

Hanseatisches Oberlandesgericht

Az.: 13 W 87/19

403 HKO 10/18

LG Hamburg



Beschluss

In der Sache

beschließt das Hanseatische Oberlandesgericht - 13. Zivilsenat - durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht die Richterin am Oberlandesgericht und den Richter am Oberlandesgericht am 23.09.2021:

- 1.) Die Beschwerden der Antragsteller zu 9 – 12, 33 – 38, 42, 44 – 48, 50 – 51, 53 – 57 und 63 gegen den Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 26.04.2019 werden zurückgewiesen.
- 2.) Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Gemeinsamen Vertreters nach einem Gegenstandswert von € 200.000; im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt.

Gründe:

I.

Wegen des Sach- und Streitstandes 1. Instanz wird auf die Darstellung in dem angefochtenen Beschluss Bezug genommen.

Die **Antragsteller zu 9 – 12** rügen, dass die Marktrisikoprämie mit 5,5% - gemessen etwa an der Rechtsprechung des OLG München viel zu hoch und andererseits auch das beta mit 0,95 zu hoch sei, da das originäre beta von 0,3 anzusetzen gewesen wäre. Zudem sei der Wachstumsabschlag mit 2,5% für

ein Unternehmen der IT-Branche unvertretbar niedrig. Ihre Rechtsmittel seien auch zulässig: Zum einen sei die Annahme einer Wertgrenze bei Beschwerden nach dem SpruchG von vornherein verfehlt und seien die Regelungen des FamFG insoweit nicht anzuwenden; zum anderen sei die Grenze von € 600 jedenfalls erreicht, da die Beschwerdewerte aller Beschwerdeführer zu addieren seien und allein die von [redacted] vertretenen Antragsteller mehrere tausend Aktien hielten.

Die **Antragsteller zu 33 und 34** beanstanden, dass die Kammer bei der Bemessung des Ausgleichs nicht nur den ungekürzten Kapitalisierungszinssatz angewandt, sondern weitergehende Risikoerwägungen angestellt habe.

Die Kammer hätte hierbei nicht außer Betracht lassen dürfen, dass das bei Kündigung des GuBV wiederauflebende Abfindungsangebot zwei Monate nach der entsprechenden Eintragung im Handelsregister erlösche (Ziffer 5.6 des GuBV). Diese Frist sei so kurz, dass das Wiederaufleben für die Aktionäre praktisch bedeutungslos sei, da ihnen keine Zeit bleibe, hinreichende Informationen zu beschaffen, um informiert über die Annahme des Angebotes zu entscheiden.

Soweit die Kammer den Zinssatz aus der [redacted] Anleihe abgeleitet habe, seien schon deren genaue Bedingungen nicht bekannt. Zu vermuten sei, dass die Inhaber der Anleihe die Zinszahlung jeweils früher, als die Aktionäre die Ausgleichszahlung erhielten. Die den Anleiheinhabern vermutlich gegebene Garantie von [redacted] gewähre zudem eine größere Sicherheit als die Patronatserklärung, da diese keinen Direktanspruch gewähre.

Zudem habe [redacted] ihren Sitz in Irland, womit anzunehmen sei, dass die Zinszahlungen steuerfrei erfolgten, weshalb die Banken sich mit einem niedrigeren Zinskupon zufriedengeben könnten.

Schließlich seien Konstellationen denkbar, in denen außenstehenden Aktionären im Falle eines squeeze-outs für 1,5 Jahre kein Ausgleichsanspruch zustehe (2100).

Schließlich trügen die außenstehenden Aktionäre anders als die Anleihegläubiger ein Verwässerungsrisiko bei künftigen Barkapitalerhöhungen.

Die **Antragsteller zu 35 – 38** beanstanden, dass die Vertragsprüfer die Konditionen und evtl. Nebenabreden der Aktienkäufe aus dem Februar 2017 nicht erforscht hätten, mit denen die Beschwerdegegnerin 62% des Grundkapitals von SinnerSchrader erworben habe. Es habe geklärt werden müssen, ob den Verkäufern neben dem Kaufpreis weitere Zusagen gemacht worden seien.

Ebenso habe hinterfragt werden müssen, ob damit nicht die Planungsrechnung vom 06.09.2017 rein anlassbezogen gewesen sei. Hierfür spreche, dass Umsatz- und EBITDA-Wachstum in der Detailplanungsphase hinter dem der Jahre 2014 – 2016 zurückbleiben sollte, obwohl mit Einbeziehung von SinnerSchrader in _____ Gruppe doch die „Digitalagentur Nr. 1“ habe entstehen sollen. Die Wachstumsannahme von stetig 11,4% p.a. bis 2021 bleibe weit hinter den Erwartungen des Gesamtmarktes von 22,7% (gem. S. 42 des Bewertungsgutachtens) zurück. Die Erklärung der Vertragsprüfer hierfür (Kostensteigerungen) sei unzureichend.

Die Argumentation mit steigenden Personalkosten zur Reduzierung der Fremdleistungsquote verfrage sich nicht mit dem Ansatz steigender Aufwendungen für bezogene Waren und Dienstleistungen von € 9.200.000 auf € 11.700.000. Hierzu passe auch nicht der von 1 auf 1,5% der Umsatzerlöse erhöhte Ansatz von Investitionen.

Ein nachhaltiges Wachstum in der ewigen Rente von nur 2,5% sei ebenfalls nicht plausibel, da doch gerade Synergien durch die Einbindung in _____ -Gruppe zu erwarten seien. Tatsächlich seien auch sämtliche – gleich ob echt oder unecht – Synergieeffekte zu berücksichtigen, da diese nicht erst durch den GuBV, sondern bereits durch die Übernahme der Mehrheit im Februar 2017 eingetreten seien.

Auch müssten sämtliche Vorstandsverträge, insbesondere deren Bonusregelungen, untersucht werden, denn erst aus diesen würden sich die wirklichen Zielvorgaben für SinnerSchrader ergeben.

Hinsichtlich des Kapitalisierungszinsatzes erheben sie die gleichen Einwendungen wie die Antragsteller zu 9 – 12 und beanstanden zudem die Heranziehung der Bonität der

Zu berücksichtigen sei auch, dass SinnerSchrader im Juni 2019 ein mit € 13,40/Aktie weit über dem Abfindungsangebot liegendes Angebot im Rahmen eines Delistings angeboten habe.

Der **Antragsteller zu 42** schließt sich lediglich den Beschwerdebegründungen der anderen beschwerdeführenden Antragsteller an.

Die **Antragsteller zu 44 – 48 und 63** beanstanden eine nicht hinreichende Aufklärung der Planzahlen, insbesondere mit Rücksicht auf zu erwartenden Synergieeffekte und halten die MRP mit ähnlicher

Argumentation wie die Antragsteller zu 9 – 12 für über-, den Wachstumsabschlag für untersetzt. Tatsächlich müsse die Planung viel vertiefter untersucht werden und dabei von Seiten der Antragsgegnerin Planbilanzen und Plan-GuVs vorgelegt werden.

Auch müsse der aktuelle Wert der Aktien – auch wenn nur Handel im Freiverkehr stattfindet – entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin sehr wohl berücksichtigt werden – auch er spiegele den Wert einer Aktie wider.

Die **Antragsteller zu 50 und 51** rügen, dass die Ausgleichszahlung nicht als praktisch risikolose jährliche Zahlung eingeschätzt werden dürfe, da das herrschende Unternehmen auch die Möglichkeit habe, das beherrschte restlos auszuhöhlen und nur eine wertlose Hülle zurückzulassen; dies zwingt dazu, keinerlei Abschläge auf die künftigen Ertragsaussichten mit Rücksicht auf eine angebliche höhere Sicherheit des Ausgleichs vorzunehmen. Auch eine etwa besonders hohe Bonität des herrschenden Unternehmens ändere hieran nichts, insbesondere dürfe nicht der Anleihezinssatz der von diesem Unternehmen begebenen Anleihen bei der Ermittlung des Ausgleichsbetrages berücksichtigt werden. Es sei unzulässig, auf diesem Wege praktisch die von den außenstehenden Aktionären erworbenen Aktien in Anleihen umzuwandeln.

Die **Antragsteller zu 53 – 57** beanstanden gleichfalls die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes mit ähnlicher Argumentation wie die Antragsteller zu 9 – 12 und bringen weiter vor, dass entgegen der Empfehlung des FAUB des IdW die Marktrisikoprämie vor Steuern anzusetzen sei (2122).

Der **Gemeinsame Vertreter** hält Barabfindung und Ausgleichsbetrag ebenfalls für zu niedrig: Er hält die MRP mit gleicher Argumentation wie die Antragsteller zu 9 – 12 für zu hoch und ist der Auffassung, dass das unternehmenseigene beta von 0,95 hätte angesetzt werden müssen und der Wachstumsabschlag mindestens bei 3% liegen müsse.

Nicht plausibel sei der Ansatz steigender Personalkosten (von € 63.000 p.a. und Kopf 2014/2015 auf € 78.000 in 2020/2021). Gleiches gelte für die Entwicklung der Fremdleistungsquote – im Hinblick auf den beabsichtigten Personalaufbau müsse diese sinken. Bei der Wachstumsprognose von nur 2,5% seien Synergien durch die Einbindung in die Gruppe nicht berücksichtigt worden. Schließlich sei ein Sondervermögen von € 2.800.000 nicht erforderlich.

Die **Beschwerdegegnerin** verteidigt die angefochtene Entscheidung.

Die Planung der Nettoumsatzerlöse sei plausibel: Für 2014/15 – 2016/17 seien durchschnittlich 12% für 2017/18 – 2019/2020 durchschnittlich 11,4% angesetzt worden; für die ewige Rente ein weiter erhöhter, nachhaltiger Wert von € 80.370.000. Das Unternehmen habe diese Werte konkret auf Basis einer Projektvorschau, von Kundenstruktur und Vertriebsaktivitäten sowie Kapazitäten von SinnerSchrader zutreffend erstellt. Der bloße Verweis auf stärkere Wachstumserwartungen bezogen auf den Gesamtmarkt ändere hieran nichts, insbesondere, da in den Jahren 2014 – 2017 tatsächlich ein durchschnittliches Wachstum von 12% erzielt worden sei (Vertragsbericht Anl. AG 1, Rn. 344). Eine noch weitere Einbeziehung der Vergangenheit (konkret 2013/2014) sei nicht nötig gewesen, eine Vergangenheitsbetrachtung von 3 – 5 Jahren ganz üblich.

Unechte Synergieeffekte seien nach dem Vertragsbericht (Anl. AG 1, Rn. 314 ff.) hinreichend berücksichtigt worden, darüber hinausgehende Maßnahmen nicht im Sinne der „Wurzeltheorie“ eingeleitet gewesen; echte Synergien seien von vornherein nicht zu berücksichtigen.

Der steigende Aufwand für Waren und Dienstleistungen sei sachgerecht: Bei steigenden Umsatzerlösen stiegen die Kosten für Freelancer, diese allerdings in der Planphase mit 7,6% deutlich geringer, als in der Vergangenheit mit 22%.

Der steigende Personalaufwand (25% in fünf Jahren) sei mit Rücksicht auf das allgemein zu erwartende Lohnwachstum von 15% in diesem Zeitraum und den starken Wettbewerbsdruck in der IT-Branche plausibel. Denn tatsächlich sollte die Zahl der Mitarbeiter von 475 auf 616 steigen und sei der Anstieg des Pro-Kopf-Aufwandes von € 63.000 auf € 78.000 p.a. auf Grund von Gehaltserhöhungen gerechtfertigt, mit der der starken Mitarbeiterfluktuation in der IT-Branche habe entgegengewirkt werden sollen. Im Übrigen liege dieser Anstieg mit 2,8% unter demjenigen im Vergangenheitszeitraum von 6,1%.

Die Fremdleistungsquote sei ebensowenig zu beanstanden, dies schon weil sie im Detailplanungszeitraum mit 14,4 – 14,9% unter der Ist-Quote der Vorjahre von 16,4 – 17,9% angesetzt worden sei. Die leichte Anhebung auf 15,5% in der ewigen Rente beruhe darauf, dass die Ist-Werte der Vergangenheit über der jeweiligen Planung gelegen hätten und zudem in der ewigen Rente mit

einer erhöhten Auslastungsquote der Mitarbeiter von 70% gerechnet worden sei (AG 2, S. 41 f.).

Auch der Ansatz der Personalakquisekosten im Planjahr 2017/2018 mit € 6.362 pro Kopf sei nicht zu beanstanden, da sie nur leicht über dem Ist-Wert des Jahres 2016/17 mit knapp € 6.000 liegen würden.

Gleiches gelte für den Anstieg der Investitionssumme: Die Erhöhung im ersten Planjahr sei auf Ausbau und Renovierung der Büroräume in Hamburg zurückzuführen, die zwingend nötig gewesen sei, da SinnerSchrader aus den alten Räumen herausgewachsen sei und zudem ja eine Verstärkung der Personals geplant gewesen sei.

Die Planung von SinnerSchrader sei auch nicht „anlassbezogen“ gewesen: Dass die von in den Aufsichtsrat entsandten Personen tatsächlich irgendeinen Einfluss auf die vom Vorstand erstellte Planung genommen hätten, sei schon nicht dargelegt.

Insgesamt sei die Planung jedenfalls unter Berücksichtigung des zweifelsfrei bestehenden planerischen Ermessens des Vorstandes nicht zu beanstanden.

Auch der Kapitalisierungszinssatz sei richtig gewählt.

Der Ansatz der MRP mit 5,5% entspreche der zum Stichtag aktuellen Empfehlung des FAUB. Diese sei fachlich richtig und von der obergerichtlichen Rechtsprechung weithin akzeptiert.

Soweit die Antragsteller sich gegen die Annahme einer letztlich gleichbleibenden Gesamtrenditeerwartung bei sinkendem Basiszinssatz wendeten, sei dies nicht gerechtfertigt, wie kürzlich veröffentlichte Untersuchungen (insbesondere Castadello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPG 2018, 806, 814 f.) zeigten. Es sei nicht erforderlich, bei der Ableitung des Mittelwertes der MRP die individuelle Ausschüttungsquote von SinnerSchrader von 70% zu Grunde zu legen, denn entscheidend sei die Ausschüttungsquote des Marktes (da eben eine allgemeine MRP abgeleitet werden solle), nicht das individuelle Ausschüttungsverhalten eines Unternehmens.

Auch das beta sei mit 0,95 korrekt hergeleitet worden. An das individuelle beta von SinnerSchrader habe mangels hinreichender Liquidität der Aktie nicht angeknüpft werden können, weshalb nur die Ableitung über eine peer group geblieben sei.

Auch der Wachstumsabschlag von 2,5% sei nicht zu beanstanden. Er liege deutlich höher, als in den meisten Spruchverfahren, in denen aktuell meist ein Wert von 1% gewählt werde. Weiteres reales

Wachstum sei in der Phase der ewigen Rente nicht zu berücksichtigen gewesen, da mögliche strukturelle Änderungen schon in der Detailplanungsphase berücksichtigt worden seien: So sei in der Detailplanungsphase mit einer deutlichen Verbesserung der Marge gerechnet worden. Auch nominales Wachstum sei in der ewigen Rente nicht mehr zu erwarten – obwohl künftig mit einem schwieriger werdenden Wettbewerbsumfeld zu rechnen sei, sei bereits davon ausgegangen worden, dass es SinnerSchrader weiterhin gelingen werde, um ca. 2,5% p.a. erhöhte Tagessätze durchzusetzen, was gerade genüge, um insbesondere steigende Personalkosten aufzufangen.

Soweit Antragsteller zu den Sonderwerten rügten, dass eine Liquidität von € 2.800.000 nicht betriebsnotwendig sei, treffe dies nicht zu – der Vorstand habe sich entschieden, ein Zwölftel der jeweiligen Personalkosten mit ca. € 2.800.000 vorzuhalten; dies sei von der unternehmerischen Planungsfreiheit gedeckt.

Die Abfindung sei auch nicht mit Rücksicht auf den Börsenkurs anzuheben, vielmehr sei der auf den relevanten Referenzzeitraum bezogene gewichtete Durchschnittskurs mit € 9,62/Aktie korrekt ermittelt worden. Vorerwerbe aus dem Februar 2017 seien nach gefestigter Rechtsprechung irrelevant.

Gleiches gelte, soweit die SinnerSchrader AG im Juni 2019 ein Delisting Erwerbsangebot von € 13,40/Aktie gemacht habe – dies schon deshalb, weil bezogen hierauf der allein relevante Stichtag schon 1 ½-Jahre zurückliege.

Hinsichtlich des Ausgleichsbetrages sei zutreffend der Kapitalisierungszinssatz nicht in voller Höhe angewandt worden – denn es sei zutreffend, dass die stets anfallende Ausgleichszahlung weniger risikobehaftet sei, als eine – nur eventuell – gezahlte Dividende. Jede andere Betrachtung würde das Risiko der Planverfehlung allein dem herrschenden Unternehmen aufbürden.

Da die außenstehenden Aktionäre einerseits vom Risiko des Ausbleibens der Dividende befreit seien, andererseits für sie aber das Risiko einer Kündigung des GuBV bestehe, sei es sachgerecht, ihnen weder den vollen Kapitalisierungszinssatz zuzurechnen, noch schlicht auf den (risikofreien) Basiszins zurückzufallen. In der Praxis weit verbreitet sei der Mittelwertansatz (so WP-Handbuch, Bd. 2, 14. Aufl. 2014, Rn. A 503). Vorliegend sei zu beachten, dass das Kündigungsrisiko für die außenstehenden Aktionäre durch das Wiederaufleben des Abfindungsrechts im Falle der Kündigung deutlich reduziert

sei. Hiergegen könne nicht angeführt werden, dass gem. § 305 Abs. 4 S. 3 AktG ohnehin bei laufendem Spruchverfahren noch die Möglichkeit der Annahme des Abfindungsangebots bestehe – schließlich gebe es auch den Fall, dass ein Spruchverfahren nicht durchgeführt werde, womit die Put-Option dann wichtig werde.

Es sei auch sachgerecht, als Parameter auf den für eine Unternehmensanleihe der gezahlten (hypothetischen und an offengelegten Kreditangeboten der Banken der orientierten) Zins abzustellen, denn wirtschaftlich entspreche die Wahl des Ausgleichsanspruchs – da der Abfindungsbetrag damit nicht zur Auszahlung komme – einer Kreditgewährung und zwar vorliegend wegen der harten Patronatserklärung der an das herrschende Unternehmen. Diese gewähre den außenstehenden Aktionären einen direkten Anspruch gegen Im übrigen wiesen Unternehmensanleihen auch Risiken auf, die bei Ausgleichszahlungen nicht bestünden (Rn. 210 des Schriftsatzes der Antragsgegnerin vom 08.11.2019, Bl. 2218 d.A.). Entgegen Auffassung einiger Antragsteller bestehe auch bei Kapitalerhöhungen zu einem Kurs über Abfindung kein Verwässerungsrisiko für die außenstehenden Aktionäre, da nach § 4 Abs. 6 S. 2 ihr Anspruch sich auch auf neu entstehende Aktien erstrecke.

II.

Die zulässigen Beschwerden der Antragsgegner bleiben in der Sache ohne Erfolg.

1.) Zum Abfindungsanspruch

- a) Soweit verschiedene Antragsteller rügen, dass das Wachstum des zu bewertenden Unternehmens mit im Schnitt 11,4% p.a. im Detailplanungszeitraum deutlich geringer angesetzt wurde, als das für die gesamte Branche mit 22,7% p.a. erwartete Wachstum, dringt dieser Einwand nicht durch.

Dieser Hinweis in der gutachtlichen Stellungnahme von (im folgenden Gutachten) ist von vornherein nicht geeignet, ernsthafte Zweifel an der Planung des

Wachstums der Umsatzerlöse zu rechtfertigen. Die Antragsteller lassen insoweit außer Betracht, dass sich die Erwartung eines Wachstums von 22,7% auf den „europäischen Gesamtmarkt für digitale Strategie- und Agenturdienstleistungen“ bezieht (Gutachten Rn. 188), während SinnerSchrader vornehmlich für in Deutschland ansässige Unternehmen tätig ist (Gutachten Rn. 66), womit offenkundig die gesamteuropäische Wachstumserwartung nicht schlicht übertragen werden kann. Dies umso mehr, als zum Stichtag am deutschen Markt erheblicher Konsolidierungsdruck bestand (Gutachten Rn. 183), während im Ausland dieser Prozess offenbar schon weiter fortgeschritten war (Gutachten Rn. 181). Ebenso ist plausibel dargelegt (Gutachten Rn. 189 – 191), dass künftig der festgestellte Trend zum Aufbau eigener IT-Teams durch Unternehmen bzw. eine stärkere Stellung von großen international aufgestellten Beratungsunternehmen Druck auf die von kleineren Unternehmen – wie SinnerSchrader – zu erzielenden Stundensätze entfalten werde.

Entscheidend für die Plausibilität des Planungsansatzes spricht jedoch, wie die Kammer zutreffend ausgeführt hat (S. 19 des angefochtenen Beschlusses), dass die vom Unternehmen in den Geschäftsjahren 2014/15 – 2016/17 erzielten Ist-Steigerungen des Gesamtumsatzes bei 12% und damit nur minimal über dem Ansatz für die Detailplanungsphase liegen – im Hinblick auf den zu erwartenden, sich verschärfenden Wettbewerbsdruck (s.o.) ist die Annahme einer geringfügig geringeren Steigerungsrate – die im Übrigen gemessen an den gesamtwirtschaftlichen Erwartungen immer noch exorbitant hoch ist – nachvollziehbar. Insoweit sind die außenstehenden Aktionäre auch nicht dadurch benachteiligt worden, dass die Vergangenheitsanalyse nicht – wie sonst vielfach bei Unternehmensbewertungen – auf die letzten drei Geschäftsjahre ausgedehnt wurde: Nach den Ausführungen der sachverständigen Prüfer hätte bei Einbeziehung des Jahres 2013/2014 der Wert für die Nettoumsatzsteigerung noch niedriger, nämlich bei unter 10% p.a. gelegen (Sitzungsprotokoll des Landgerichts vom 17.01.2019, S. 10 Mitte).

Ansatzpunkte dafür, dass – wegen des Prinzips der stand-alone-Bewertung allein relevante – unechte Synergieeffekte der Zusammenarbeit mit der Gruppe als einem der o.g. Global Player im IT-Beratungsgeschäft bei der Bewertung von

SinnerSchrader nicht hinreichend berücksichtigt worden wären, bestehen nicht.

Im Prüfungsbericht der (im Folgenden: Bericht ergibt sich, dass zwar eine gezielte Untersuchung der unechten Synergien nicht stattgefunden hat, aber nach den vorliegenden Erkenntnissen davon auszugehen sei, dass diese sich in den Planumsätzen mit nicht mehr als einem mittleren einstelligen Millionenbetrag auswirken könnten und insoweit in die Planung eingeflossen sind (Bericht S. 49/50), wie die sachverständigen Prüfer bei ihrer Befragung bestätigt haben (Protokoll des Landgerichts vom 17.01.2019, S. 13 Mitte).

Soweit verschiedene Antragsteller argumentieren, dass die sich aus dem Zusammengehen mit dem Global Player ergebenden Chancen nicht hinreichend berücksichtigt worden seien, werden Ansätze für mögliche unechte Synergieeffekte nicht aufgezeigt, sicherlich denkbare echte Synergien sind hingegen von vornherein unbeachtlich („Stand-alone“-Bewertung).

Insoweit zeigt sich auch kein Ansatz für weitere amtswegige Ermittlungen zur Planungsrechnung – insbesondere ist entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 35 – 38 nicht deren Spekulationen (S. 2 des Schriftsatzes vom 25.07.2019, Bl. 2108 d.A.) nachzugehen, wonach die „genauen Konditionen und evtl. Nebenabreden der Aktienkäufe vom Februar 2017“ zu erforschen wären.

Denn tatsächlich zeigen die Beschwerdeführer keinerlei Anhaltspunkte dafür auf, dass die von den Gutachtern gewürdigte Planung aus dem September 2017 „rein anfassbezogen“ gewesen sei: Hinsichtlich der in der Beschwerdeinstanz als unplausibel gerügten Einzelpunkte (dazu s.u.) ergeben sich gerade keine signifikanten Brüche zwischen den bekannten IST- und den Planwerten, die einen Schluss auf die Anlassbezogenheit der Planung liefern könnten.

Tatsächlich gründen die Antragsteller zu 35 – 38 ihre Vermutung im Kern darauf, dass nicht nachvollziehbar sei, weshalb SinnerSchrader schwächer als der Gesamtmarkt wachsen solle: Dies aber trifft – wie ausgeführt – nicht zu. Die Argumentation, dass doch jedenfalls die „Konzerneinbindung in die weltweit agierende -Gruppe“ gerade dazu führen solle, dass „die Digitalagentur Nr. 1 im deutschsprachigen Raum

... entstehen“ solle (aaO., S. 3 vorl. Absatz) ist – wie ebenfalls schon dargelegt – von vornherein irrelevant, da sie auf echte Synergieeffekte abzielt und jedenfalls nichts zu am Stichtag in der Wurzel angelegten Synergien hergibt. Die Antragsteller zu 35 – 38 vermuten lediglich, dass es im zeitlichen Umfeld des Erwerbs der Aktienmehrheit durch doch Vereinbarungen gegeben haben müsse, die dann „am Bewertungsstichtag bereits integraler Gegenstand der wirtschaftlichen Realität von SinnerSchrader gewesen“ seien (Schriftsatz der Antragsteller zu 35 – 38 vom 27.03.2020, dort S. 4, Bl. 2242 d.A.) – hieraus ergibt sich kein hinreichender Ansatz für Ermittlungen, es bleibt völlig unklar, was für Vereinbarungen welcher Parteien welche Abreden enthalten könnten, die einen Rückschluss auf das Bestehen weiterer unechter Synergieeffekte erlauben würden.

- b) Soweit verschiedene Antragsteller die angesetzte deutliche Steigerung der Personalkosten im Detailplanungszeitraum (12,1%) als unplausibel rügen, insbesondere, da zugleich die Fremdleistungsquote nur von 17,9% auf 14,9% zurückgeführt werden solle, folgt der Senat dem nicht.

Insoweit ist zu beachten, dass das Gericht im Rahmen des Spruchverfahrens nicht etwa befugt ist, planerische Ermessensentscheidungen des Unternehmens durch sein eigenes Ermessen zu ersetzen – es ist lediglich unterstützt durch die Expertise der sachverständigen Prüfer befugt, die Entscheidungen des Unternehmens auf Plausibilität zu überprüfen und dabei insbesondere die insoweit regelmäßig zu Grunde liegenden Prognosen darauf zu hinterfragen, ob sie in sich schlüssig und vertretbar sind.

Dies aber ist hinsichtlich der Personalkosten und der Fremdleistungsquote der Fall. Die angesetzte Steigerung des Personalaufwandes pro Kopf binnen fünf Jahren von € 63.000 auf € 78.000 ist plausibel – eine Steigerung von 5% p.a. ist plausibel.

Hierfür spricht nicht allein die sicherlich zutreffende Einschätzung der Kammer, dass aus Sicht des Stichtages ein Ansteigen des allgemeinen Lohnniveaus um 3% zu

erwarten sei, weshalb der Aufwand für die von SinnerSchrader benötigten raren Spezialisten noch höher liegen werde. Entscheidend wird dies dadurch bestätigt, dass der fragliche Wert bezogen auf die Erfahrungen der Vergangenheit nicht aus dem Rahmen fällt: Nach dem Gutachten war es im Geschäftsjahr 2016/2017 tatsächlich bereits zu einem Anstieg der Aufwendungen je Mitarbeiter von € 68.000 auf € 72.000 und mithin zu einer Steigerung um 6,1% gekommen (Rn. 89). Zudem liegt die Plan-Personalaufwandsquote der Planjahre mit durchschnittlich knapp 62% nicht allzuweit über der tatsächlich festgestellten Quote der Ist-Jahre (2014/15 – 2016/17) von durchschnittlich ca. 60,2% (Gutachten Rn. 313).

- c) Soweit verschiedene Antragsteller rügen, dass vor dem Hintergrund der steigenden Personalkosten der Rückgang der Fremdleistungsquote auf immer noch 14,9% zu gering angesetzt sei, kann dies nicht überzeugen, da gegenüber der Ist-Quote der Geschäftsjahre 2014/15 – 16/17 von durchschnittlich 17,5% immerhin ein Rückgang um 2,6% - also fast 15% - prognostiziert ist.
- d) Die Kammer hat den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5% zutreffend nicht beanstandet.

Auch hinsichtlich der Bemessung der MRP gelten die allgemeinen Grundsätze der Wertermittlung im Rahmen eines Spruchverfahrens: Die Bestimmung eines exakten, allein „richtigen“ Unternehmenswertes ist unmöglich, insbesondere kann eine exakte Bestimmung allein aufgrund wissenschaftlich exakter Ableitungen nicht erfolgen, vielmehr erfordert der Bewertungsprozess eine Vielzahl von Prognoseentscheidungen und Ableitungen von Werten, deren Bestimmung - wie insbesondere zur MRP - zahlreichen wissenschaftlichen Kontroversen unterliegt, die nicht durch die Gerichte entschieden werden können. Damit ist das Gericht gezwungen, auf eine Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zurückzugreifen. Hinsichtlich der meisten der zahlreichen einzelnen, in die Bewertung einfließenden Parameter, aber auch hinsichtlich des Endergebnisses letztlich entscheidend ist, ob sie bzw. es vertretbar und widerspruchsfrei hergeleitet wurden.

Dem Senat ist aus zahlreichen in den letzten zwölf Jahren von ihm entschiedenen Spruchverfahren bekannt, dass hinsichtlich der „Ableitung“ der Marktrisikoprämie diverse Studien zu ebenso diversen Ergebnissen gelangen und sich mithilfe einer angeblich rein empirisch/statistischen Ableitung nahezu beliebige Werte der Marktrisikoprämie mit enormen Spannbreiten begründen lassen. Dabei hängen die höchst unterschiedlichen Resultate insbesondere davon ab, welcher historische Zeitraum betrachtet wird und welche Konjunkturphasen damit in der Ableitung abgebildet werden und weiter von bestimmten methodischen Vorgaben in der Ableitung (insbesondere hochstreitig für den Ansatz des arithmetischen oder aber des geometrischen Mittels)(vgl. zu den Streitständen etwa Peemöller (Hrsg), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, S. 394 - 397; vgl. die tabellarische Darstellung bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 119 mit Werten von -2,50 - + 10,43% bei Ableitung aus dem arithmetischen und -4,80 - + 7,70% bei Ableitung aus dem geometrischen Mittel, wobei im Nachgang zahlreiche weitere Studien mit ebenfalls stark differierenden Resultaten hinzugekommen sind).

Vor diesem Hintergrund hält der Senat an seiner ständigen Rechtsprechung fest, wonach den Empfehlungen des FAUB des IdW in der Praxis der Unternehmensbewertung ganz erhebliche Bedeutung zukommt, da durch sie die Einschätzung des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer wiedergegeben wird, dessen Angehörigen nahezu stets die Ermittlung von Unternehmenswerten obliegt.

Mangels besserer Erkenntnismöglichkeiten ist es aus Sicht des Senats daher grundsätzlich im Rahmen der Schätzung des Unternehmenswertes entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO nicht zu beanstanden, wenn im Rahmen einer Unternehmensbewertung auf den jeweiligen Mittelwert der zum Bewertungsstichtag geltenden Empfehlung des FAUB des IdW zurückgegriffen wird - ein Verfahren losgelöst von den Empfehlungen des IdW, wie es verschiedenen Antragstellern vorschwebt, bietet keinerlei bessere Erkenntnismöglichkeiten, geschweige denn eine höhere Richtigkeitsgewähr. Vor diesem Hintergrund ist es auch nicht geboten, durch ein seitens des Senats in Auftrag zu gebendes Gutachten zur MRP den zahlreichen

schon existierenden und unter den Parteien hinsichtlich ihrer Richtigkeit hochstreitigen Studien eine weitere hinzuzufügen.

Soweit verschiedene Antragsteller (Insbesondere die Antragsteller zu 35 – 38, Schriftsatz vom 27.03.2020, S. 6, Bl. 2242 d.A.) vorbringen, dass der BGH mit seinen zum Energiewirtschaftsrecht ergangenen Entscheidungen vom 09.07.2019 (BGH EnVR 41/18 und 52/18) den Empfehlungen des FAUB des IdW eine Absage erteilt habe, trifft dies nicht zu.

Ganz im Gegenteil führt der BGH vielmehr explizit aus, dass es sich bei dieser Empfehlung „um eine alternativ in Betracht kommende Bewertungsmethode (handele), die dem von der Bundesnetzagentur gewählten Ansatz nicht klar überlegen ist und zu deren ergänzender Heranziehung die Bundesnetzagentur mangels konkreter Anhaltspunkte für die Unangemessenheit des von ihr ermittelten Ergebnisses nicht verpflichtet war“ (BGH EnVR 52/18, Rn. 56).

Damit kann kein Zweifel daran bestehen, dass aus Sicht des BGH auch die Methodik des FAUB des IdW einen tauglichen Ansatz zur Ermittlung der MRP darstellt - es existieren lediglich auch andere taugliche Ansätze. Damit bleibt es dabei, dass nach Auffassung des Senats den Empfehlungen des FAUB zu Recht in der Bewertungspraxis erhebliche Bedeutung zukommt.

Dass die Anwendung der seinerzeitigen Empfehlung des IdW vorliegend etwa erkennbar fehlerhaft oder unplausibel wäre, da aus der Perspektive des Bewertungsstichtages tatsächlich künftig andere Einflüsse zu erwarten gewesen wären (im Sinne von IdW S 1, Tz. 91), ist nicht dargetan und auch sonst nicht ersichtlich.

Vielmehr haben auch offenbar nicht dem - von den Antragstellern durchweg skeptisch beurteilten - IdW nahestehende Autoren gerade unter den Bedingungen nach Eintritt der Finanzkrise retrograd aus realen Renditen des sog. Marktportfolios durchaus eine in etwa gleichbleibende Renditeerwartung der Anleger ermittelt, die bei sinkendem Basiszins die FAUB-Empfehlung zum Ansatz der Marktrisikoprämie nicht unrealistisch erscheinen lässt (vgl. Peemöller-Baetge

/Niemeyer/Kümmel/Schulz, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, S. 396 unten, mit zahlreichen weiteren Nachweisen).

Da zudem nicht ersichtlich ist, weshalb gerade unter den Bedingungen der Finanzkrise Unternehmenswerte - wohlgerne nach dem CAPM ermittelte und damit in erster Linie aus der Ertragserwartung, nicht etwa aus der Marktkapitalisierung abgeleitete Werte - durch die Bank bei allen zu bewertenden Unternehmen (nur aufgrund des sinkenden Basiszinssatzes) steigen sollten, erscheint die Einschätzung des FAUB, der von einer etwa gleichbleibenden Gesamtditeerwartung und damit einer steigenden Marktisikoprämie ausgeht, plausibel.

Dabei kommt es - anders als verschiedene Antragsteller meinen - auf eine mathematisch exakte Umrechnung der Vorsteuer- in die Nachsteuer-MRP nicht an: Die Kammer hat auch insoweit zutreffend begründet, weshalb der Ansatz des Mittelwertes der vom FAUB für die Nachsteuer-MRP angegebenen Spanne hier nicht zu beanstanden ist.

Auch die insbesondere vom Gemeinsamen Vertreter angegriffene Verwendung des betas der peer group- Unternehmen ist nicht zu beanstanden.

Dass entgegen der Einschätzung des Gutachtens (Rn. 383) das unternehmenseigene beta tatsächlich valide gewesen wäre, ist nicht ersichtlich – auch die Beschwerdeführer bringen nicht vor, dass etwa die SinnerSchrader-Aktie entgegen der Feststellungen der Sachverständigen hinreichend liquide gewesen wäre.

Der Einwand des Gemeinsamen Vertreters zur Besetzung der peer group überzeugt nicht: Sicherlich wäre es zu begrüßen, wenn eine peer group nur mit im wesentlichen in Deutschland tätigen Unternehmen hätte besetzt werden können, die auch eine ähnliche Struktur und Umsatzränge wie SinnerSchrader aufweisen – dass auf diesem Wege eine aussagerkräftige peer-group hätte besetzt werden können, ist indes nicht ersichtlich. Damit scheint die sehr umfängliche Betrachtung, die seitens angestellt wurde - 21 weltweit angesiedelte Unternehmen (Gutachten Rn. 416)- durchaus sachgerecht, jedenfalls aber ist nicht ersichtlich, dass die außenstehenden

Aktionäre durch diesen Ansatz in irgendeiner Weise benachteiligt worden sein könnten – dass gerade international aufgestellte Branchenriesen ein tendenziell höheres Risiko aufweisen könnten, als SinnerSchrader, ist mehr als unwahrscheinlich. Schließlich ist hier auch zu berücksichtigen, dass definitorisch ein beta von „1“ dem Marktdurchschnitt entspricht und nicht ersichtlich ist und auch von den Beschwerdeführern nicht dargelegt wird, weshalb das Risiko von SinnerSchrader noch weiter unter dem „Normalwert“ liegen sollte, als 0,95.

Keinerlei Zweifeln unterliegt der – gemessen an der allg. Inflationsrate zum Stichtag Inflationsraten Deutschland: Tabelle der Jahre 1992 - 2021 (finanz-tools.de) sehr hohe Ansatz des Wachstumsabschlags mit 2,5%. Die sachverständigen Prüfern haben in der Anhörung durch das Landgericht bestätigt, dass dieser Wert tatsächlich und sachgerecht aus der individuellen Inflationsrate des Unternehmens und hier in erster Linie aus der Steigerung der Tagessätze in der Vergangenheit abgeleitet wurde (Protokoll des Landgerichts vom 17.01.2019, S. 20/21 – Bl. 1894/1895 d.A.). Anhaltspunkte dafür, dass ein noch höherer Ansatz gerechtfertigt wäre, bestehen nicht und sind auch von den Beschwerdeführern nicht vorgebracht worden. Insbesondere verfängt der Hinweis auf die allgemeine Wachstumserwartung im Digitalbereich (Schriftsatz des Gemeinsamen Vertreters vom 30.03.2020, S. 2 – Bl. 2251 d.A.) hier von vornherein nicht, da die Prognose des Umsatzwachstums nichts mit dem rein inflatorisch bedingten Wachstum zu tun hat.

- e) Entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 35 – 38 gibt auch der im Freiverkehr im Juni 2019 erzielte Kurs der SinnerSchrader-Aktie von € 13,40 keinerlei Anlass zu Zweifeln an der zutreffenden Bestimmung des Abfindungsanspruches: Der zwei Jahre nach dem Stichtag erzielte Kurs ist für die stichtagsbezogene Bewertung vollständig irrelevant. Es sind eine Vielzahl von nach dem Stichtag eingetretenen Entwicklungen denkbar, die diesen Anstieg um ca. € 3,20/Aktie seit dem Sommer 2017 herbeigeführt haben können, insbesondere echte Synergieeffekte aus dem Zusammengehen mit

Rnm. 483 – 486). Die sachverständigen Prüfer haben diesen Ansatz als praxisüblich eingestuft und die Herleitung des Zinssatzes verifiziert (Bericht S. 87/88).

Dier hiergegen erhobenen Einwendungen der beschwerdeführenden Antragsteller überzeugen nicht.

Der Entscheidung BGH II ZB 17/01, Beschluss vom 21.07.2003, „Ytong“, lässt sich nicht entnehmen, dass in jedem Falle und zwingend der volle Kapitalisierungszinssatz, der bei der Ermittlung des Abfindungsanspruches ermittelt wurde, immer und ausnahmslos auch bei der Berechnung des Ausgleichs zu Grunde gelegt werden muss. Vielmehr wird im Beschluss vom 21.07.2003 (zum Ausgleichsanspruch aaO., S. 12/13) mit keinem Wort auf den Umstand eingegangen, dass der Ausgleichsberechtigte wirtschaftlich einem Fremdkapitalgeber gleichsteht; weiter ist nicht ersichtlich, dass der dortige und der hier zu beurteilende Sachverhalt vergleichbar wären, insbesondere wird nicht mitgeteilt, ob auch dort für den Fall der Beendigung des GuBV ein Wiederaufleben des Abfindungsanspruches vorgesehen war.

Auch aus § 305 Abs. 4 S. 3 AktG kann der von den Antragstellern zu 33 und 34 gewünschte Schluss nicht gezogen werden – die Norm verhält sich zu dem vorgenannten Problem in keiner Weise, ob dem Gesetzgeber das Problem der (teilweisen) Freistellung des Ausgleichsberechtigten von den Risiken der Stellung von Eigenkapital bewusst war, ist vollständig offen.

Die Befristung des nach Beendigung des GuBV wiederauflebenden Abfindungsangebotes nach Ziffer 5.6 des Vertrages auf zwei Monate ändert an dem Umstand, dass der Ausgleichsanspruch „sicherer“ ist, als der reguläre Anspruch auf Dividende, nicht das Geringste. Dass es schwierig sein mag, binnen zwei Monaten aktuelle Informationen zur aktuellen wirtschaftlichen Lage des Unternehmens einzuholen, entwertet dieses Recht des Ausgleichsberechtigten nicht, da er sich für die Annahme des auf den Stichtag berechneten Abfindungsangebotes entscheiden kann und ihm damit das Risiko der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens seither abgenommen wird.

Dass die exakte Ausgestaltung einer – zumal nur hypothetischen – Anleihe von nicht bekannt ist, steht einem Rückgriff auf die Bonität dieses Unternehmens (wie sie

durch die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes anhand des Basiszinssatzes und Addition des credit spread der (erfolgt), nicht entgegen. Denn entscheidend ist, dass wirtschaftlich betrachtet die Ausgleichsberechtigten (aufgrund der harten Patronatserklärung der Konzernmutter) wie Gläubiger einer Unternehmensanleihe der (stehen – den entscheidenden Orientierungspunkt liefert damit der Zins einer solchen (hypothetischen) Anleihe, ohne dass es auf weitere (hypothetische) Details, deren konkrete Auswirkungen auf den credit spread ohnehin nicht zu quantifizieren wären, ankäme. Dass Umstände wie die konkrete Ausgestaltung eines Kündigungsrechts, die genaue Fassung einer etwa gegebenen Garantie oder die Tatsache, dass die (in Irland ansässig ist und damit irischem Steuerregime unterliegt, maßgeblichen Einfluss auf die Zinshöhe hätten, ist nicht dargetan und auch sonst nicht ersichtlich, insbesondere hatten auch die sachverständigen Prüfer keine Bedenken, auf den hypothetischen Anleihezinssatz zurückzugreifen, wobei sie überzeugend dargelegt haben, dass es sich insoweit um eine anerkannte Methode handele (wie zudem durch die Kammer im angefochtenen Beschluss weiter belegt wurde).

Der Einwand der Antragsteller zu 33 und 34 zu einem „Verwässerungsrisiko“ bei einer Kapitalerhöhung zu einem Kurs über dem Abfindungswert trifft nicht zu, da gem. § 4 Abs. 6 S. 2 GuBV der Ausgleichsanspruch sich auch auf die im Zuge einer Kapitalerhöhung neu entstehenden Aktien erstrecken würde.

3.) Die Nebenentscheidungen beruhen auf §§ 6 Abs. 2, 15 SpruchG.