabschlag das Ergebnis verzerren würde. Zum anderen liegt der hier angesetzte Wachstumsab-

schlag von 1 % innerhalb der Bandbreite der Analystenschätzungen, die sich zwischen 0,3 % und 3 % bewegen, wobei sich bei einzelnen Häusern für denselben Aufsatzpunkt der Ewigen Rente gravierende Unterschiede ergaben – Barclays ging ab dem Jahr 2018 für Zon Optimus SGPS SA von einem nachhaltigen Wachstum von 2,0 % aus, Jefferies dagegen von lediglich 0,3 %. Bei Cablevision Systems Corp. sah Wells Fargo den Wachstumsabschlag ab dem Jahr 2015 bei 3,0 %, während Evercore diesen auf 1,8 % schätzte. Nicht unberücksichtigt bleiben kann aber wenigstens der Trend, der bei der Mehrzahl der Unternehmen – ausgenommen Ziggo Holding N.V. und Numericable Group S.A. – einen im Zeitverlauf sinkenden Wachstumsabschlag beschreibt.

(dd) Soweit gerügt wurde, die Analysen von hätten noch im März 2013 einen Wachstumsabschlag von 1,5 % angesetzt, führt dies nicht zur Notwendigkeit einer Korrektur. Hätten die Bewertungsgutachter von auf das Übergangsjahr im Bereich Internet und Telefonie verzichtet, läge der Wachstumsabschlag bei 1,5 % und damit in der Mitte der Bandbreite der durch die Investmentbanken verwendeten Wachstumsabschläge.

(ee) Die bestehende technologische Überlegenheit im Internet-Bereich wurde in Phase I in Form erheblichen Kunden- und Umsatzwachstums berücksichtigt. Nach dem Übergangsjahr ist indes bewertungstheoretisch nicht mehr von einer weiteren Marktdurchdringung auszugehen; vielmehr wird dann eine stabile Kundenbasis unterstellt, was allerdings auch mit den rückläufigen Wachstumsraten im Laufe

der Detailplanungsphase in Einklang zu bringen ist. Das im Wachstumsabschlag dargestellte Wachstumspotenzial stellt nur auf Preissteigerungen ab. Dabei wurde entgegen der beobachtbaren Preisentwicklung ein nachhaltiges Preissteigerungspotenzial angesetzt, weshalb der Wachstumsabschlag nicht zu erhöhen ist. Technologische Vorteile zum Bewertungszeitpunkt reichen auch nicht aus, eine marktbeherrschende, monopolartige Stellung der Gesellschaft zu bejahen, nachdem sich die Kabel Deutschland Holding AG in all ihren Tätigkeitsfeldern einem erheblichen Wettbewerbsdruck ausgesetzt sieht, nachdem die Wettbewerber mit ähnlichen bis gleichen Produktlösungen am Markt agieren. Gerade eine starke Ähnlichkeit der Produkte führt auch zu ähnlichen Kosten von Telefon- und Internetanschlüssen – Unterschiede basieren auf unterschiedlichen Vertragsdetails wie der maximalen Bandbreite, der technischen Ausstattung oder von Serviceeinrichtungen. Differenzierungsmerkmale beim Kunden resultieren vor allem aus qualitativ hochwertigen Produkten. Im TV-Markt konkurriert das Kabel mit kostenlosen Angeboten wie DVB-T und Satellitenübertragung. Dieser Wettbewerb ist nicht an ähnlichen Preisen zu erkennen. Dafür aber haben die Kabel-TV-Nutzer den Vorteil, durch einen erworbenen kostenfreien Service störungsfreie Übertragungen bei jeder Witterung sowie einen unsichtbaren Empfangspunkt am Haus zu haben; gegebenenfalls empfangen sie einen größeren Umfang an TV-Kanälen. Angesichts dessen muss auch im TV-Bereich von einem deutlichen Wettbewerb ausgegangen werden.

In dem langfristigen Zeitrahmen der Ewigen Rente kann aber ungeachtet von Preiskämpfen aus dieser Situation kein höherer Wachstumsabschlag abgeleitet werden.

Ökonomisch machen Preiskämpfe in einem solchen Markt nur dann Sinn, wenn der langfristige Nutzen des Preiskampfes größer ist als der kurzfristige Verlust. Ein starkes Senken der Preise mit dem Ziel der Gewinnung von Neukunden und einer sich anschließenden Erhöhung nach Ende des Preiskampfes über den ursprünglichen Marktpreis hinaus ist nur möglich, wenn der ruinöse Wettbewerb auslösende Anbieter danach eine Monopol- oder wenigstens Oligopolstellung erreicht, um die höheren Marktpreise durchsetzen zu können. Es ist indes nicht erkennbar, dass ein Anbieter in den Wettbewerbsmärkten TV-Geschäft sowie Internet und Telefonie diese Strategie verfolgen würde. Ebenso wenig ist erkennbar, dass ein Anbieter die Strategie verfolgt, nach dem Wechsel möglichst die über den Preis gewonnenen Kunden zu behalten, weil Kosten für den Wechsel zu einem anderen Anbieter wiederum höher sind als die Mehrkosten für das Produkt. Aufgrund der Regulierungsbehörde Bundesnetzagentur gibt es kaum Markteintrittsbarrieren; dieses zweite Szenario einer locked-in-Situation erscheint kaum vorstellbar, weil die Wettbewerber aktiv mit Wechselservice und Installationsarbeiten werben. Daher spricht die Marktstruktur gegen wesentliche Preiserhöhungen in der Zukunft, wie die Vertragsprüfer in der ersten ergänzenden Stellungnahme überzeugend beschrieben haben.

(ff) Da der Wachstumsabschlag auf dem letzten Jahr der Detailplanungsphase aufsetzt, sind die langfristigen Auswirkungen des Investitionsprojektes „Alpha" im Terminal Value sachgerecht berücksichtigt; eine langfristige Ertragssteigerung kann daraus nicht abgeleitet werden und würde

zudem im Widerspruch zu Annahmen eines eingeschwungenen Zustandes stehen.

(gg) Aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die Konzentration der Gesellschaft auf urbane Bereiche zeige auch unter Berücksichtigung der demographischen die Entwicklung die Fehlerhaftigkeit des Ansatzes beim Wachstumsabschlag, kann eine fehlerhafte Ableitung nicht begründet werden. Auch urbane Bereiche, in denen das Netzgebiet der Gesellschaft liegt, sind von einem eher stagnierenden Trend betroffen, weil für größere Städte Abwanderungen in das Umland zu beobachten sind. Zudem stellt besonders in Ballungsgebieten der verfügbare Wohnraum eine begrenzte und begrenzende Ressource dar. Daher kann am Ende von Phase I gerade nicht auf ein erhebliches ungenutztes Potenzial geschlossen werden. Weiteres Vermarktungspotenzial ließe sich nur durch zusätzliche Produktentwicklungen und Investitionen erschließen, wofür aber zum Stichtag der Hauptversammlung keine hinreichenden Ansätze erkennbar waren.

(b) Dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1 % kann nicht entgegengehalten werden, ein unterhalb der erwarteten allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag führe auf Dauer zu einem Schrumpfen und vollständigen Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt. Dieser Ansatz lässt die Auswirkungen zwischen Wachstum, Thesaurierung, Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung außer Betracht. Gerade die Folgen der Thesaurierung müssen in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksich-

tigung 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 thesaurierungsbedingten 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.

Neuere Studien aus der betriebswirtschaftlichen Literatur rechtfertigen keine andere Beurteilung, wie der Kammer aus mehreren anderen Verfahren überzeugend dargestellt wurde, in denen insbesondere auch als gerichtlich bestellter Sachverständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie von (BewP 2011, 24) führt nicht zu einer abweichenden Beurteilung, auch wenn sie die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlages – Bruttoinlandsprodukt, Inflationsrate und Gewinnwachstum der Unternehmen – zusammenfasst. Dabei lag das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 bei 2,4 % und damit über der Inflationsrate von 1,9 %. Der Wachstumsabschlag von 1 % spiegelt dabei aber nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das nach dessen Hinzurechnung deutlich höher liegt. Ebenso wenig führt eine Dissertation von Bork zu abweichenden Erkenntnissen. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu

entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Etwas anderes lässt sich nicht aus einer Untersuchung von Schüler/Lampenius ableiten, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum zwischen 1985 und 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflationsschätzern sei ein negatives Realwachstum festgestellt worden. Diese Untersuchung rechtfertigt vor allem deshalb kein anderes Ergebnis, weil die Datengrundlage mit dem Ansatz des Verbraucherpreisindex in Deutschland bzw. den Schätzungen der Deutschen Bundesbank nicht zu überzeugen vermag. Wesentlich müssen nämlich – wie bereits ausgeführt – die Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen sein. Aus demselben Grund überzeugt auch nicht die Annahme von Knoll, eine unvollständige Überwälzung der Inflation stehe in Widerspruch zum Postulat des eingeschwungenen Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von Knoll geht von der erwarteten langfristigen Inflation seitens der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2 % aus, was allerdings nicht hinreichend die relevanten Veränderungen des Preisniveaus auf der Grundlage von Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen berücksichtigt.

Somit ergibt sich unter Berücksichtigung der notwendigen Kapitalisierung der Nettoüberschüsse auf den Stichtag der Hauptversammlung am 13.2.2014 ein Ertragswert von € 6,909 Mrd. und von € 78,05 je Aktie wie folgt:

Nettoausschüttung	**148,7**	**224,1**	**257,1**	**297,0**	**328,6**	**360,5**	**371,2**
Basiszinssatz vor ESt	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
persönliche Ertragsteuern	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%
Basiszinssatz nach ESt	**2,02%**	**2,02%**	**2,02%**	**2,02%**	**2,02%**	**2,02%**	**2,02%**
Marktrisikoprämie nach ESt	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta unlevered	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Verschuldungsgrad	44,28%	48,80%	49,77%	48,37%	47,95%	47,11%	46,28%
Beta levered	0,78	0,80	0,80	0,80	0,79	0,79	0,79
Risikoprämie nach ESt	**3,89%**	**3,99%**	**4,01%**	**3,98%**	**3,97%**	**3,95%**	**3,94%**
Wachstumsabschlag							1,00%
Kapitalisierungszinssatz nach Est	**5,92%**	**6,01%**	**6,03%**	**6,00%**	**5,99%**	**5,98%**	**4,96%**
Barwertfaktor für das jeweilige Jahr	0,993	0,943	0,943	0,943	0,943	0,944	20,162
Barwerte für das jeweilige Jahr	6.909,0	6.810,6	6.995,9	7.160,7	7.293,5	7.402,0	7.483,9

c. Die Sonderwerte mit einem Volumen von € 500.000,-- flossen sachgerecht in den Unternehmenswert der Gesellschaft ein.

(1) Als Sonderwerte wurden dabei Gesellschaften behandelt, die entweder inaktiv sind oder aufgrund ihrer nicht materiellen Bedeutung in der Planungsrechnung unberücksichtigt blieben. Der Ansatz dieser insgesamt acht Vorratsgesellschaften mit einer Beteiligungsquote der Kabel Deutschland Holding AG an diesen von 100 % sowie der AFK Aus- und Fortbildungs GmbH für elektronische Medien, an der die

Kabel Deutschland Holding AG mit lediglich 2 % beteiligt ist und die aus Wesentlichkeitsgründen nicht in die Planungsrechnung einbezogen wurde, erfolgte mit dem Buchwert der Beteiligung bzw. mit dem anteiligen Eigenkapital falls dieses höher gewesen ist als der anteilige Buchwert. Die von den Vertragsprüfern durchgeführte Analyse ergab für keine dieser Gesellschaften ein nennenswertes Ertragspotenzial, wie die Jahresergebnisse der Geschäftsjahre 2011/12 und 2012/13 – soweit sie vorlagen – zeigen. An dieser Beurteilung kann kein Zweifel bestehen, weil die Gesellschaften über keine nennenswerte Vermögenswerte verfügten und die wesentliche Ursache für die Gründung dieser Vorratsgesellschaften nach den Erkenntnissen der Vertragsprüfer darin lag, eine gewisse Flexibilität für Restrukturierungen, Finanzierung und Akquisitionen zu haben. Bei der Kabel Deutschland Holding Erste Beteiligungs GmbH und der Kabel Deutschland Holding Zweite Beteiligungs GmbH bestand ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag.

(2) Weitergehende Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen waren nicht zu berücksichtigen.

(a) Nicht betriebsnotwendige Liquidität war bei der Gesellschaft nicht vorhanden, auch wenn der Jahresabschluss zum 31.3.2013 einen Betrag von € 600 Mio. an Zahlungsmitteln auswies. Dies würde nämlich zu einer unzulässigen Doppelerfassung führen. Der hohe Zahlungsmittelbestand der Gesellschaft zum Bilanzstichtag am 31.3.2013 beruhte auf der Absicht der Kabel Deutschland Holding AG, die Tele Columbus GmbH zu erwerben. Nachdem das Bundeskartellamt diese Transaktion untersagte, wurden die hierfür bereitgestellten Finanzmittel nicht mehr benötigt. Die anderweitige Verwertung gestaltete sich nach der Planung zum Stichtag der Hauptversammlung so, dass ein Betrag von rund € 300 Mio. in das Investitionspro-

gramm "Alpha" fließen sollte, eine Sonderdividende in Höhe von ca. € 221 Mio. ausgeschüttet werden sollte und darüber hinaus Schulden getilgt werden sollten.

(b) Die Marke „Kabel Deutschland" sowie weitere der Gesellschaft gehörende Marken durften 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 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

(c) Bei der Bewertung kann kein Sonderwert aus einem aus § 311 Abs. 1 AktG abgeleiteten Anspruch auf Nachteilsausgleich wegen der Vereinbarung im Business Combination Agreement, die Kabel Deutschland Holding AG werde sich auf ihr Kerngeschäft mit den Privatkunden konzentrieren, einbezogen werden. Besteht kein Beherrschungsvertrag, so darf ein herrschendes Unternehmen nach dieser Vorschrift seinen Einfluss nicht dazu nutzen, eine abhängige Aktiengesellschaft zu veranlassen, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder Maßnahmen zu ihrem Nachteil zu treffen oder zu unterlassen, es sei denn, der Nachteil wird ausgeglichen. Die Voraussetzungen für

einen solchen Nachteilsausgleich lassen sich indes nicht bejahen. Aus dem Wortlaut des § 311 Abs. 1 AktG ergibt sich zwingend, dass die nachteilige Maßnahme – hier also das Unterlassen des Aufbaus eines strategischen Geschäftsfeldes im Geschäftskundenbereich – zu einer Zeit erfolgt, in der es bereits ein faktisches Konzernverhältnis zwischen den beiden Gesellschaften gab. Anderenfalls wäre der Verweis auf die Abhängigkeit im Sinne des § 17 AktG nicht sinnvoll. Das Business Combination Agreement wurde jedoch zu einem Zeitpunkt vor der Entstehung des faktischen Konzerns mit der Kabel Deutschland Holding AG als beherrschter Gesellschaft abgeschlossen – also zu einem Zeitpunkt, als sich noch zwei nicht voneinander abhängige Gesellschaften gegenüberstanden. Dann aber kann die Kabel Deutschland Holding AG keinen Nachteilsausgleich im Sinne des § 311 Abs. 1 und Abs. 2 AktG verlangen.

Angesichts dessen ergibt sich zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 13.2.2014 ein Unternehmenswert in Höhe von € 6,9095 Mrd., der sich aus dem Ertragswert in Höhe von € 6,909 Mrd. und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen von € 0,5 Mio. zusammensetzt. Bei einer Aktienzahl von 88.522.939 resultiert daraus ein Wert je Aktie von € 78,05 der unter dem maßgeblichen Börsenkurs von € 84,53 liegt.

3. Die Anhörung der Vertragsprüfer von sowie der zur Unterstützung herangezogenen hat zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt. Die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch Einholung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen ist auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 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; Der Konzern 2019, 277, 283; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn.4 Fn. 7; 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 Vertragsprüfungsberichts, der ausführlichen Erläuterungen in mehreren Anhörungsterminen und den aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Vertragsprüfer 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.

Soweit teilweise die Auffassung vertreten wird, die Anhörung der gemäß § 293 c Abs. 1 AktG bestellten Vertragsprüfer 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 Puszkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.) vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber befolgten 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 Prü-

fungsberichte 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 §§ 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 Prü-

fung 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; 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; auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 5).

b. Die Kammer hat namentlich keine Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer.

(1) Die Vertragsprüfer verfügen über die erforderliche Fachkompetenz zur Bewertung eines Unternehmens, auch wenn dabei komplexe Fragestellungen zu beurteilen sind. Im Verlaufe der Anhörung haben sich die Vertragsprüfer zusammen mit der zu ihrer Unterstützung hinzugezogenen öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen sowie den Mitarbeitern der ebenso wie in den ergänzenden Stellungnahmen eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen gegen die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung auseinandergesetzt, ohne dass dabei Widersprüche aufgetreten wären. Bei der Würdigung der von ihnen vermittelten Erkenntnissen muss insbesondere gesehen werden, dass sie die Annahmen aus dem Bewertungsgutachten von gerade nicht kritiklos übernommen haben, sondern namentlich bei der Ermittlung des Beta-Faktors den Ansatz über den unternehmenseigenen Beta-Faktor als im Vergleich zur Herleitung über eine Peer Group vorzugswürdig eingestuft haben und bei der zu Plausibilisierungszwecken erfolgten Heranziehung der Peer Group die Zusammensetzung nicht unverändert ließen, indem sie die Unternehmen Zon Optimus SGPS SA und Virgin Media Inc. als

nicht vergleichbar erachteten. Die Vertragsprüfer berechneten zudem den über eine Peer Group abgebildeten Beta-Faktor im Gegensatz zu den Bewertungsgutachtern nicht mit sich überlappenden Jahresschreiben, sondern zogen ein Zeitraum-Beta heran, das indes die Ergebnisse von bestätigte. Die Einbeziehung des sechsten Jahres im Bewertungsgutachten führt dabei zu keinem anderen Ergebnis, weil auch über die letzten vier Beta-Ermittlungen vom 10.12.2008 bis zum 9.12.2013 ein Durchschnittswert von rund 0,6 ermittelt wurde.

(a) Bereits anhand der Ausführungen im Prüfungsbericht vermag die Kammer die, vor allem in dem Privatgutachten von vom 11.5.2017 enthaltene Unterstellung, eine Plausibilisierung der Umsatzplanung anhand von Analystenschätzungen sei nicht erfolgt, nicht nachzuvollziehen. Die Vertragsprüfer verwiesen auf Seite 11 ihres Prüfungsberichts auf eigene Analysen, deren Ergebnisse im Prüfungsbericht dargestellt wurden, während Art und Umfang der Prüfungshandlungen in den Arbeitspapieren darüber hinaus im Einzelnen festgehalten worden seien. Die auf Seite 29 beispielsweise angegebene Prüfung anhand branchenüblicher Kennzahlen ist sinnvoll nur möglich, wenn diese abgefragt werden. Detaillierte und darüber hinausgehende Angaben, welche Analystenreports in diesem Rahmen herangezogen wurden, muss der Prüfungsbericht nicht enthalten; dies ist von seinem Normzweck her nicht geboten. Der Prüfungsbericht im Sinne des § 293 e AktG hat in erster Linie die Aufgabe, den Aktionären ein eigenes fundiertes Urteil über die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung zu ermöglichen. Um diesem Zweck zu genügen, enthalten die Berichte – wie auch hier – ins Detail gehende Durchführungen zu der gewählten Bewertungsmethode und zu den einzelnen Schritten der Bewertung, wobei diese Aussagen bereits über den Mindestin-

halt von § 293 e Abs. 1 AktG regelmäßig weit hinausgehen (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 293 e Rdn. 4). Die in dem zitierten Privatgutachten als fehlend monierten Angaben müssen somit nicht in den Prüfungsbericht aufgenommen werden, weshalb der dort vorgenommene Rückschluss nicht statthaft sein kann.

(b) Allein aus dem Umstand, dass einige Antragsteller mehrere Privatgutachten zu einer Vielzahl von Aspekten der Unternehmensbewertung vorlegten, rechtfertigt sich nicht die Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens. Soweit es sich dabei um Kritik an den Planannahmen handelt, muss gesehen werden, dass – wie bereits ausgeführt – eine plausible Planannahme nicht durch andere, möglicherweise auch plausible Annahmen ersetzt werden kann. Den Vertragsprüfern standen die Unterlagen der Gesellschaft zur Verfügung, auf die keine der eingeschalteten Privatgutachter Zugriff hatte. Den Gesellschaftsunterlagen war für das erste Planjahr zu entnehmen, dass sich das Geschäftsjahr 2013/14, in das Ist-Zahlen für sechs Monate einflossen, deutlich schlechter entwickelte als noch in der Planung vom März 2013 angenommen. Daraus lässt sich durchaus die Schlussfolgerung ziehen, dass diese älteren Zahlen vom März 2013 entweder bereits zu optimistisch waren, oder dass sich aber die Umsätze wider Erwarten schlechter entwickelt haben. Jedenfalls lässt die Planung vom März 2013 keinen Rückschluss auf die mangelnde Plausibilität der der Ertragswertermittlung zugrunde gelegten Planung zu. Dabei lag den Vertragsprüfern das detaillierte Preis-/Mengengerüst vor, das als eines der zentralen Grundpfeiler der Planannahmen angesehen werden muss. Demgegenüber hatten die Privatgutachter hier keinen Einblick, weshalb sie Rückschlüsse nur aus Vergleichsdaten und eigenen Erfahrun-

gen ziehen können, die aber die Kenntnis der genauen Plandaten nicht ersetzen. Die unmittelbar aus vorliegenden Unterlagen gewonnenen Erkenntnisse sind demzufolge sogar besser zur Plausibilisierung der Planannahmen geeignet.

(c) Auch haben die Vertragsprüfer insgesamt hinreichende Prüfungshandlungen vorgenommen. Sie haben sich gerade nicht auf eine interne Plausibilisierung des Ergebnisses anhand von Unterlagen der Gesellschaft und Gespräche mit den Planverantwortlichen beschränkt. Ihnen lagen wesentliche Unterlagen wie die Vorstands- und Aufsichtsratsprotokolle, Pressemitteilungen, Risikoberichte, das vertriebsorientierte interne Reporting sowie eine Vollständigkeitserklärung vor. Ebenso verfügten sie über das Business Combination Agreement und die im März erstellte Planung, die dann aber der Ertragswertermittlung angesichts neuerer, aktualisierter Zahlen aus dem Ist der beiden ersten Quartale des Geschäftsjahres 2013/14 nicht zugrunde gelegt werden konnte. Hinreichende interne Unterlagen standen den Vertragsprüfern auch bezüglich der möglichen Synergieeffekte zur Verfügung, bei denen sie zusätzlich zu relevanten Vorstands- und Aufsichtsratsprotokollen auch über Unterlagen zu Einkaufssynergien sowie Bewertungsunterlagen zum Angebot vom 23.6.2013 auswerten konnten. Weiterhin lagen ihnen für diesen wesentlichen Bereich die Protokolle des Integrationskomitees mit drei Treffen bis zum Bewertungsstichtag sowie die Protokolle des Post Closing Committees vor. Gerade auch im Zusammenhang mit der Ermittlung relevanter Synergien legten die Vertragsprüfer Wert darauf, dass eine Ableitung sämtlicher denkbarer Synergien erstellt und jeweils begründet wurde, inwieweit diese ohne Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag umsetzbar seien oder nicht und bei welchen Synergien Maßnahmen bereits in die Wege geleitet worden seien.

Auch dies zeigt das kritische Vorgehen der Vertragsprüfer. Da sie die Berücksichtigungsfähigkeit auch eingehend mit dem Vorstand erörterten, was im Rahmen der internen Plausibilisierung als zulässig angesehen werden muss, mussten die Vertragsprüfer keine weiteren Prüfungs- und Analyseschritte zu diesem Komplex der Synergien vornehmen.

(d) Eine Fehlerhaftigkeit der Vertragsprüfung lässt sich auch nicht aus Veröffentlichungen der Gesellschaft oder von ableiten, die die Antragstellerinnen zu 67) und 68) als Anlagen BR 57, 58, 59 und 60 vorlegten. Diese Publikationen erschienen mehrere Jahre nach dem Stichtag und rechtfertigen keinen Rückschluss auf die Unangemessenheit der Barabfindung. Die Umsatzerlöse im Bereich Internet und Telefonie, die in der Planung angesetzt wurden, bedürfen keiner Korrektur. Auch wenn sich nach der Auskunft in der Hauptversammlung des Jahres 2018 über 70 % der Kabel-Neukunden für Download-Geschwindigkeiten von 200, 400 oder 500 Mbit/sec. entscheiden, kann daraus nicht hergeleitet werden, die Umsatzerlöse je Einheit seien im Vergleich zu den Preisen, die der Planung zugrunde gelegt wurden, in gleicher Weise gestiegen. Mit schnelleren Download-Geschwindigkeiten lassen sich nicht automatisch Preissteigerungen in vergleichbarer Relation erwirtschaften. Für die Übertragungsraten über Docsis 3.1 mit bis zu 1 Gbit/sec. gelten diese Erwägungen in gleicher Weise; diese Veröffentlichung, der die entsprechenden Zahlen entnommen wurden, stammt von November 2018 – mithin zu einem Zeitpunkt von mehr als 4 ½ Jahren nach der Hauptversammlung. Aus diesem Grunde mussten insoweit auch keine weiteren Maßnahmen zur Sachverhaltsaufklärung im Sinne des § 26 FamFG im Rahmen der Anhörung der Vertragsprüfer vorgenommen werden.

(e) Sodann haben die Vertragsprüfer die hierdurch gewonnenen Erkenntnisse zur Planung anhand einer Reihe von externen Studien plausibilisiert. Wenn sie sich dabei auch, aber nicht nur auf die Studie von gestützt haben, so rechtfertigt sich dies bereits aus der Tatsache, dass diese Studie im Oktober 2013 veröffentlicht wurde und damit sehr nah zum Bewertungsstichtag Zahlen als Basis der Analyse lieferte. Der Umstand, dass diese Studie zum Teil von einer anderen Ausgangsbasis ausgeht, was sich beispielsweise an der Marktdurchdringung zeigt, bei der die -Studie und die Quote der Gesellschaft auf unterschiedlichen Grundgegebenheiten aufsetzen, ändert an der Grundtendenz nichts, dass aus dieser wie auch aus anderen Studien ausreichend aussagekräftige Inhalte entnommen werden konnten, um die Planung der Kabel Deutschland Holding AG zu plausibilisieren. Insgesamt nutzten die Vertragsprüfer eine Vielzahl externer Quellen, die sie in der 3. Ergänzenden Stellungnahme im Einzelnen aufführten. Eine Vollständigkeit dergestalt, dass alle existierenden Studien tatsächlich herangezogen werden, kann aus Sicht der Kammer nicht verlangt werden. Diese Studien können – ebenso wie Analystenreports – naturgemäß für die Zukunft nur Prognosen enthalten, die mit Unsicherheiten behaftet sind und auch nicht den Detaillierungsgrad aufweisen und auch nicht aufweisen können wie die auf den Preis-/Mengengerüsten der Gesellschaft beruhende Planung. Die Tatsache, dass diese externen Unterlagen beim Vorstand der Gesellschaft angefordert wurden, steht ihrer Verwertbarkeit nicht entgegen. Es sind keinerlei Anhaltspunkte dafür vorgetragen noch sonst ersichtlich, dass sich ein anderes Ergebnis ergeben hätte, wenn die Vertragsprüfer diese Unterlagen bei deren Verfassern selbst angefordert hätten. Für die Plausibilisierung der Planannahmen der Gesellschaft bilden sie jedenfalls eine gute Grundlage.

Eine Notwendigkeit, weitere Analystenreports oder Consensus-Schätzungen heranzuziehen, kann nicht bejaht werden. Zum einen hatten die Vertragsprüfer nach ihrer Aussage, an deren Richtigkeit kein Zweifel besteht, keinen Zugang zu entsprechenden Consensus-Schätzungen bei Bloomberg. Zum anderen aber ist entscheidend, dass die von der Gesellschaft erhaltenen Analystenreports – ungeachtet der Tatsache der Verwertung aller relevanten Informationen durch Analysten – deutlich genauer und damit zu Plausibilisierungszwecken besser geeignet sind als allgemein gehaltene Consensus-Schätzungen von Bloomberg. Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, die Analystenschätzungen würden auf unvollständigen Informationen durch die Gesellschaft beruhen. Zum einen ist zu beachten, dass die Auswertung dieser Reports nur eine von mehreren Prüfungshandlungen war, die die Vertragsprüfer vorgenommen haben. Zum anderen kann aber die Gesellschaft auch nicht alle Informationen den Kapitalmärkten und damit den Analysten zur Verfügung stellen, weil der Vorstand keine Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse verraten darf. Dies muss zwangsläufig eine Unvollständigkeit nach sich ziehen.

Die Vertragspartner waren im Rahmen ihrer Untersuchungen nicht gehalten, die vom Finanzinformationsdienstleister Bloomberg abgefragten Consensus-Schätzungen bei der Analyse der wesentlichen Kennzahlen der Gesellschaft anzuwenden. Ihnen standen nämlich die vollständigen Analystenreports in erheblichem und ausreichendem Umfang zur Verfügung, wobei sie auch solche Reports erhielten, die während des Prüfungszeitraums erschienen. Im Vergleich zu diesen vollständigen Analystenreports mit Volltext weisen die Consensus-Schätzungen für die wesentlichen Finanzkennzahlen und damit die vom Kapitalmarkt geschätzten Umsatzerlöse einen deutlich geringeren Informationsgehalt auf; die Analystenreports sind deutlich aus-

sagekräftiger. Da in Bezug auf die Plausibilisierung der EBITDA-Marge der Kabel Deutschland Holding AG im Rahmen der Prüfung auf eine Peer Group abgestellt wurde und den Vertragsprüfern hier keine qualitativen Informationen in dem Umfang wie für die Kabel Deutschland Holding AG in Form eigenständiger Analystenreports zur Verfügung standen, zogen sie die Consensus-Schätzungen von Bloomberg für diesen Kontext heran und werteten diese sachgerecht aus.

Umsatzprognosen von Equita und Main First standen den Vertragsprüfern nicht zur Verfügung. Die nach Aussage von von der Bewertungsgutachterin kurzzeitig verfügbare Einschätzung der Commerzbank AG gelangte zu einem Wert von € 78,--, dem sie dann 50 % der von genannten Synergien aufschlug. Diese Vorgehensweise in Bezug auf Synergien lässt es indes aus den oben dargestellten Gründen nicht zu, das Ergebnis der Bewertung und die Angemessenheit der Vorgehensweise der Vertragsprüfer in Frage zu stellen. Ebenso wenig waren sie gehalten, diese Schätzung der Commerzbank AG anzufordern, nachdem ihnen eine Vielzahl anderer Analystenreports eine Plausibilisierung der Planannahmen ermöglichte.

(f) Als weitere Maßnahme der externen Plausibilisierung zogen die Vertragsprüfer sachgerecht einen Vergleich mit den Ergebnis-Margen anderer Telekommunikationsunternehmen. Ein derartiges Benchmarking ist sachgerechter Teil der Prüfungshandlungen im Rahmen einer solchen Vertragsprüfung. Dabei suchten die Vertragsprüfer die Vergleichsunternehmen selbst aus. Wenn sie sich dann mit den Verantwortlichen der Gesellschaft darüber austauschen, muss dies als zulässiges Prüferhandeln angesehen werden, nachdem nicht erkennbar ist, dass dies das alleinige Kriterium gewesen sein könnte. Vielmehr werteten die

Vertragsprüfer zur Margenentwicklung auch entsprechende Analystenschätzungen aus, wie der Abbildung 15 der ersten ergänzenden Stellungnahme zu entnehmen ist.

(g) Auch zur Ableitung des Umsatzwachstums im Terminal Value haben die Vertragsprüfer hinreichende Prüfungshandlungen vorgenommen. Die Stellungnahme von endete im Jahr 2017. Angesichts dessen zogen sie entsprechend ihren Ausführungen im Prüfungsbericht Analystenschätzungen heran und werteten diese aus. Eine Studie von J.B. Morgan Cazenove vom 28.11.2012 musste dabei allerdings nicht zwingend herangezogen werden, nachdem diese knapp 15 Monate vor dem Bewertungsstichtag lag und eine weitere Studie dieses Unternehmens vom 14.10.2013 datierte und diese damit angesichts ihrer Nähe zum Stichtag der Hauptversammlung als deutlich aussagekräftiger einzustufen ist. Abgesehen davon ging die Bewertung noch im Übergangsjahr im Bereich Internet & Telefonie, bei dem der Anschluss über die Breitbandkabeltechnologie erfolgt, von einem deutlich höheren Wachstum aus; angesichts dessen kann die Annahme zum Umsatzwachstum durch diese Studie nicht überzeugend in Frage gestellt werden.

(h) Die gegen die Festsetzung des Risikozuschlags erhobenen Einwände rechtfertigen gleichfalls nicht die Einholung eines Gutachtens durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen. Aus Sicht der Kammer wurde dabei insbesondere auch das Debt Beta nachvollziehbar abgeleitet. Die Vorgehensweise der Vertragsprüfer ist für die Kammer nachvollziehbar, wobei zur Vermeidung von Wiederholungen auf die obigen Ausführungen unter B. II. 2. b. (2) (c) (bb) verwiesen werden kann. Sowohl bei der grundlegenden Frage der Berücksichtigung, aber auch bei der Ermittlung im Einzelnen hat sich in der be-

triebswirtschaftlichen Literatur wie auch in der Bewertungspraxis noch keine einheitliche Linie herausgebildet (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O. Rdn. 23.7.10.5 S. 633; in diese Richtung auch Ruthardt/Popp AG 2019, 196, 203, auch wenn bei Bewertungsanlässen ab dem Jahr 2017 bei 30 % der von einem Bewertungsunternehmen ausgewerteten Gutachten eine Berücksichtigung des Debt Beta erfolgte). Solange sich kein einheitlicher Standard gebildet hat, kann es nicht Aufgabe der Gerichte in Spruchverfahren sein, Streitfragen betriebswirtschaftlicher Natur letztverbindlich zu klären. Der Ansatz der Vertragsprüfer ist für die Kammer gut nachvollziehbar und kann folglich der Entscheidung zugrunde gelegt werden. Die namentlich von den Antragstellerinnen zu 67) und 68) postulierte Widersprüchlichkeit der Ableitung ist nicht zu erkennen. Gerade weil die Entwicklung der Herleitung des Umfangs des Debt Beta noch im Fluss ist, wie auch die Vertragsprüfer im Termin vom 22./23.5.2019 dargestellt haben, kann nicht davon ausgegangen werden, es gebe eine allgemein gültige Festlegung, wie der Einfluss der Risikoübernahme durch Fremdkapitalgeber auf den Beta-Faktor abzuleiten ist. Angesichts dessen besteht auch hier keine Notwendigkeit zur Durchführung einer Beweisaufnahme.

(i)' Dasselbe gilt für den Wachstumsabschlag – auch hier haben sich die Vertragsprüfer eingehend und kenntnisreich mit den auftretenden Fragestellungen befasst und begründet, warum die unternehmensspezifische Inflationsrate und damit der Wachstumsabschlag deutlich unter dem vor allem auch von den Antragstellerinnen zu 67) und 68) als sachgerecht eingestuften Wert von 1,9 % liegt.

(j) Zur weiteren Plausibilisierung der Ableitung des Unternehmenswerts der Kabel Deutschland Holding AG und damit der Angemessenheit der Barabfindung stützten sich die Vertragsprüfer ebenso wie die Bewertungsgutachter von
auf eine Bewertung anhand von EBITDA-Multiplikatoren. Zwar können die aus Trading-Multiplikatoren, bei denen das EBITDA der Vergleichsunternehmen in Relation zum Gesamtunternehmenswert gesetzt wird, nur Brandbreiten liefern und folglich eine Ermittlung des Unternehmenswerts nach der Ertragswertmethode nicht ersetzen. Allerdings lassen die hier ermittelten Bandbreiten Rückschlüsse auf eine sachgerechte Ermittlung des Unternehmenswertes zu, nachdem dieser innerhalb der Bandbreiten liegt. Dabei wurden die Multiplikatoren auf der Basis des jeweils aktuellsten Börsenwerts der Peer Group-Unternehmen und des prognostizierten EBITDA berechnet und auf die entsprechende Ergebnisgröße der Planung der Kabel Deutschland Holding AG bezogen. Die so ermittelten Unternehmenswerte werden nach Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten und Hinzurechnung der Sonderwerte als Eigenkapitalwerte der Gesellschaft dargestellt. Die bei Liberty Global plc. und Zon Optimus SGPS S.A. durch M & A-Transaktionen beeinflussten Ergebnisse wurden von den Bewertungsgutachtern als Ausreißerwerte identifiziert und aus der Analyse ausgeschlossen. Bei ihrer Prüfung schlossen die Vertragsprüfer zudem die von ihnen als nicht vergleichbar identifizierten Unternehmen aus. Nach Abzug der Nettoschuldenpositionen ermittelten die Bewertungsgutachter in Bezug auf die niedrigsten und die höchsten Multiplikatoren Werte von ca. € 3,19 Mrd. bis zu € 8,134 Mrd. – dies zeigt aber, dass der mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert der Kabel Deutschland Holding AG der oberen Hälfte der Bandbreite zuzurechnen ist. Die von den Vertragsprüfern aufgrund einer

leicht veränderten Gruppe von Vergleichsunternehmen ermittelte Bandbreite unterscheidet sich im Ergebnis nur geringfügig und bestätigt daher die Plausibilität der Planannahmen ebenso wie den Kapitalisierungszinssatz und damit auch die Angemessenheit der Barabfindung.

In gleicher Weise führte auch das Heranziehen von Transaktionsmultiplikatoren zu einem Eigenkapitalwert der Kabel Deutschland Holding AG, der sowohl nach der Herangehensweise der Bewertungsgutachter als auch der Vertragsprüfer mit Werten von deutlich unter € 4 Mrd. signifikant unterhalb dem Ertragswert der Gesellschaft liegt.

Darüber hinaus analysierten die Vertragsprüfer auch die Einschätzungen von Analysten zum Kursziel der Gesellschaft. Die Analyse von neun derartigen Schätzungen ergab eine Bandbreite zwischen € 62,-- und € 90,-- im Zeitraum zwischen Februar 2013 mit dem Auftauchen von Übernahmegerüchten am Markt und der Veröffentlichung des Übernahmeangebots am 24.6.2013; der Mittelwert lag dabei bei € 76,30 je Aktie, mithin noch knapp unter dem hier ermittelten Ertragswert der Kabel Deutschland Holding AG.

Aus diesen Erwägungen heraus musste auch den konkret formulierten Beweisanträgen der Antragstellerinnen zu 67) und 68) nicht nachgegangen werden, ohne dass es darauf ankommt, inwieweit der Sachvortrag in den Schriftsätzen vom 22.8., 17.9. und 19.11.2019, der sich auf Punkte bezieht, die bereits vor der mündlichen Verhandlung vom 22./23.5.2019 erörtert wurden, mit den in § 9 Abs. 1 und Abs. 2 SpruchG normierten Verfahrensförderungspflichten vereinbar ist und daher nicht ohnehin schon aufgrund der Präklusionsvorschrift des § 10 Abs. 2 SpruchG unbeachtlich wäre. Diese Vorgehensweise verletzt namentlich auch nicht das Eigentumsgrundrecht der Antrag-

steller aus Art. 14 Abs. 1 GG. Das Spruchverfahrensgesetz sieht die Anhörung der Vertragsprüfer als Mittel der Erkenntnis für das erkennende Gericht ausdrücklich vor. Durch die Prüfung durch einen gerichtlich bestellten Prüfer sind die Minderheitsaktionäre auch verfahrensrechtlich hinreichend abgesichert. Inwieweit dies zur Überzeugungsbildung der Kammer ausreichend ist, obliegt ihrer Würdigung. Daher kann auch nicht aus §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 3 FamFG etwas anderes abgeleitet werden, nachdem sich das Gericht bereits aufgrund der von § 8 Abs. 2 SpruchG möglichen Anhörung der Vertragsprüfer eine hinreichend sichere Überzeugung bilden konnte.

(2) Die Angaben der Vertragsprüfer sind ebenso verwertbar wie die Ausführungen von im Rahmen der Anhörung.

(a) Die Voraussetzungen für ein Verbot des Tätigwerdens von im Rahmen der Vertragsprüfung sowie der sich anschließenden Anhörung lassen sich keinesfalls bejahen.

(aa) Die Vorschriften der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 FamFG, 406 ZPO finden auf die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer und damit auch auf die sie unterstützenden Personen wie keine Anwendung. Das Spruchverfahrensgesetz behandelt den gerichtlich bestellten Prüfer aufgrund der Vorschrift des § 8 Abs. 2 nicht als Sachverständigen, sondern als sachverständigen Zeugen, weshalb die Vorschriften über die Ablehnung eines Sachverständigen auf ihn nicht anwendbar sind (vgl. LG München I, Beschluss vom 26.7.2019, Az. 5HK O 13831/17; LG Stuttgart, Beschluss vom 23.3.2017, Az. 31 O 1/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 11).

(bb) Ein Bestellungsverbot lässt sich nicht annehmen. Die Gründe hierfür richten sich ausschließlich nach §§ 293 b Abs. 1 Satz 1 AktG, 319 Abs. 1 bis 4 HGB, deren Voraussetzungen allerdings nicht erfüllt sind. Ein Bestellungsverbot in Bezug auf die Vertragsprüferin kann nicht angenommen werden. Die Voraussetzungen von §§ 293 Abs. 1 AktG, 319 Abs. 4 Satz 1 HGB liegen nicht vor. Aus dem Zusammenhang zwischen § 319 Abs. 4 Satz 1 letzter Hs. HGB und § 319 Abs. 2 HGB muss weiterhin die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Tätigkeit anderer als der für den Prüfungsbericht verantwortlich zeichnenden Wirtschaftsprüfer nicht zu einem Ausschluss und einem Bestellungsverbot führen kann. Der Prüfungsbericht wurde unterzeichnet und damit verantwortet von und nicht jedoch von

Eine Befangenheit von im Sinne des § 319 Abs. 4 Satz 1 und Abs. 2 HGB kann nicht angenommen werden. Es müssen für die Dauer der Vertragsprüfung Beziehungen geschäftlicher, finanzieller oder persönlicher Art vorliegen, um die Befangenheit im Sinne des § 319 Abs. 2 HGB zu begründen. Dies ist nur dann der Fall, wenn ein wirtschaftliches oder sonstiges Eigeninteresse von nicht nur untergeordneter Bedeutung am Ergebnis der Prüfung besteht, nahe Beziehungen zu der zu prüfenden Gesellschaft bestehen oder besondere Einflussnahmen durch die zu prüfende Gesellschaft bestehen. Letzteres kann indes nur dann angenommen werden, wenn geschäftliche Beziehungen in ungewöhnlichem Ausmaß bestehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 31.7.2018, Az. 5HK O 16371/13; Hopt/Merkt in: Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl., § 319 Rdn. 9; ähnlich Ebke in: Münchener

Kommentar zum HGB; 3. Aul., § 319 Rdn. 3; für den gerichtlich bestellten Sachverständigen ebenso OLG München MDR 1998, 858; Zöller-Greger, ZPO, a.a.O., § 406 Rdn. 8). Hiervon kann in der Person von nicht ausgegangen werden, auch wenn sie in den Jahren 2002 bis 2008 vor ihrer Geschäftstätigkeit bei der Geschäftsführerin von war, die einen Kooperationsvertrag mit der Kanzlei der Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin hatte und in diesem Rahmen ein Projekt im steuerlichen Bereich für betreute. Nach 2008, also in einem Zeitraum von etwa fünf Jahren bis zu ihrem unterstützenden Tätigwerden für die Vertragsprüferin gab es fast keine Umsätze, die die mit der Kanzlei machte. Auch gab es nach der Aussage von nur wenige Mandate, in die sie über Linklaters eingeschaltet wurde. Damit aber lässt sich eine Befangenheit im Sinne des § 319 Abs. 2 HGB nicht begründen, zumal es wirtschaftliche Kontakte ohnehin nur zu den Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin, nicht aber zum Prüfungsobjekt – der Kabel Deutschland Holding AG – gab. Ebenso wenig resultiert eine Befangenheit von aus ihrer Tätigkeit als Vorstand des gemeinnützigen Vereins „Working Moms". Ihr Vorstandsamt legte sie bereits Anfang des Jahres 2003 nieder, weshalb auch insoweit kein Konflikt daraus entstehen kann, dass sie als Vorstand dieses Vereins zur Finanzierung neben den Mitgliedsbeiträgen Sponsoren oder Spender anfragte, zu denen auch die Kanzlei der Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin gehört. Zum einen gilt auch hier, dass sich die Tätigkeit im Rahmen der Prüfung auf die Kabel Deutschland Holding AG bezog,

nicht auf die Verfahrensbevollmächtigte der Antragsgegnerin. Zum anderen muss gelten, dass ein Tätigwerden im Einzelfall im Rahmen bürgerschaftlichen Engagements in der Zivilgesellschaft nicht zu einem Ausschluss der Mitarbeit bei der Prüfungstätigkeit führen kann.

Auch hat sich als Vertragsprüfer die Angaben von zu Bewertungsfragen in vollem Umfang zu Eigen gemacht, weshalb der Verwertbarkeit ihrer Angaben auch nicht entgegen gehalten werden kann; sie dürfe angesichts der Regelung in §§ 293 d Abs. 1 Satz 1 AktG, 319 Abs. 1 Satz 1 HGB nicht im Rahmen einer Vertragsprüfung tätig werden. Abgesehen davon kann eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wie als Vertragsprüferin Personen unterstützend heranziehen, ohne dass dadurch die Verantwortlichkeit der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als Vertragsprüferin aufgehoben würde.

Angesichts dessen muss die Kammer nicht entscheiden, inwieweit ein unter Verstoß gegen §§ 293 d Abs. 1 Satz 1 AktG, 319 Abs. 2 HGB ergangener Bestellungsbeschluss mit Beschwerde anfechtbar ist (so Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 293 d Rdn. 3; Langenbucher in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 293 d Rdn. 4; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 293 d Rdn. 4) oder nichtig ist (so Altmeppen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 293 d Rdn. 8 bis 10; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 293 d Rdn. 3) und ob daraus ein Verwertungsverbot für das nachfolgende Spruchverfahren abgeleitet werden müsste.

(3) Ein Ausschluss der Berücksichtigung der Erwägungen der Bewertungsgutachter von in ihrem Bewertungsgutachten sowie der Angaben von und im Verlauf der mündlichen Verhandlung kommt nicht in Betracht. Sie können im Wege der freien Beweiswürdigung durch die Kammer verwertet werden, wobei sich die Kammer bewusst ist, dass es hierbei um den Vortrag eines Beteiligten geht. Da die Erkenntnisse der Bewertungsgutachter vom Abfindungsprüfer einer umfassenden Überprüfung unterzogen wurden, hat die Kammer allerdings keinen Zweifel an ihrer Richtigkeit, zumal sie sich in das Gesamtbild des zu bewertenden Unternehmens einfügen.

4. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind nicht geboten.

a. Dies gilt zunächst für die beantragte Einholung eines Sachverständigengutachtens entsprechend den obigen Ausführungen unter B. II. 4., auf die zur Vermeidung von Wiederholungen Bezug genommen wird. Dies gilt auch für das mit Schriftsatz vom 19.11.2019 vorgelegte Privatgutachten von das keine grundlegend neuen Aspekte aufweist und daher keinen Anlass bietet, ein gerichtlich bestelltes Sachverständigengutachten einzuholen.

b. 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.

(1) 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; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; 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; Puszkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57). 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 Vertragsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

(2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von sowie der Vertragsprüfer 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 Bungert/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. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheb-

lichkeit. 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 Vertragsprüfers 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.; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Puszkajler 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. Die Planung vom März 2013 muss gleichfalls nicht vorgelegt werden, weil ihr gleichfalls die Entscheidungserheblichkeit fehlt, nachdem sie nicht mehr Grundlage der Ermittlung des Ertragswertes war, so dass auch diesbezüglich keine Anordnung zur Vorlage aufgrund von § 7 Abs. 7 SpruchG getroffen werden musste.

c. Dies gilt in gleicher Weise für die von der Gesellschaft abgeschlossenen Vergleiche mit öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten. Da der Inhalt der Vergleiche mit den entsprechenden Zahlungsströmen bei der Ermittlung des Ertragswerts nicht in die Planung einfließen musste, war die Vorlage der Vergleichsvereinbarungen wegen fehlender Entscheidungs-erheblichkeit nicht anzuordnen.

d. Ebenso wenig ist eine Vorlage der Fairness Opinion der beiden Investmentbanken und geboten, weil es diesen aus den oben unter B. II. 2. a. (1) (b) (cc) genannten Gründen an der Entscheidungserheblichkeit fehlt.

III.

Über andere Bewertungsansätze oder rechtliche Überlegungen kann sich keine höhere Barabfindung ergeben.

1. Eine Korrektur der so über den maßgeblichen Börsenkurs ermittelten Barabfindung über den Substanzwert ist nicht veranlasst. Er stellt nämlich keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne des § 305 AktG dar und musste deshalb auch nicht gesondert ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtsanspruch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 11.75; Ihlau/Duscha in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 872 f.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewer-

tung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286).

Angesichts dessen musste der Substanzwert wegen fehlender Entscheidungserheblichkeit für die Höhe der Kompensation auch unter Berücksichtigung der Vorschrift des § 26 FamFG nicht ermittelt werden.

2. 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 dem 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 die Zustimmung zu einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht um eine Enteignung handelt (vgl. allgemein BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle). 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 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 64 f.; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az 5HK O 16371/13).

IV.

Für eine Aussetzung des Verfahrens gemäß §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 21 Abs. 1 FamFG, wonach das Gericht das Verfahren aus wichtigem Grund aussetzen kann, insbesondere wenn die Entscheidung ganz oder zum Teil vom Bestehen oder Nichtbestehen eines Rechtsverhältnisses abhängt, das den Gegenstand eines anderen anhängigen Verfahrens bildet, besteht kein Anlass. Die Voraussetzungen dieser Vorschrift sind durch die laufende Sonderprüfung nicht erfüllt. Das Ergebnis der mit Beschluss des Landgerichts München I vom 9.6.2016, Az. 17HK O 6754/15 angeordneten Sonderprüfung muss nicht abgewartet werden, weil es insoweit an der Vorgreiflichkeit fehlt. Eine Vorgreiflichkeit besteht bereits deshalb nicht, weil die Notwendigkeit erheblichen Einflusses auf dieses Spruchverfahren nicht bejaht werden kann. Eine rechtliche Beeinflussung scheitert schon daran, dass sich die Sonderprüfung im Sinne des § 142 AktG vorliegend auf Tatsachen und Sachverhalte bezieht, die im Zusammenhang mit der Übernahme der Kabel Deutschland Holding AG durch die hiesige Antragsgegnerin stehen, die indes – worauf der Beschluss der 17. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München vom 9.6.2015 ausdrücklich hinweist – am 12.9.2013 beendet war. Diese Vorgänge sind allerdings für die Ermittlung des Unternehmenswertes zum Stichtag der Hauptversammlung am 13.2.2014 angesichts des Stichtagsprinzips ohne Bedeutung, worauf bereits oben unter B. II. 2. a. ... hingewiesen wurde. Hierauf kann zur Vermeidung von Wiederholungen Bezug genommen werden. Damit fehlt es aber an der Vorgreiflichkeit, selbst wenn es in Ausnahmefällen zulässig sein sollte, das Verfahren auszusetzen, um eine Klärung des Sachverhalts abzuwarten (vgl. hierzu Sternal in: Keidel, FamFG, 19. Aufl., § 21 Rdn. 14 m.w.N.). Dies gilt insbesondere auch für die vom Antragsteller zu 75) angesprochenen Unterschiede bei der Höhe der Synergien, weil es bei der Übernahme entsprechend den obigen Ausführungen zu einer grundlegend anderen Betrachtung der Bedeutung von Synergien kommt als bei der hier notwendigen Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes auf Stand alone-Basis. Zudem stellt die Sonderprüfung gerade kein anhängiges gerichtliches Verfahren dar, so dass auch der Wortlaut von § 21 Abs. 1 FamFG nicht einschlägig ist. Auch ist zu beachten, dass der gemäß § 145 Abs. 6 AktG zu erstellende Bericht des Sonderprüfers selbst in einem auf sei-

ner Grundlage angestrengten Folgeprozess keine präjudizielle Wirkung hat (vgl. Rieckers/J. Vetter in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 145 Rdn. 179; Mock in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 145 Rdn. 66; Weber in: Mehrbrey, Handbuch Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten – Corporate Litigation, 2. Aufl., § 6 Rdn. 145; Lieder in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7: Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten – Corporate Litigation, 5. Aufl., § 26 Rdn. 172; Bungert/Rothfuchs DB 2011, 1677, 1681). Für eine Einvernahme des Sonderprüfers als Zeugen besteht dann aber erst Recht kein Anlass, weil vor Erstellung seines Sonderprüfungsberichts völlig unklar ist, zu welchem Ergebnis er in der Zukunft gelangen wird. Zudem ist hier wiederum zu beachten, dass sich die Tätigkeit des Sonderprüfers auf Vorfälle im Zusammenhang mit der Übernahme durch die Antragsgegnerin bezieht, was für die Angemessenheit der Barabfindung indes nicht entscheidungserheblich sein kann.

Angesichts dessen konnte eine höhere Barabfindung nicht festgesetzt werden.

C.

Die zulässigen Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs sind jedoch nicht begründet. Auch unter Berücksichtigung der geänderten Marktrisikoprämie errechnet sich kein Ausgleich, der den über das Übernahmeangebot ermittelten Ausgleich nicht erhöhen kann.

1. Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehende Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Aufgrund von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss die Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zusichern, der nach der bisherigen Ertragslage und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angenommener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne

Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden kann.

a. Anders als die Abfindung ersetzt der Ausgleich aber nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende. Maßgeblich ist für seine Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft als unabhängiges, durch einen Ergebnisabführungsvertrag nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ 156, 57, 60 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 = DB 2003, 2168, 2169 = DNotZ 2004, 71, 72 – Ytong; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 54). Als wirtschaftlicher Gewinn ist auch betriebswirtschaftlich der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. Demzufolge ist den Minderheitsaktionären der voraussichtlich verteilungsfähige, durchschnittliche Bruttogewinnanteil als feste Größe zu gewähren, von dem die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung zuzüglich Solidaritätszuschlag in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Diese Auslegung des Begriffs des zuzurechnenden durchschnittlichen Gewinnanteils wird den verfassungsrechtlichen Anforderungen gerecht, wonach der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung durch den Ausgleich wirtschaftlich voll entschädigt werden muss (vgl. nur grundsätzlich BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3770 f. = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = BB 1999, 1778, 1780 = DB 1999, 1693, 1694 f. = JZ 1999, 942, 943 = DNotZ 1999, 831, 833 – DAT/Altana). Dieses Verständnis trägt dem Wesen des Ausgleichs als Substitution der ordentlichen Dividende am besten Rechnung, weil der Aktionär stets den zur Ausschüttung bereit gestellten Bruttogewinn abzüglich der jeweils geltenden gesetzlichen Steuerbelastung des Unternehmens erhält (vgl. BGHZ 156, 57, 61 f. = NJW

2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 f. = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 f. = DB 2003, 2168, 2169 f. = DNotZ 2004, 71, 72 f. – Ytong; OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Ebenso wie die Abfindung kann indes auch der Ausgleich nur durch gerichtliche Schätzung im Sinne des § 287 ZPO ermittelt werden, weil auch hier Prognosen über die künftige Entwicklung anzustellen sind, die naturgemäß noch nicht feststehen und folglich mit Unsicherheiten behaftet sind. Angesichts der theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragserwartungen der Gesellschaft bestehen keine Bedenken, wenn die Ausgleichsforderung üblicherweise durch Verrentung des ermittelten Unternehmenswertes errechnet wird (vgl. BGHZ 156, 57, 63 = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = WM 2003, 1859, 1862 = BB 2003, 2083, 2085 = DB 2003, 2168, 2169 – Ytong; OLG München AG 2007, 287, 291; 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Diese Überlegungen rechtfertigen es, bei der Ermittlung des Ausgleichs grundsätzlich den mit Hilfe der Ertragswertmethode errechneten Ertragswert als Basis heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 834 f. = Der Konzern 2011, 427, 438 f.; OLG Düsseldorf AG 2017, 584, 588). Die umstrittene Frage, inwieweit das nicht betriebsnotwendige Vermögen einfließen muss (so LG Stuttgart NZG 2013, 342, 343; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 50) oder unberücksichtigt zu bleiben hat, weil nur der Ertragswert die bisherige Ertragslage der Gesellschaft und die künftigen Ertragsaussichten entsprechend der Regelung in § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG reflektiert und Vermögenswerte ohne Einfluss auf den Ertrag daher nicht einzubeziehen sind (so die h. M.; vgl. BGHZ 156, 57, 63 f. = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = WM 2003, 1859, 1862 = DB 2003, 2168, 2170 = BB 2003, 2083, 2085 = GmbHR 2003, 1362, 1365 – Ytong; OLG Stuttgart AG 2012, 49, 53; OLG

Frankfurt AG 2012, 513, 517 f. = ZIP 2012, 124, 132; OLG Düsseldorf BeckRS 2016, 21367; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 59; im Grundsatz auch Stephan in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 82; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 12.201), bedarf hier keiner Entscheidung der Kammer, weil der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens so gering ist, dass er weit unter dem zur Ermittlung des Ausgleichs als Basis herangezogenen Preises aus dem Übernahmeangebot liegt. Selbst wenn zu diesem Ansatz keine rechtliche Verpflichtung bestanden haben wird, muss er der Ermittlung des Ausgleichs zugrunde gelegt werden, weil insoweit der das Spruchverfahren beherrschende Grundsatz des Verbots der reformatio in peius gilt.

b. Der geringfügig höhere Börsenkurs kann dagegen für die Ermittlung des Ausgleichs – im Gegensatz zur Abfindung – keine taugliche Basis sein; er bildet beim Ausgleich gerade nicht die Untergrenze. Dies wäre mit dem Wesen der Ausgleichszahlung unvereinbar, wie es oben dargestellt wurde. Der Börsenkurs reflektiert nicht zwingend die künftige Ertragslage und substituiert nicht die Dividende (vgl. BGHZ 166, 195, 201 = NJW 2006, 1663, 1664 = NZG 2006, 347, 349 = AG 2006, 331, 332 = ZIP 2006, 663, 664 = WM 2006, 727, 729 = DB 2006, 830, 831 = BB 2006, 964, 965 = DNotZ 2006, 701, 704; OLG Düsseldorf AG 2017, 584, 588; OLG Frankfurt AG 2015, 504, 507; OLG Stuttgart Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11 – zitiert nach Juris). Angesichts dieses Zwecks des Ausgleichs vermag die Gegenauffassung (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 39) nicht zu überzeugen.

Damit ist aber der Verrentung der Wert von € 84,50 je Aktie zugrunde zu legen.

2. Der angesetzte Verrentungszinssatz von 3,75 % vor Steuern bedarf keiner Korrektur.

a. Dabei kann nicht der volle Zinssatz wie bei der Ermittlung der Abfindung angesetzt werden; vielmehr musste ein Mischzinssatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden. Mit diesem Ansatz wird der für den garantierten Ausgleichsbetrag abnehmenden Risikostruktur Rechnung getragen. Das Risiko des garantierten Ausgleichs liegt unter dem normalen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung, weshalb ein risikoangepasster Verrentungszinssatz herangezogen werden muss. Angesichts einer im Vergleich zum Bewertungsstichtag geänderten Risikostruktur ist es sachgerecht, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisierungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden. Auch wenn der Ausgleich die Dividendenzahlung substituiert, liegt eine andere Risikostruktur vor, weil die Zahlung einer Dividende – anders als der feste Ausgleich – unsicher ist, wohingegen bei der Ausgleichszahlung die Minderheitsaktionäre im Wesentlichen während der Laufzeit des Vertrages dem Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin des Angebots ausgesetzt sind. Die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz ist demgemäß nicht geboten und ergibt sich auch nicht aus dem Zweck des Ausgleichs. Dieser verfolgt nämlich das Ziel, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der ohne den Ergebnisabführungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und demzufolge risikobehaftet, was sich bei der Unternehmensbewertung im Kapitalisierungszinssatz darstellt. Demgegenüber ist der Ausgleichsbetrag vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert. Daher besteht tatsächlich ein geringeres Risiko für den Minderheitsaktionär, das sich dann auch entsprechend allgemein anerkannter betriebswirtschaftlicher Grundsätze in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen muss. Anderenfalls würde die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz auf längere Sicht bei dem risikoärmeren Ausgleich zu einem voraussichtlich höheren Ergebnis führen als die Minderheitsaktionäre bei Erhalt der Dividende ohne den Ergebnisabfüh-

rungsvertrages erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung eines Mischzinssatzes Rechnung (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731 f.; OLG Frankfurt AG 2013, 647, 651; Stephan in Schmidt/Lutter, a.a.O., § 304 Rdn. 85; Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 39; Maul DB 2002, 1423, 1425; im Ansatz auch Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 207 ff.).

(1) Vorliegend kann dieser Mischzinssatz allerdings nicht aus dem risikolosen Basiszinssatz zuzüglich des hälftigen Risikozuschlages angesetzt werden, wie dies üblicherweise geschieht (vgl. LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09), weil dies den Besonderheiten der Vereinbarungen im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Kabel Deutschland Holding AG und der Antragsgegnerin nicht gerecht würde.

(a) Der auf unbestimmte Zeit abgeschlossene Unternehmensvertrag sieht in seiner Ziffer 5.6 nämlich vor, dass im Falle einer Beendigung des Vertrages durch Kündigung nach Ablauf der Annahmefrist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär berechtigt ist, seine zum Zeitpunkt der Beendigung des Vertrages gehaltenen Kabel Deutschland Holding AG-Aktien zu dem Preis, der gegebenenfalls nach rechtskräftigem Abschluss eines Spruchverfahrens als angemessen festgesetzt wurde, zu veräußern, wobei eine Erwerbsverpflichtung der Antragsgegnerin besteht.

In dieser Situation aber ist – im Gegensatz zu den regelmäßig zu beobachtenden Vertragsgestaltungen, die eine derartige Regelung nicht aufweisen – das Risiko der Vertragsbeendigung angesichts des Wiederauflebens des Abfindungsanspruches begrenzt. Wenn es zu einer Kündigung des Beherrschungs-

und Gewinnabführungsvertrages kommen sollte, haben die außenstehenden Aktionäre dieses befristete Veräußerungsrecht, wodurch sich ihr Risiko im Wesentlichen auf das Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin reduziert. Angesichts dieses Rechts werden sie – anders als im Regelfall – nicht gezwungen, Aktionär der Gesellschaft zu bleiben und auf Dividenden einer Aktiengesellschaft angewiesen zu sein, die gegebenenfalls nach aufgrund von § 308 AktG zu befolgenden Weisungen nicht mehr die Ertragskraft hat wie im Zeitpunkt der Zustimmung der Hauptversammlung zu dem Unternehmensvertrag. Somit sind die Aktionäre vor den Folgen einer „Ausplünderung" der Gesellschaft in hohem Maße geschützt, weil sie im Falle einer Kündigung dann die Abfindung so verlangen können, als hätten sie nie den Ausgleich bezogen. Folglich tragen die den Ausgleich wählenden Aktionäre im Wesentlichen nur das Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin. Dieses ist indes angesichts der Patronatserklärung, die von der abgegeben wurde, im Wesentlichen mit dem der identisch. Angesichts dessen bestehen keine grundlegenden Bedenken, wenn dieses Zahlungsausfallrisiko für die Aktionäre aus dem Ausfallrisiko der abgeleitet wird. Selbst bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, in dem der Abfindungsanspruch nicht wieder aufleben soll, wird in der Literatur zutreffend darauf hingewiesen, das Risiko der Ausgleichszahlung gleiche eher dem einer Industrieanleihe, bei der aber nicht einmal die Verlustübernahmepflicht der herrschenden Gesellschaft bestehe. Der Unterschied der dann möglichen anderen Risikostruktur nach dem Ende eines Unternehmensvertrages wird dabei gesehen, weshalb ein Zinssatz zwischen dem Zinssatz für risikolose Anlagen und dem risikobehafteten Kapitalisierungszinssatz gewählt werden muss (vgl. Maul DB 2002, 1423, 1425).

(b) Wenn sich ein Aktionär für den Verbleib im Unternehmen entscheidet, kann dann aber zur Bewertung des Risikos der Ausgleichszahlung auf die am Markt zu beobachtenden Spreads von Unternehmensanleihen der abgestellt werden, weil diese in erster Linie das verbleibende Insolvenzrisiko abbilden und das Auszehrungsrisiko durch die nachträgliche Wahl der Abfindung kompensiert wird (vgl. OLG Frankfurt AG 2012, 513, 517 = ZIP 2012, 124, 132 f.; OLG Düsseldorf BeckRS 2016, 21367; LG Berlin, Beschluss vom 23.4.2013, Az. 102 O 134/06 AktG).

(2) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz des über die von der emittierte Anleihe „VOD 4.65 01/20/2022 Corp." ermittelten Verrentungszinssatz, nachdem die Anleihe einen jährlichen Coupon in Höhe von 4,65 % und eine Laufzeit bis zum 20.1.2022 aufweist – zum Stichtag der Hauptversammlung also noch von nahezu acht Jahren. Die Verzinsung der Anleihe lag zum Stichtag der letzten Abfrage vor der Hauptversammlung am 31.1.2014 bei rund 2,3 %, über einen Zeitraum von August bis Oktober 2013 bei etwa 2,5 %. Für die Ermittlung des Spreads wurde als Referenzgröße die laufzeitäquivalente Spot Rate auf Basis der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank angesetzt, woraus sich eine risikolose Verzinsung in Höhe von rund 1,4 % zum Stichtag bzw. rund 1,6 % über den Durchschnitt von drei Monaten ergab. Daraus errechnet sich ein Risikoaufschlag von 0,9 % für den aussagekräftigeren dreimonatigen Referenzzeitraum. Wenn dann daraus ein Aufschlag von 1 % auf den Basiszinssatz genommen wird, so spiegelt dieser das vergleichsweise geringe Risiko der Konzernobergesellschaft wider. Durch die Auswahl einer in Euro ausgegebenen Anleihe entfällt jegliches Währungsrisiko; vielmehr bildet diese Anleihe ausschließlich das Insolvenzrisiko der ab, auf das durch die Abgabe der harten Patronatserklärung abzustellen ist.

(3) Die gegen diesen Ansatz vorgebrachten Einwendungen vermögen nicht zu überzeugen.

(a) Dies gilt zunächst für das Argument, der Verrentungszinssatz müsse aus dem Kapitalisierungszinssatz der Kabel Deutschland Holding AG hergeleitet werden. Vorliegend geht es nämlich beim Ausgleich gerade nicht um das Risiko der Gesellschaft, sondern um das Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin, das infolge der harten Patronatserklärung mit dem der Konzernobergesellschaft gleichgesetzt werden kann.

(b) Das Risiko der Vertragsbeendigung muss gleichfalls als nicht nennenswert beschrieben werden, weil den außenstehenden Aktionären in diesem Fall vor allem bei der Kündigung des Unternehmensvertrages durch die Antragsgegnerin aufgrund der Regelung in § 5 Abs. 6 des Vertrages ein Anspruch auf Zahlung der Barabfindung eingeräumt wird.

Das Risiko der Aufhebung des Unternehmensvertrages nach § 296 AktG muss als denkbar gering eingeschätzt werden, da dieses ohnehin nicht einseitig erfolgen kann, sondern nur durch eine vertragliche Vereinbarung. Eine derartige Aufhebung des Unternehmensvertrages setzt indes aufgrund der ausdrücklichen Regelung in § 296 Abs. 2 Satz 1 AktG einen Sonderbeschluss der außenstehenden Aktionäre voraus. Von der Teilnahme an diesem Sonderbeschluss sind allerdings von der Obergesellschaft abhängige Aktionäre ebenso ausgeschlossen wie Aktionäre, die die Obergesellschaft beherrschen oder als Treuhänder Aktien für diese halten (vgl. OLG Nürnberg AG 1996, 228, 229; LG Essen AG 1995, 189, 190 f.; Altmeppen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 295 Rdn. 45 f.; Langenbucher in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 295 Rdn. 23 ff.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 295 Rdn. 12; Veil in: Spindler/Stilz,

AktG, a.a.O., § 295 Rdn. 24; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 295 Rdn. 30; im Ergebnis auch Pentz AG 1996, 97, 109, wobei dieser von einem Stimmrechtsverbot ausgeht). Folglich besteht auch nicht die Gefahr einer Umgehung (so ausdrücklich Frankfurt ZIP 2012, 124, 132 f.).

(c) Für den Fall eines Squeeze out ist der Aktionär gleichfalls hinreichend geschützt. Da er aufgrund der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister gemäß § 327 e Abs. 1 Satz 1 AktG seine Stellung als Aktionär verliert, ist er nicht mehr dem Risiko unsicherer Ausgleichszahlungen ausgesetzt, sondern erhält eine dem Unternehmenswert entsprechende Barabfindung, deren Angemessenheit er gerichtlich überprüfen lassen kann. Die Möglichkeit der Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vor der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses muss als eher theoretischer Natur bezeichnet werden, nachdem die Mindestdauer des Vertrages fünf Jahre beträgt und bei einem wirksamen Squeeze out nicht davon ausgegangen werden kann, die Eintragung werde nicht vor Ablauf der fünf Jahre erfolgen, nachdem das Aktienrecht in §§ 327 e Abs. 2, 319 Abs. 6 AktG die Möglichkeit des Freigabeverfahrens eröffnet, bei dem der Beschluss über den Freigabeantrag aufgrund von § 319 Abs. 6 Satz 5 AktG spätestens drei Monate nach der Antragstellung erfolgen soll und das Oberlandesgericht erst- und letztinstanzlich entscheidet (vgl. OLG Frankfurt ZIP 2012, 124, 133).

(d) Eine andere Beurteilung rechtfertigt sich auch nicht aus der Begründung des Beschlusses des Oberlandesgerichts München vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15 (AG 2018, 753, 757 f. = Der Konzern 2019, 279, 284), in dem der 31. Zivilsenat diese Ablei-

tung des Verrentungszinssatzes entgegen dem erstinstanzlichen Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13 aus der Summe des Basiszinssatzes und des hälftigen Risikozuschlages vornahm. Dies beruhte indes auf einer Veränderung des Sachverhalts, der im Zeitpunkt der erstinstanzlichen Entscheidung noch nicht bekannt war und nicht bekannt sein konnte. Der Risiko-Spread der damals gewählten Anleihe bildete nach der Auffassung des 31. Zivilsenats des Oberlandesgerichts München wegen der erst im September 2015 bekannt gewordenen Manipulation der Emissionswerte durch Abschalteinrichtungen und damit wegen bereits bestehender und auch risikorelevanter Faktoren das Risiko der dortigen Konzernmutter nicht mehr zutreffend ab. Für eine derartige Risikoerhöhung bei der Konzernobergesellschaft sind vorliegend irgendwelche Anhaltspunkte weder vorgetragen noch sonst ersichtlich.

(e) Das von den Antragstellerinnen zu 67) und 68) herangezogene Argument über die alleinige Maßgeblichkeit der kapitalisierten Ausgleichszahlung im Falle eines nachfolgenden Squeeze out (so OLG Frankfurt AG 2015, 205, 207 ff. = ZIP 2014, 2439, 2440 ff.) verfängt schon deshalb nicht, weil der BGH dieser Auffassung eine klare Absage erteilt hat. Für die Angemessenheit der Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären ist bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts jedenfalls dann maßgeblich, wenn dieser höher ist als der Barwert der Ausgleichszahlung (so ausdrücklich BGHZ 208, 265, 271 ff. = NZG 2016, 461, 463 ff. = AG 2016, 359, 360 ff. = ZIP 2016, 666, 667 ff. = WM 2016, 711, 713 ff. = DB 2016, 883, 884 ff. = Der Kon-

zern 2016, 233, 234 ff. = MRD 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 ff.).

Gerade weil das Risiko der Minderheitsaktionäre ausschließlich von der Solvenz der abhängig ist, rechtfertigt sich der Vergleich mit der von diesem Unternehmen emittierten Anleihe.

b. Angesichts der Feststellungen im Bewertungsgutachten, dem Prüfungsbericht sowie der ersten ergänzenden Stellungnahme der Vertragsprüfer hat die Kammer keinen Anlass an der Richtigkeit des Spreads der Anleihe der – also der Konzernobergesellschaft – zu zweifeln, im Vergleich zu laufzeitäquivalenten Spot Rates, die auf der Grundlage der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank abgeleitet wurden.

3. Auf der Basis eines Wertes von € 84,50 je Aktie und eines Verrentungszinssatzes von 3,75 % errechnet sich ein Ausgleichsanspruch von € 3,77 brutto für jedes volle Geschäftsjahr. Die Art und Weise, wie der Ausgleich ermittelt wurde, kann nicht beanstandet werden. Die Berechnung berücksichtigt zutreffend den Ansatz, wonach ein Bruttobetrag als Ausgleich geschuldet wird. Ausgehend von dem Nettobetrag von € 3,17 je Aktie wurden sodann die anfallende Körperschaftsteuer sowie der auf diese entfallende Solidaritätszuschlag in Höhe von insgesamt 15,825 % aufgeschlagen, woraus sich dann die jährliche Bruttoausgleichszahlung von € 3,77 je Aktie errechnet. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden und ermöglicht es vor allem, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswertes zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis der oben ermittelten und dargestellten Nachsteuerwertermittlung zurückzugreifen (so ausdrücklich OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Demzufolge kann ein höherer Ausgleich nicht festgesetzt werden.

D.

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. Schuldner der Gerichtskosten ist nach dieser Grundsatzregelung nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragssteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 1 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung der Abfindungsprüfer nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Parametern der Unternehmensbewertung brachte.

   b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 2 SpruchG Anwendung; 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. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen wurde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit. Angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung mit einem nochmals deutlich gesteigerten Erkenntnisgewinn nach sieben Anhörungsterminen mit neun Verhandlungstagen und einer Vielzahl ergänzender Stellungnahmen im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des Prüfungsberichts kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage. Nur in einem solchen Fall kann die Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und

GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13).

c. Soweit die Antragsteller zu 19) und 20) ihre Anträge zurückgenommen haben, unterbleibt eine Kostenentscheidung zu ihren Lasten, weil die Antragsgegnerin zugesagt hatte, keinen Kostenantrag zu stellen. Abgesehen davon wäre nicht erkennbar, dass ihre Anträge offensichtlich unzulässig gewesen wären. Diese beiden Antragsteller sind zudem 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, besteht 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).

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

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

3. Die Beschwerde war hinsichtlich des Ausgleichs zuzulassen aufgrund von §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 61 Abs. 1 FamFG. Da in der Rechtsprechung höchstrichterlich entschieden ist, dass die Wertgrenze des § 61 Abs. 1 FamFG auch im Spruchverfahren gilt (vgl. BGHZ 219, 348, 350 ff. = NZG 2018, 1394, 1395 f. =

AG 2019, 76, 77 f. = ZIP 2018, 2219, 2220 ff. = WM 2018, 2251, 2252 f. = MDR 2018, 1508 f.; OLG München AG 2015, 508, 509 = ZIP 2015, 1166 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 552 = ZIP 2016, 716 f.) und nicht bekannt ist, inwieweit einzelne Aktionäre, die gegebenenfalls Beschwerde einlegen wollen, den Beschwerdewert von € 600,-- erreichen, war über die Zulassung der Beschwerde zu entscheiden. Die Frage der Ermittlung des Verrentungszinssatzes, in den Fällen, in denen eine Vertragsklausel des Inhalts vereinbart wurde, dass im Falle der Kündigung des Unternehmensvertrages durch eine der Parteien der Abfindungsanspruch wieder auflebt, ist in der obergerichtlichen Rechtsprechung noch nicht letztverbindlich geklärt. Von daher muss dieser Frage grundsätzliche Bedeutung beigemessen werden, weil diese in einer unbestimmten Zahl von Verträgen vereinbart werden kann und die daraus abgeleitete Höhe der Abfindung gerade auch mit Blick auf den verfassungsrechtlich über Art. 14 Abs. 1 GG abgesicherten Anspruch auf volle Entschädigung eine Rechtsfrage darstellt. Dabei muss es möglich sein, die Beschwerde in gleicher Weise wie die Revision (vgl. BGH NJW 2004, 3264, 3265 = MDR 2004, 1375, 1376) auf einen Teil des Streitgegenstandes, der Gegenstand eines Teilurteils oder hier eines Teilbeschlusses sein könnte, zu beschränken. Ausgleich und Abfindung sind vorliegend voneinander zu trennen; die Ermittlung des Ausgleichs erfolgte nämlich unabhängig von dem der Barabfindung, weil der Ausgleich gerade nicht über den Ertragswert, sondern über die Höhe des Übernahmeangebots abgeleitet wurde.

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 schriftlichen Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zu-

stellung 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.