

Beglaubigte Abschrift

Landgericht München I

Az. 5HK 7347/15

verkündet am 8. 2. 2017



In dem Spruchverfahren



gegen

wegen Barabfindung



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 7.4.2016 und 12.8.2016 am 7.2.2017
folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Augusta Technologie AG zu leistende Barabfindung wird auf € 33,37 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 17.3.2015 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert der für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu leistende Vergütung werden auf € 1.558.828,50 festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin – die deutsche Tochtergesellschaft der in den Niederlanden ansässigen börsennotierten – hielt im Juli 2014 rund 91 % der außenstehenden Aktien der Augusta Technologie AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) und verkündete darauf aufbauend am 11.7.2014 mittels Ad hoc-Mitteilung, eine Verschmelzung der Augusta Technologie AG auf die Antragsgegnerin und in diesem Zusammenhang einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre anzustreben. Nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrages am 1.12.2014 fasste am 19.1.2015 die Hauptversammlung der über ein In 8.821.064 Stückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 8.821.064,-- verfügenden Gesellschaft den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung von € 31,15 je Aktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen.

Ausweislich von § 2 der Satzung der Augusta Technologie AG (Anlage AG 1) über den Gegenstand des Unternehmens produziert und handelt die Gesellschaft in den Bereichen der Sensorik und der digitalen Datenverarbeitung; zu diesem Zweck darf die Gesellschaft andere Unternehmen gleicher oder ähnlicher Art und Beteiligungen an solchen Unternehmen erwerben und veräußern und den Gegenstand des Unternehmens ganz oder teilweise mittelbar verwirklichen sowie Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten. Die Gesellschaft darf alle Geschäfte vornehmen, die der Errichtung und Förderung des Gesellschaftszwecks dienlich sein können mit Ausnahme von Bankgeschäften im Sinne des § 1 KWG. Die Geschäftstätigkeit der Augusta Technologie AG wird im Wesentlichen in den beiden Segmenten „Vision“ und „Sonstige Geschäftsbereiche“ abgewickelt. Das Segment Vision umfasst die Tochtergesellschaften Allied Vision Technologies GmbH und LMI Technologies, Inc. mit Sitz in Kanada;



hier liefert die Gruppe Digitalkameras und Systeme optischer Sensoren, während das Segment „Sonstige Geschäftsbereiche“ die Dewetron GmbH als Anbieter mobiler Messsysteme für anspruchsvolle Test- und Messanwendungen und die HE System Electronic GmbH & Co. KG umfasst, deren Geschäftsfeld die Elektronikentwicklung über Auftragsfertigung für komplette Geräte bis hin zur serienreifen Produktion von elektrischen Baugruppen wie beispielsweise Temperatursensoren, Mechatronik für Anwendungen im Automobilbereich sowie Sensoren für die Medizinelektronik umfasst.

Bereits am 27.6.2012 hatte [redacted] für die Aktien der seit 1998 im amtlichen bzw. regulierten Markt notierten Augusta Technologie AG ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für die außenstehenden Aktien zu einem Preis von € 23,-- je Aktie unterbreitet. In einem Zeitraum von drei Monaten vor der Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung vom 11.7.2014 betrug der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs nach den Feststellungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht € 27,72.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 19.1.2015 erstellte [redacted] (im Folgenden auch: [redacted]) eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Augusta Technologie AG sowie der angemessenen Barabfindung zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung (Anlage AG 2). Dabei ermittelten die Wirtschaftsprüfer von [redacted] in Anwendung der Ertragswertmethode einen Ertragswert des Unternehmens von € 186,5 Mio., zu dem der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens in Höhe von € 56,7 Mio. hinzu addiert wurde, woraus sich dann ein Wert von € 30,49 je Aktie ableiten ließ. Die Ermittlung der Nettoüberschüsse beruhte dabei auf der die Jahre 2014 bis 2017 umfassenden Detailplanungsphase, an die sich ab 2018 ff. die Ewige Rente anschloss, für die eine E-BITDA-Marge von 17,7 % und eine EBIT-Marge von 13 % angenommen wurde. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzten die Bewertungsgut-



achter von einen Basiszinssatz von 2 % als Basis der Wertermittlung in der gutachterlichen Stellungnahme an, der dann zum Stichtag der Hauptversammlung aktualisiert und mit 1,75 % vor Steuern angesetzt wurde. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde im Jahr 2014 auf 5,83 %, im Jahr 2015 auf 5,94 % sowie auf 6,05 % ab den Jahren 2016 und im Terminal Value jeweils nach Steuern festgesetzt, wobei eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach persönlichen Steuern zugrunde gelegt und der Beta-Faktor über eine Peer Group abgeleitet wurde. Für die Phase der Ewigen Rente gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 1 % aus. Zudem gab es bei der Augusta Technologie AG nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte in Form nicht betriebsnotwendiger Liquidität, eines Grundstücks sowie eines Körperschaftsteuerguthabens von insgesamt € 56,7 Mio. Infolge des Absinkens des Basiszinssatzes auf 1,75 % vor Steuern erhöhte sich ausweislich der Stichtagserklärung vom 19.1.2015 (Anlage AG 3) der Unternehmenswert je Aktie auf € 31,15.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 28.7.2014, Az. 5HK O 14394/14 zur Abfindungsprüferin bestellte

(im Folgenden:) gelangte in Ihrem Prüfungsbericht (Anlage AG 4) vom 17.11.2014 sowie der Stichtagserklärung vom 19.1.2015 (Anlage AG 5) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens von des Prüfungsberichts von sowie der beiden Stichtagserklärungen wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 2 bis AG 5 Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde ebenso wie die Verschmelzung am 10.3.2015 in das Handelsregister der Augusta Technologie AG als übertragende Gesellschaft eingetragen. Die Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der Antragsgegnerin als übernehmender



Gesellschaft erfolgte am 16.3.2015. Die Bekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung am Sitz der übernehmenden Gesellschaft erfolgte gleichfalls am 16.3.2015, während am 26.3.2015 das Amtsgericht München die Eintragung der Verschmelzung bekanntmachte.

Alle Antragsteller waren im Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung Aktionäre der Augusta Technologie AG.

2. Zur Begründung Ihrer spätestens am 16.6.2016 beim Landgericht München I zumindest per Telefax eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.
 - a. Die Notwendigkeit dieser Erhöhung resultiere bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Planannahmen.
 - (1) Bereits allgemeine Planansätze seien unzureichend bei der Planung der Gesellschaft berücksichtigt worden, auf die es Einflussnahmen der Antragsgegnerin mit dem Ziel einer möglichst niedrig festzusetzenden Barabfindung gegeben haben müsse. Zudem fehle es an der hinreichenden Planungstreue in der Vergangenheit. Die notwendigen Abgleichungen mit den aktivierten Geschäfts- und Firmenwerten seien in beiden Geschäftsfeldern der Gesellschaft fehlerhaft unterblieben. Ebenso hätte es im Rahmen der Vergangenheitsanalyse zur Bereinigung von Aufwendungen für Beraterverträge mit den Mitgliedern des Aufsichtsrats kommen müssen.
 - (2) In jedem Fall aber stelle sich die Planung wegen unrealistischer und deutlich zu pessimistischer Annahmen bei der Umsatzplanung als untauglich für Zwecke der Unternehmensbewertung dar. Dies zeige sich schon an der unzureichenden Berücksichtigung des Markts und seiner Entwicklung vor allem im Geschäftsbereich „Vision“, der von



einem hohen Wachstum und hohen Markteintrittsbarrieren geprägt sei. Die nachlassende Dynamik des Umsatzwachstums in der Planung stehe in Widerspruch zum Anstieg der Abschreibungen, wobei sich dies deutlich stärker in der Umsatzentwicklung auswirken müsse. Der Anstieg des Umsatzes sei angesichts des überproportionalen Anwachsens der Aufwendungen für den Vertrieb sowie für Forschung & Entwicklung gerade auch im Personalbereich zu gering angesetzt, zumal es dort auch Skaleneffekte gebe.

Für den Bereich „Vertrieb“ treffe dies besonders das Segment „Sons-tige Geschäftsbereiche“, wo die vollständige Ergebniserosion einen Widerspruch zu Kostendegressionseffekten bei Herstellungskosten bedeute und auch die Auswirkungen der Abschreibungen stärker ins Gewicht fallen müssten, zumal Ausgaben für bezogene Software nicht nachvollziehbar seien. Die mangelnde Plausibilität der Planung zeige sich weiterhin an der deutlich optimistischeren Planung aus dem Jahr 2013. Auch vernachlässige die Planung das Wachstum in den Bereichen Medizin- sowie Verkehrs- und Sicherheitstechnik.

- (3) In Bezug auf die angesetzten Margen beim EBITDA und beim EBIT ergebe sich die fehlende Plausibilität schon aus dem Vergleich mit der Vergangenheit und dem dort zu beobachtenden stetigen Anstieg. Der Aufwand der Gesellschaft für Forschung & Entwicklung erlaube den Rückschluss auf eine Stellung als Marktführer auch in Zukunft mit der Folge zu pessimistisch angesetzter Margen. Angesichts der Aufnahme von Cognex in die Peer Group müsse auch die Marge dieses Unternehmens eine Zielgröße für die Augusta Technologie AG sein.
- (4) Im Verhältnis zum US-Dollar hätte ein niedrigerer Umrechnungskurs als 1,35 zugrunde gelegt werden müssen. Gerade wegen des zum Stichtag der Hauptversammlung niedrigen Kurses von € 1,16 und absehbar fallender Tendenz stelle sich die Planung der Wechsel-



kursannahmen als fehlerhaft dar. Unklar bleibe die Auswirkung der Bewertung der LMI Technologies, Inc. beim Ansatz von Forward Rates. Ebenso hätten Forward Rates Bedeutung für den Erwerbspreis für die 3D3 Solutions Ltd. gehabt.

- (5) Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen könne der Ansatz eines negativen Ergebnisses angesichts eines Überschusses der sonstigen betrieblichen Erträge noch im Jahr 2013 nicht hingenommen werden. Auch bedeute dies einen Widerspruch zur Thesaurierung der Jahresergebnisse. Die Planung lasse zudem den Ansatz von Synergien und die Kooperation zwischen der Gesellschaft und der -Gruppe fehlerhaft außer Betracht.
- (6) Korrekturbedarf bestehe bei der Ewigen Rente schon deshalb, weil eine Konvergenzphase fehle, deren Notwendigkeit sich aus dem Beginn eines neuen Produktzyklus ergebe, nachdem bei einem Teil des Produktportfolios das Ende der Reifephase erreicht sei und bei Dewetron erst im Jahr 2019 ein eingeschwungener Zustand eintreten werde. Jedenfalls müsse im Terminal Value ein höheres EBITDA angesetzt werden angesichts der Auswirkungen des Anstiegs der Aufwendungen für Forschung & Entwicklung. Unklar bleibe der Einfluss des im Prüfungsbericht beschriebenen Maßnahmenbündels auf die Erreichung der angenommenen EBIT-Marge von 13 %. Zudem müsse auch diese erhöht werden, weil der Anteil des höhermargigen Geschäfts „Vision“ steige und dieses in den Jahren 2011 bis 2013 Margen von über 20 % erwirtschaftet habe.
- (7) Bei der Ausschüttung müsse in der Ewigen Rente ein niedrigerer Satz als 50 % angesetzt werden, was sich daraus ergebe, dass in der Vergangenheit diese Quote nie erreicht worden sei.



- b. Die Notwendigkeit der Erhöhung der Barabfindung resultiere aus dem fehlerhaft angesetzten Kapitalisierungszinssatz, der in all seinen Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden müsse.
- (1) Der angesetzte Basiszinssatz widerspreche den aktuell zum Stichtag realisierbaren Renditen für deutsche Bundesanleihen mit maximal 0,91 %. Zudem müsse auf die in die operative Planung aufgenommenen deutlich kürzeren Kreditlaufzeiten bei den von der Gesellschaft aufgenommenen Darlehen abgestellt werden. Angesichts immer wieder auftretender Staatspleiten könne nicht von sicheren Anleihen ausgegangen werden, was sich ebenso an der Existenz von Credit Default Swaps für deutsche Staatsanleihen zeige.
 - (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag herabgesetzt werden, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich hierfür jedenfalls als von vornherein ungeeignet dar, wobei dies vor allem beim Ansatz des arithmetischen Mittels mit einjährigem Wiederanlagehorizont gelte. Keinesfalls dürfe aber unter Hinweis auf den aktuell niedrigen Basiszinssatz die Marktrisikoprämie entsprechend der Empfehlung des FAUB des IDW auf einen Wert von 5,5 % erhöht werden. Zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos müsse zwingend auf den originären Betafaktor der Gesellschaft abgestellt werden; das Heranziehen einer ohnehin fehlerhaft zusammengesetzten Peer Group lasse sich angesichts der großen Streubreite der Betafaktoren der herangezogenen Unternehmen und der wegen der unterschiedlichen Größe fehlenden Vergleichbarkeit nicht rechtfertigen.
 - (3) Zu niedrig angesetzt sei der Wachstumsabschlag mit 1 % im Terminal Value, weil die Gesellschaft einen nicht unerheblichen Teil ihres Wachstums in den USA und in Asien mit höheren Inflationsraten erziele und der niedrige Wachstumsabschlag gerade auch in Wider-



spruch zu den steigenden Aufwendungen für Forschung & Entwicklung stehe. Zudem vernachlässige der niedrige Wachstumsabschlag den Zusammenhang zwischen Inflation und Gewinnwachstum einerseits und der Marktrisikoprämie andererseits.

- c. Unklar bleibe die Art und Weise der Ermittlung des Unternehmenswerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, bei dem sich die Summe der Einzelwerte auf € 57,8 Mio. belaufe. Die Notwendigkeit der Erhöhung der Barabfindung resultiere zudem aus der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Pflichten beim Wechsel des Vorstands und des Leiters der IR-Abteilung zur Antragsgegnerin, weil das ehemalige Vorstandsmitglied der Augusta Technologie AG nahtlos bei der Antragsgegnerin weiterbeschäftigt worden sei und es zudem in der Person des evidente Interessenkonflikte gebe.
 - d. Der für die Barabfindung zu berücksichtigende Börsenkurs liege deutlich über dem Wert von € 31,15 je Aktie; auch nach der Bekanntgabe der Maßnahme habe kein volatiler Verlauf vorgelegen, weshalb auf den 3-Monats-Zeitraum vor der Hauptversammlung abgestellt werden müsse. Auch müsse der Kaufpreis für den Erwerb von Aktien durch die Antragsgegnerin der Abfindung zugrunde gelegt werden.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die mittels der als sachgerecht einzuschätzenden Ertragswertmethode ermittelte Barabfindung von € 31,15 angemessen sei.
- a. Die Notwendigkeit der Erhöhung resultiere insbesondere nicht aus einer fehlerhaft erstellten und unplausiblen Planung.
 - (1) Die für die Unternehmensbewertung herangezogene Planung basiere auf dem üblichen, jährlich durchgeführten Planungsprozess mit ei-



ner Hochrechnung für das Jahr 2014 als erstem Planungsjahr und einer von Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedeten Planungsrechnung für die Jahre 2015 bis 2017, wobei das Jahr 2014 noch als Planjahr habe erfasst werden dürfen. Die Planungsgüte der Gesellschaft zeige sich an der Gegenüberstellung der Plan- und Ist-Werte der Jahre der Vergangenheitsanalyse mit geringen Abweichungen in den Jahren 2012 bis auch 2014; im Jahr 2011 beruhe die größere Abweichung auf nicht vorhersehbaren Erwerben von Tochtergesellschaften. Die vorgenommene Bereinigung stelle sich als sachgerecht dar, wobei es auch in Zukunft zu ohnehin geringfügigen Beratungsleistungen durch Mitglieder des Aufsichtsrats kommen werde, weshalb eine Bereinigung ohnehin entbehrlich sei.

- (2) Das Wachstum der Umsatzerlöse spiegele ebenso wie die Margenentwicklung eine auf realistischen Markterwartungen beruhende Erwartungshaltung wider, wobei die Planung alle zum Bewertungsstichtag erkennbaren positiven Entwicklungen der Weltwirtschaft ebenso vollständig einbeziehe wie die in der speziellen Technologiebranche. Die jährliche Wachstumsrate von 7,9 % liege innerhalb der Bandbreiten, die am unteren Ende vom Markt für diagnostische Bildgebung mit einem CAGR von 3,4 % und am oberen Ende vom Markt für 3 D-Scan-Anwendungen gebildet werde. Allein der Planansatz steigender Umsätze in der Detailplanungsphase nach einem leichten Rückgang um 0,7 % im Jahr 2013 belege die Unrichtigkeit der Annahme einer zu pessimistischen Planung. Die in den Jahren 2011 bis 2013 erzielte durchschnittliche EBITDA-Marge von 18,7 % könne nicht in alle Zukunft fortgeschrieben werden, zumal diese sich auch im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse rückläufig gezeigt habe. Bei bestimmten Kostenpositionen habe es auch in der Vergangenheit einen überproportionalen Anstieg gegeben. Die von der LMI Technologies, Inc. namentlich im asiatischen Raum geplante Umsatzausweitung beruhe auf verstärktem Einsatz von Distributoren, was geringe-



re Preise nach sich ziehe im Vergleich zum Direktvertrieb. Gerade bei der Allied Vision Technologies GmbH mit Produkten in der Reife-phase erfordere die Überarbeitung des Produktportfolios namentlich im Hinblick auf die angebotenen Daten-Schnittstellen umfangreiche Aufwendungen für Forschung & Entwicklung. Ebenso komme es bei der Dewetron GmbH und der HE System Electronic GmbH & Co. KG infolge von Veränderungen im Produktmix bzw. weiterhin rückläufigen Margen und erwarteten niedrigeren Umsätzen mit einem Großkunden zu einem Druck auf die EBIT-Marge. Im Segment „Sonstige Geschäftsbereiche“ komme es nicht zu einer vollständigen Ergebniserosion, nachdem die Umsatzerlöse in den Jahren 2013 und ab 2014 rückläufig gewesen seien und die Gesellschaft ab 2015 dennoch mit positiven Wachstumsraten zwischen 1,8 % und 11,1 % rechne.

Die Abschreibungen seien im gewählten Umsatzkostenverfahren nicht gesondert ausgewiesen, sondern in den einzelnen Kostenkomponenten enthalten und im Bewertungsgutachten nur inhaltlich ausgewiesen. Die Entwicklung der Abschreibungen zeige sich an der nahezu unveränderten Bruttoergebnismarge, die im Jahr 2017 mit 48,7 % nur unwesentlich vom letzten Ist-Jahr 2013 mit 48,8 % abweiche; daher gebe es eine korrespondierende Entwicklung der Herstellungskosten zu den Umsatzerlösen.

Auch die Entwicklung der anderen Kostenkomponenten weise eine nachvollziehbare und folglich plausible Entwicklung auf. Zur Reallsierung weiteren Wachstums und Profitabilität bedürfe es dieser Investitionen und daraus resultierender Abschreibungen, wobei dieses erst das deutlich erhöhte Niveau der Profitabilität im Terminal Value ermögliche.

- (3) Angesichts Ihrer Korrektheit bedürfe es keiner Korrektur bezüglich der Wechselkursannahmen im Verhältnis Euro zum US-Dollar in der



Planungsrechnung. Die Umrechnung der in US-Dollar anfallenden Erträge bei der LMI Technologies, Inc. stelle sich im Hinblick auf die Wechselkurse der Vergangenheit als plausibel dar und führe im Vergleich zum Ansatz der Forward Rates zu die Antragsteller begünstigenden Ergebnissen. Die Annahme des Wechselkurses von € 1,35/US-\$ entspreche auch in etwa den Prognosen einer Reihe anderer Kreditinstitute.

- (4) Ebenso müsse die Planung bezüglich des sonstigen betrieblichen Ergebnisses als plausibel angesehen werden, weil nicht ausschließlich auf das Jahr 2013 zurückgegriffen werden dürfe. Die für die Zukunft angesetzten Ergebnisbelastungen seien angesichts des bei der LMI Technologies, Inc. eingeführten Bonusprogrammes nicht zu beanstanden. Die Thesaurierung könne schon wegen einer Erfassung von Zinserträgen im Finanzergebnis nicht zu einem besseren sonstigen Ergebnis führen. Abgesehen davon komme es bei den innerhalb des Unternehmens eine kapitalwertneutrale Rendite erwirtschaftenden thesaurierten Beträgen nicht zu einer Anlage auf der Bank zum Kapitalmarktzins.
- (5) Die Gesellschaften erwarte keine unechten Synergieeffekte, was vor allem daraus resultiere, dass die -Gruppe die Augusta Technologie AG als eigenständige und unabhängige Beteiligung halte und daher keine operative Integration erfolge. Genannte Einsparungen bezögen sich auf nicht berücksichtigungsfähige echte Synergien wie den Wegfall der Kosten für die Hauptversammlung, die Börsennotiz und das IR-Management.
- (6) Keinerlei Korrekturbedarf gebe es für die Ansätze in der Ewigen Rente, was vor allem für die angenommenen Margen gelte. Die für das Segment „Vision“ angesetzte niedrigere EBITDA-Marge von 21,0 % beruhe auf den aktuellen Entwicklungen in dem Bereich mit dem we-



niger profitablen Distributorenge­schäft und dem Margendruck bei höhervolumigen Aufträgen und entspreche dem Trend dieses Segments. Auch im Segment „Sonstige Geschäftsbereiche“ spiegele die EBITA-Marge den Trend der Detailplanungsphase und bei der Dewetron GmbH auch der Vergangenheitsanalyse wider. Insgesamt liege die in diesem Segment erwartete EBIT-Marge mit 11 % deutlich oberhalb der Erwartungen des letzten Planjahres. Angesichts der Abbildung aller nach dem Jahr 2017 auftretenden Effekte und einer Verdichtung in den EBIT-Beträgen des Jahres 2018 entfalle die Notwendigkeit einer Grobplanungsphase.

- (7) Die Ausschüttungsquote von 50 % im Terminal Value entspreche den empirisch festgestellten Ausschüttungsquoten deutscher Unternehmen mit Werten zwischen 40 % und 70 %; zudem ermögliche nur der Ansatz dieser nachhaltigen Ausschüttungsquote eine widerspruchsfreie Bewertung.
- b. Auch beim Kapitalisierungszinssatz bestehe kein Anpassungsbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre.
- (1) Der auf der Grundlage der nach der Svensson-Methode geschätzten Zinsstrukturkurve hergeleitete Basiszinssatz von angepasst 1,75 % vor Steuern bedürfe keiner Korrektur, weil er der Laufzeitäquivalenz entspreche und es sich bei deutschen Staatsanleihen um quasi-risikolose Anleihen handele, weshalb auch kein Abschlag wegen Credit Default Swaps erforderlich sei.
 - (2) Ebenso zutreffend erfolge die Ermittlung des notwendigerweise anzusetzenden Risikozuschlags mit Hilfe des (Tax-)CAPM, das hierfür allgemein anerkannt sei und die Marktrisikoprämie aus Vergangenheitsdaten unter sachgerecht erfolgter arithmetischer Mittelwertbildung mit einperiodiger Rendite ableite. Angesichts der Verände-



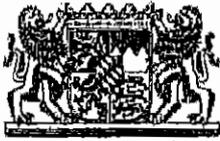
rung der Risikoeinschätzung der Investoren im Zuge der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise führe eine zukunftsorientierte Vorgehensweise unter Berücksichtigung impliziter Kapitalkosten zu einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern entsprechend den jüngsten Empfehlungen des FAUB des IDW. Ein Zusammenhang zwischen VDAX und Marktrisikoprämie bestehe nicht. Der unverschuldete Beta-Faktor sei zutreffend aus einer ordnungsgemäß gebildeten Peer Group von Unternehmen mit hinreichender Liquidität abgeleitet worden. Dem unternehmenseigenen Beta-Faktor könne keine Aussagekraft beigemessen werden, zumal die Aktienkursentwicklung nach dem Übernahmeangebot nicht mehr das operative Risiko der Augusta-Gruppe reflektiere.

- (3) Eine Erhöhung des Wachstumsabschlags von 1 % komme nicht in Betracht, weil nicht davon ausgegangen werden könne, die Gesellschaft werde die allgemeine Erhöhung des Preisniveaus in vollem Umfang auf ihre Kunden umlegen können. Damit sei auch kein Schrumpfen des Unternehmens verbunden, nachdem der Wachstumsabschlag von 1 % einen Mehrgewinn in dieser Höhe bedeute. Auch gebe es keinen Zusammenhang zwischen Inflation und Gewinnwachstum einerseits und der Höhe der Marktrisikoprämie andererseits.
- c. Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Grundstücks stelle sich als angemessen dar; da es hierfür keine konkreten Investitionsvorhaben gebe müsse es dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet werden. Bei liquiden Mitteln zum 31.12.2013 in einem Umfang von € 63,4 Mio. und einem Finanzierungsbedarf von € 9 Mio. in der Phase I errechne sich ein Bestand von € 54,4 Mio. als nicht betriebsnotwendige Liquidität. Stille Reserven seien ebenso wenig aufzudecken und zu berücksichtigen wie der Wert der Marke „Augusta“ als Sonderwert anzusetzen sei. Auch das Bestehen von Ansprüchen wegen angeblicher Pflichtverletzungen des Vor-



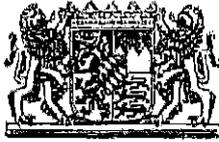
stands der Gesellschaft führe nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung, weil es an derartigen Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit § 15 WpHG fehle.

- d. Der Börsenkurs als Untergrenze der Barabfindung liege mit € 27,72 in dem maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme unterhalb der ermittelten Barabfindung. Das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot stelle sich nicht als Ankündigung der Strukturmaßnahme dar. Auf Vorerwerbspreise könne sich keiner der Minderheitsaktionäre berufen.
4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 27.10.2015 (Bl. 172 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 173 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bekanntmachung dieser Bestellung im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie die Anlassbezogenheit der Planung, die mangelnde Plausibilität von im Vergleich zum Umsatz erheblich stärker ansteigenden Kosten für Marketing und Vertrieb einerseits sowie Forschung und Entwicklung andererseits sowie das Fehlen einer Grobplanungsphase. Zudem hält er beim Kapitalisierungszinssatz den Risikozuschlag für überhöht und den Wachstumsabschlag für zu niedrig angesetzt.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 7.4.2016 und vom 12.8.2016 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von –
- angehört. Ferner hat das Gericht die Abfindungsprüfer mit Beschluss vom 7.4.2016 (Bl. 319 d.A.), vom 8.4.2016 (Bl. 278/280 d.A.), vom 12.8.2016 (Bl. 399 d.A.) und vom 27.10.2016 (Bl. 444/445 d.A.) gebeten, zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung schriftlich ergänzend Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen mit geänderten Parametern



beim Kapitalisierungszinssatz vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 7.4.2016 (Bl. 286/319 d.A.) und vom 12.8.2016 (Bl. 379/399 d.A.) sowie die allen Verfahrensbeteiligten zugestellten schriftlichen Stellungnahmen der Abfindungsprüfer vom 12.5.2016 (Bl. 326/327 d.A.), vom 20.9.2016 (Bl. 404/442 d.A.) sowie vom 17.11.2016 (Bl. 450/455 d.A.).

- c. Die Antragstellerin zu 80) hat mit Schriftsatz vom 16.6.2015, adressiert an das Landgericht München I und dort per Telefax am selben Tag eingegangen, die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung beantragt. Die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I hat sich mit Beschluss vom 7.7.2015, Az. 38 O 10301/15 (Bl. 8/11 d.A. im Verfahren 38 O 10301/15) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren auf Antrag der Antragsgegnerin an die funktionell zuständige 5. Kammer für Handelsachen beim Landgericht München I verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschluss vom 10.7.2015, Az. 5HK O 10301/15 (Bl. 12 d.A. dieses Verfahrens) – wie alle anderen unmittelbar bei dieser Kammer für Handelsachen eingegangenen weiteren Verfahren auch – zu diesem führenden Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5HK O 7374/15 hinzuverbunden.
5. Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 7.4.2016 (Bl. 286/319 d.A.) und vom 12.8.2016 (Bl. 379/399 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet, weil diese auf € 33,37 je Stückaktie festzusetzen ist.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der Augusta Technologie AG im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärseligenschaft kann dabei angesichts der Besonderheiten des auf § 62 Abs. 5 UmwG gestützten umwandlungsrechtlichen Squeeze out indes nicht die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses im Handelsregister der Augusta Technologie AG sein; vielmehr ist die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses am 16.3.2015 in das Handelsregister der Antragsgegnerin maßgebend, weil erst durch diese Eintragung die Minderheitsaktionäre ihre Stellung als Aktionäre der Gesellschaft aufgrund der Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 1 und Satz 7 UmwG verlieren; der Squeeze out-Beschluss wird nach diesen rechtlichen Vorgaben nämlich erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der übernehmenden Aktiengesellschaft, mithin der Antragsgegnerin, wirksam.
2. Die Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung der Eintragung des Verschmel-



zungsbeschlusses als wesentliches Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte und auf das bezüglich des maßgeblichen Datums der Bekanntmachung abgestellt werden muss, erfolgte am 16.3.2015, weshalb die Frist dann am 16.6.2015 endete. An diesem Tag gingen spätestens ausweislich der Gerichtsakte alle Anträge zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht München I ein. Dies gilt auch für den am 16.6.2015 bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e GVG funktionell zuständigen Zivilkammer des Landgerichts München I eingegangenen Antrags der Antragstellerin zu 80). Daher kann auch insoweit an der Fristwahrung kein Zweifel bestehen, auch wenn der Verweisungsbeschluss der 38. Zivilkammer an die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I erst nach dem Ende der Antragsfrist erfolgte.

3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/13, S. 34 ff.; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.



II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 33,37 je Aktie beträgt und die Verzinsung in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem Jeweiligen Basiszinssatz ab dem 17.3.2016 auszusprechen ist.

Aufgrund von §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 281), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der Augusta Technologie 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 BGH ZIP 2016, 666, 668; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- 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; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx



278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706; OLG Düsseldorf AG 2016, 329 f. = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687). 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 Düsseldorf AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

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

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung zugrunde gelegen haben und die von den Abfindungsprüfern entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag untersucht wurden.
 - (a) Aus der von den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfern durchgeführten Analyse der drei Jahre der Vergangenheit von 2011 bis 2013 und den daraus gewonnenen Erkenntnissen konnten die Prüfer keinen Rückschluss ziehen, die Planung lasse die erforderliche Systematik vermissen. Diese Vergangenheitsanalyse dient vor allem dem Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognosen plausibel sind. Zwar gab es bei der Planung aus dem Jahr 2010 relativ hohe Abweichungen, die allerdings ihre Ursache in zum Zeitpunkt der Planerstellung nicht absehbaren Sondereffekten hatten. Zur Erläuterung wies
in diesem Zusammenhang vor allem auf den Erwerb und die Veräußerung von Gesellschaften hin, woraus sich dann naturgemäß nicht absehbare Änderungen beim Umsatz wie auch beim Ergebnis ergeben müssen. Andererseits zeigt gerade das Jahr 2013, in dem es offenkundig keine derartigen Son-



dereffekte gab, dass die Planung von entsprechender Güte ist, weil es beim Umsatz eine Abweichung von weniger als 1 % gab und auch das EBITDA mit einer Abweichung von € 1 Mio. bei Werten von € 20 Mio. bzw. € 21 Mio. gut geplant gewesen sein muss.

- (b) Eine unzulässige Anlassplanung mit dem Ziel einer niedrigen Barabfindung im Interesse und mit Einflussnahme der Antragsgegnerin lässt sich nach den Erkenntnissen von [redacted] und [redacted] nicht annehmen. Bei der Augusta Technologie AG gibt es einen standardisierten Planungsprozess, der über einen Planungstool läuft. Dieser Vorgang wiederholt sich jährlich und beginnt jeweils im Sommer und endet mit der Verabschiedung der Planung im Herbst einschließlich der Bestätigung durch den Aufsichtsrat, die vorliegend am 13.10.2014 erfolgte. Dabei verläuft die Planung im Wege eines Gegenstromverfahrens, wobei die Gesellschaft als Holding die Zielsetzungen top down bekanntgibt und dann die Tochtergesellschaften ihre Planungen eigenständig bottom up vornehmen. Sodann finden die Planungsgespräche zwischen der Augusta Technologie AG und den Tochtergesellschaften statt. In diesem Prozess, der während der Prüfungsarbeiten durch die Wirtschaftsprüfer von [redacted] abließ, konnten [redacted] und [redacted] keinerlei Feststellungen treffen, die Planung sei speziell für den Squeeze out mit dem Ziel einer möglichst niedrigen Barabfindung erstellt worden. Dabei verwiesen sie insbesondere auch darauf, dass Angehörige der [redacted]-Gruppe während der Planungsperiode nicht aufgetreten seien und sie mit Ausnahme des schriftlichen Verkehrs bezüglich der Bereitschaft einer Bestellung und des Honorars keinerlei Kontakt zu Vertretern der [redacted]-Gruppe gehabt hätten.



- (c) Aus dem Vergleich der Mittelfristplanungen des Jahres 2013 sowie des Jahres 2014 für die jeweils nächsten drei Jahre und aus den Ansätzen für die Jahre 2015 und 2016 lässt sich kein Hinweis auf eine unzuverlässige Planung oder gar Einflussnahme der Antragsgegnerin auf die Planannahmen bei der Augusta Technologie AG ableiten, auch wenn das EBIT entsprechend den für die Unternehmensbewertung maßgeblichen Planzahlen aus dem Jahr 2014 in nicht unerheblichem Umfang schlechter ausfiel als noch im Jahr 2013 geplant war.
- begründete dies nachvollziehbar mit einer Veränderung des Marktumfelds und der Gesamteinschätzung. Gerade auf dem asiatischen Markt rechnet die Gesellschaft mit zunehmendem Preisdruck, was auch im Risikobericht des Geschäftsberichts für das Jahr 2013 zum Ausdruck kommt. Zudem fallen die Auswirkungen der Kündigung des Softwarelizenzvertrages bei der Dewetron GmbH ins Gewicht, selbst wenn diese bereits im Geschäftsjahr 2012 befürchtet wurde; erklärt wurde die Kündigung indes erst im Juni 2013, weshalb es nachvollziehbar ist, dass im Zeitpunkt der Planerstellung im Jahr 2012 für das Jahr 2013 noch die Hoffnung auf den Fortbestand des Vertrages bestand. Zudem gab es nach Auskunft des Vorstands der Antragsgegnerin kein Schreiben, mit dem diese Kündigung in Aussicht gestellt oder zumindest erwogen wurde. Demzufolge konnte dies nur aus der Beobachtung des Verhaltens des Softwarelieferanten abgeleitet werden, der beispielsweise Mitarbeiter abwarb und zusätzlich als Wettbewerber auftrat. Abgesehen davon würde dies allenfalls zu einer Fehlerhaftigkeit der Planung für das Geschäftsjahr 2013 führen, die aber gerade nicht der Ermittlung des Ertragswerts der Gesellschaft zugrunde gelegt wurde, nachdem sie durch die nachfolgende Planung des Jahres 2014 überholt war. Da die Kündigung bereits mehr als 1 ½ Jahre vor dem maßgeblichen Stichtag erklärt wurde, muss-



ten die Prüfer keine konkreten Feststellungen zum Umsatz- und Ergebnisbeitrag dieses Softwarelieferanten treffen – wesentlich ist dabei nämlich, dass mit ihm auch unter Berücksichtigung einer Auslaufzeit keine wesentlichen Umsätze für die Detailplanungsphase zu erwarten sind.

- (d) Für eine Bereinigung der Vergangenheitszahlen um die der Gesellschaft entstandenen Aufwendungen für Beratungsleistungen der Mitglieder des Aufsichtsrats bestand keine Notwendigkeit. Zum einen muss gesehen werden, dass die Beratungsverträge mit zwei Aufsichtsratsmitgliedern vor allem Beratungsleistungen bei der Akquisition, bei Beteiligungen und strategisch wichtigen Projekten umfasste, die aber für das Ergebnis in der Vergangenheit mit Werten unterhalb einer Grenze von € 1 Mio. nicht zentral waren und daher auch die Systematik der Planung nicht in Frage stellen können. Zum anderen ist nicht sicher, dass derartige Verträge unter Beachtung des Stand alone-Grundsatzes und nach den strategischen Überlegungen im Prognosebericht des Geschäftsberichts zum 31.12.2013 strategische Akquisitionen im Bereich „Vision“ nicht auch in Zukunft in Betracht gezogen werden, wofür dann auch ein Vertrag mit Aufsichtsratsmitgliedern denkbar wäre.
- (e) Der Ermittlung des Ertragswerts durften die Forecast-Zahlen zum 30.9.2014 zugrunde gelegt werden, wie sie den Abfindungsprüfern zur Verfügung standen. Die Ist-Zahlen für das Geschäftsjahr 2014, soweit sie den Prüfern als Basis für ihre Stichtagserklärung vorlagen, rechtfertigen keinen Anpassungsbedarf. Das EBITDA mit € 21,7 Mio. lag um € 200.000,- oder 0,93 % höher als in den Werten des Forecast zum 30.9.2014. Bei den Umsatzerlösen wurde der mit € 117,4 Mio. angesetzte Forecast-Wert um € 1 Mio. oder 0,85 % übertroffen. Diese mar-



ginalen Abweichungen rechtfertigen es nicht, eine Plananpassung vorzunehmen, zumal zum Stichtag der Hauptversammlung nicht absehbar war, inwieweit diese Werte auch tatsächlich in den testierten und festgestellten Jahresabschluss zum 31.12.2014 einfließen, nachdem sich im Ergebnis immer wieder Änderungen durch Nachberechnungen ergeben können.

- (2) Die Umsatzplanung samt den angesetzten EBITDA- und EBIT-Margen muss angesichts ihrer Plausibilität nicht angepasst werden.
 - (a) Der überproportionale Anstieg der Vertriebskosten rechtfertigt nicht den Rückschluss auf eine nicht zu rechtfertigende Planung. Bei der im Bereich „Vision“, also der digitalen Bildverarbeitung, tätigen Allied Vision Technologies GmbH kam es zum Aufbau eines Vertriebsnetzes in Asien, was zweifelsohne deutlich höhere Vertriebskosten in der Detailplanungsphase nach sich ziehen muss. Grund hierfür war die unternehmerische Entscheidung, den Vertrieb von Low Cost-Kameras in Asien zu ermöglichen. Das von der Gesellschaft erstrebte Umsatzwachstum im Verlaufe der Detailplanungsphase macht es nämlich zum einen erforderlich, mit Low Cost-Kameras auf den Markt und dabei insbesondere auch auf den asiatischen Markt zu kommen; zum anderen kann die geplante Absatzmenge ohne einen Vertriebsaufbau mit Direktvertrieb von Büros in Shanghai und Singapur nicht erreicht werden. Die Entscheidung der verantwortlichen Organe beruht folglich nicht auf sachfremden Erwägungen und muss daher in diesem Spruchverfahren von den Minderheitsaktionären hingenommen werden. Da in Asien die in der Vergangenheit primär hergestellten hochpreisigen Kameras bei Weitem nicht auf die Nachfrage stießen, besteht in dieser Region das Risiko, weniger Produkte absetzen zu können. Wenn nun der Markt in Asien tatsächlich Low Cost-Kameras



nachfragt, müssen die notwendigen Aufwendungen erbracht werden, um die dortigen Märkte zu erschließen und beliefern zu können. Dann fallen aber auch diese Kosten zur Erschließung der Märkte an. Da die Margen indes im gesamten Bereich hoch bleiben – wenn auch unter dem Niveau der Vergangenheit –, ist auch dieses Segment profitabel. Für eine Quersubventionierung durch die hochpreisigen Produkte dergestalt, dass sie die Margenverluste des Niedrigpreissektors auffangen, konnten die Abfindungsprüfer entsprechend ihren Angaben im Termin vom 7.4.2016 keinerlei Erkenntnisse gewinnen. Insgesamt weist die Allied Vision Technologies GmbH eine EBIT-Marge von über 10 % in der Planung aus.

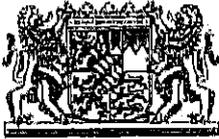
Den Abfindungsprüfern lag zur Plausibilisierung der Planannahmen für den Aufbau des Vertriebs und damit namentlich der Personalentwicklung das zentrale Mengen- und Preisgerüst, also die Zahl der Mitarbeiter und der zu zahlenden Gehälter in der jeweiligen Region vor. Die so dargestellte Entwicklung der Zahl der Mitarbeiter und der Personalkosten konnten und insbesondere auch aufgrund ihrer Berufserfahrung verifizieren und so zu der Einschätzung gelangen, die angenommenen Zahlen seien plausibel. Dabei verwiesen sie namentlich auf das Erfordernis einer Vertriebsmannschaft auch in der Zukunft, nicht nur in der Aufbauphase, weshalb diese Aufwendungen auch nachhaltig anfallen. Dasselbe gilt für den Mietvertrag über ein neu installiertes Büro, bei dem langfristig die Mietzahlungen anfallen werden. Daher kann nicht von einem Rückgang im Terminal Value ausgegangen werden. Der Anteil von Einmalkosten hinsichtlich der Anschaffungskosten für Büroeinrichtungen ist in diesem Zusammenhang zu vernachlässigen, zumal diese auch noch über mehrere Jahre hinweg aufgrund der vorzunehmenden Abschreibungen verteilt werden.



Der Vertrieb von niedrigpreisigeren Kameras in Asien führt zu entsprechendem Wachstum der Umsatzerlöse in der Detailplanungsphase, wobei das Umsatzwachstum über die Menge erwirtschaftet werden soll. Wenn der zahlenmäßig hohe Verkauf hochwertiger Produkte aus der Vergangenheit in der Zukunft nicht beibehalten werden kann, muss ein Unternehmen seine Produktstrategie anpassen, wenn es sich am Markt behaupten will, ohne dass es aber zu einer vollständigen Aufgabe der High Cost-Kameras kommen sollte. Lediglich der Produktmix soll sich nach dem im Jahr 2013 oder 2014 erfolgten Einstieg in den Low Cost-Bereich verändern. Der High End-Bereich soll durch die niederpreisigen Kameras indes überkompensiert werden.

Einer Offenlegung der geplanten Umsatzzahlen für diesen Bereich steht § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG entgegen. Detaillierte Planzahlen zu den Umsätzen eines bestimmten Teilbereichs in einer bestimmten Region müssen als Geschäftsgeheimnis angesehen werden, das nicht offenbart werden muss, weshalb auch keine Vorlageanordnung nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG ergehen kann. Die Detailplanung enthält die Umsatzzahlen, aus deren Kenntnis Rückschlüsse auf die Preispolitik des Unternehmens in einem Bereich gezogen werden können, mit dem ein erheblicher Teil der Umsätze der Allied Vision Technologies GmbH erwirtschaftet werden soll.

Eine Übermittlung dieser Information durch die Antragsgegnerin ausschließlich an die Kammer oder gar nur den Vorsitzenden scheidet aus, weil dieser Vorgehensweise grundlegende rechtsstaatliche Bedenken entgegenstehen. Die Antragsteller haben entsprechend dem in Art. 20 Abs. 3 GG verankerten Rechtsstaatsgrundsatz einen Anspruch darauf, dass nur solche Tatsachen zur Grundlage einer gerichtlichen Entscheidung gemacht werden, zu denen sie sich äußern konnten, ihnen also



auch rechtliches Gehör im Sinne des Art. 103 Abs. 1 GG gewährt wurde (vgl. Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 76). Dies wäre dann nicht der Fall, wenn das Gericht Exklusiverkenntnisse erlangt, wobei es letztlich keinen Unterschied machen kann, ob diese zugunsten oder zulasten der Antragsteller verwertet würden. Vorliegend muss zudem berücksichtigt werden, dass die Aktionäre in dem Bewertungsgutachten von [redacted] wie auch im Prüfungsbericht von [redacted] eingehende Informationen zu den Grundstrukturen der Planung erhielten. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, nur mit der Kenntnis weiterer Details, die dann aber Rückschlüsse auf die geheim zu haltende Geschäftsstrategie zuließen, könnten die Antragsteller sachgerecht vorgehen und insbesondere hinreichend bestimmte Rügen gegen die Angemessenheit der Planung erheben. In dieser Situation muss das Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung überwiegen. Ein „In-camera-Verfahren“, wie es beispielsweise in § 99 VwGO mit der Vorlage von Unterlagen ausschließlich an ein Gericht vorgesehen ist, kann nur der Gesetzgeber anordnen (vgl. OVG Münster, Urteil vom 1.4.2014, Az. 8 A 654/12), was indes im Fall des § 7 Abs. 7 SpruchG so nicht vorgesehen wurde.

Angesichts dessen muss die Entwicklung der Vertriebskosten auch in Relation zu dem nach wie vor eingeplanten Umsatzwachstum als plausibel angesehen werden.

- (b) Nicht korrekturbedürftig sind die Margen ungeachtet des Anstiegs der Kosten für Forschung & Entwicklung. Die Abfindungsprüfer erläuterten in diesem Zusammenhang für die Kammer überzeugend, dass es gerade bei der Allied Vision Technologies GmbH eine Vielzahl von Produkten am Ende des Produktlebenszyklus gebe; um das geplante Umsatzwachstum realisieren zu können, müssen folglich erhebliche Aufwendun-



gen im Bereich Forschung & Entwicklung getätigt werden.

nannte in diesem Zusammenhang vor allem den Einsatz einer USB-3.0-Datenschnittstelle, die ab 2015 vermarktet werden soll – in diesem Bereich hat die Allied Vision Technologies GmbH Aufhol- und Nachholbedarf gegenüber dem Wettbewerber Basler AG. Ebenso bedarf es auch zur Entwicklung wettbewerbsfähiger Low Cost-Kameras entsprechender Aufwendungen für Forschung & Entwicklung. Auch soll das 3D-Produktportfolio der Allied Vision Technologies GmbH in das Produktportfolio der LMI Technologie Inc. integriert werden, was erhebliche Entwicklungspotentiale bei dem Unternehmen nach sich zieht.

Die Kammer hat keinen Zweifel daran, dass ein erheblicher Teil der Produkte der Allied Vision Technologies GmbH sich dem Ende des Lebenszyklus nähert und deshalb auch entsprechende Aufwendungen für Forschung & Entwicklung entstehen müssen. Die Abfindungsprüfer erhielten bei Ihren Gesprächen mit den Verantwortlichen vor Ort die verschiedenen Produkte vorgestellt, wobei Ihnen Informationen über die Auslaufmodelle gegeben wurden und deren Nachfolger ihnen gleichfalls präsentiert wurde. Zudem verwies auf den damals aktuellen Geschäftsbericht der Basler AG, dem entsprechende Reaktionen auch dieses Unternehmens auf geänderte Marktbedingungen zu entnehmen sind. Die Basler AG entwickelte nämlich gleichfalls eine USB 3.0-Schnittstelle und legte den Schwerpunkt vermehrt auf den Low Cost-Bereich. Für die Richtigkeit dieser Annahmen sprechen auch die Überlegungen im Geschäftsbericht des Jahres 2013 der Augusta Technologie AG, in dem auf Seite 46 die deutliche Verkürzung der Produktlebenszyklen bei den Teilsegmenten der Vision-Technologie angesprochen wird.



Bei dieser Entwicklung der Kosten besteht auch kein Widerspruch zu den Ausführungen über die Innovationskraft der Augusta Technologie AG in deren Geschäftsbericht für das Jahr 2013. Bei den Low Cost-Kameras hatte die Basler AG einen Wettbewerbsvorsprung. Wenn dann aber die Allied Vision Technologies GmbH wie auch das gesamte Segment „Vision“ neue Produktideen haben, so spricht dies gerade für deren Innovationsfähigkeit. Die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung fließen nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer dabei sowohl in den High End- wie auch den Low Cost-Bereich.

- (c) Die mangelnde Plausibilität des Margenrückgangs lässt sich nicht mit dem Vergleich zur Entwicklung bei der Basler AG begründen, auch wenn dieses Unternehmen ein durchschnittliches Umsatz- und EBIT-Wachstum von 14 % p.a. und eine EBIT-Marge von rund 13 % in den Jahren 2013 bis 2017 aufweist. wies in diesem Zusammenhang nämlich darauf hin, dass die Basler AG für das Geschäftsjahr 2019 eine EBIT-Margenerwartung von 12,98 % aufweist, während die Augusta Technologie AG in der Ewigen Rente mit insgesamt 13 % rechnet. Allerdings besteht die Augusta Technologie AG gerade nicht nur aus dem Bereich „Vision“, in dem sie mit der Basler AG vergleichbar ist. Nur dieser Bereich soll im Terminal Value eine EBIT-Marge von 16,1 % erwirtschaften, mithin einen Wert, der erheblich über dem des Wettbewerbers liegt.

Auch aus der Marge des Peer Group-Unternehmens Cognex Corp. kann nicht geschlossen werden, diese müsste höher angesetzt werden. Cognex Corp. ist ausschließlich im Bereich „Vision“ tätig und hat im Gegensatz zur LMI Technologies, Inc. keine Abnehmer aus der starken zyklischen Schwankungen unterliegenden Holzindustrie; demgemäß liegen auch bei den tatsächlichen Ergebnissen der Vergangenheitsanalyse die EBIT-



Margen der Cognex mit Werten zwischen 24,4 und 26,5 % über denen der Augusta Technologie AG.

Eine Investitionsrückflussrechnung zur Plausibilisierung der Margenentwicklung war ungeachtet der Erhöhung des Mitarbeiterbestandes von 531 auf 587 mit einem deutlichen Schwerpunkt von fast 60 % des Zuwachses im Bereich Forschung & Entwicklung nicht veranlasst. Dies weist darauf hin, die Mitarbeiterentwicklung in diesem Schwerpunktbereich ebenso wie das Gesamtumfeld betrachtet zu haben. Das gesamte Produktportfolio muss erneuert werden, um konkurrenzfähig zu bleiben, wobei dies zweifellos besonders in einem Technologieunternehmen gilt. Dabei muss die Entwicklung der Märkte ebenso betrachtet werden wie die Frage, ob diese Entwicklung zum Umsatzwachstum passen würde und welche Investitionen sowohl in Mitarbeiter als auch in Maschinen notwendig sind. Daraus wird dann das künftige Ergebnis abgeleitet, ohne dass aus einer Investitionsrückflussrechnung ein gesteigerter Erkenntnisgewinn für Zwecke der Ertragswertermittlung gewonnen werden könnte.

- (d) Dem Margenrückgang fehlt die Plausibilität auch nicht wegen der Prägung des Marktes vor allem für das Segment „Vision“ durch hohes Wachstum und hohe Markteintrittsbarrieren. Dieses Ergebnis resultiert aus der nachvollziehbaren Überlegung der Abfindungsprüfer, dass langfristig eine Kommodisierung der Kameraproduktion zu beobachten sei, weshalb es zu sinkenden Markteintrittsbarrieren kommen werde, was sich auch aus dem Trend zu Low Cost-Kameras ableiten lasse. Auch in der Vergangenheit war dieser Trend zu rückläufigen Margen zu beobachten, was in gleicher Weise für die Wettbewerber aus der Peer Group gilt. Zudem ist ein stetiger Anstieg der Margen in der Vergangenheit bei der Augusta Technologie AG gerade



nicht zu beobachten gewesen. Der Aufstellung im Prüfungsbericht auf Seite 51 ist beispielsweise zu entnehmen, dass es im Jahr 2012 zu einem nicht unerheblichen Rückgang der EBIT-Marge um 1,5 Prozentpunkte Voranpassungen und sogar 3,4 Prozentpunkte nach Anpassungen um einmalige Sondereffekte kam.

- (e) Skaleneffekte mussten nicht in stärkerem Umfang in die Planung einfließen. Für Entwicklungsprojekte wie die USB 3.0-Datenschnittstelle bedarf es ebenso wie für die Entwicklung der Low Cost-Kameras spezieller Entwicklungen, die nicht zu weiteren Skaleneffekten führen. Zudem müssen – worauf hingewiesen hat – die kürzer werdenden Produktlebenszyklen gesehen werden, was wiederum zur Folge hat, dass gerade der Aufwand für Forschung & Entwicklung steigen muss. Die Abfindungsprüfer glichen diese Aufwendungen im Rahmen der Plausibilisierung auch mit Branchenstudien ab. Dabei zeigte sich aus der Auswertung von VDMA eine Quote von 9 bis 10 % bei fotonischen High End-Produkten; der Marktführer weist im 3D-Scanning-Markt eine Quote für Forschung & Entwicklung von 12 % aus; der bei der Augusta Technologie AG angesetzte Wert von 9,7 % bis 10 % bewegt sich insgesamt im Branchendurchschnitt und muss auch deshalb als plausibel eingestuft werden.
- (f) Das in der Planung angesetzte Umsatzwachstum mit einer Wachstumsrate von 8 % p.a. muss nicht erhöht werden. Eine derartige Notwendigkeit lässt sich namentlich nicht aus der Entwicklung der stärker steigenden Abschreibungen ableiten. Diese basieren auf dem konkreten Investitionsplan für die Phase I mit der dort vorgesehenen Erweiterung der Standorte Stadtroda und Burnaly bei der Allied Vision Technologies



GmbH; dem Umbau der GF Messtechnik GmbH am Standort Teltow sowie die Softwareentwicklung bei der Dewetron GmbH samt ihren Tochtergesellschaften mit der Folge einer Aktivierung und darauf aufbauend von Abschreibungen. Zum anderen ergibt sich auch nicht aus dem Vergleich mit dem Wettbewerber Basler AG mit einem CAGR von 17 % im Zeitraum von 2013 bis 2017 eine fehlende Plausibilität der Planannahmen. Im Bereich „Vision“ weist die Planung der Augusta Technologie AG Wachstumsraten von 10 % pro Jahr auf; dieser Wert liegt leicht oberhalb der Markterwartungen, wie sie in Marktstudien zum Ausdruck kommen, die einen Wert von 9,7 % nennen.

- (g) Geringere Wachstumsraten im Segment „Sonstige Geschäftsbereiche“ führen nicht zur Unangemessenheit der Barabfindung, auch wenn die Vertriebskosten stark steigend angesetzt wurden. Bei der Dewetron GmbH kommt es bis 2017 zu einer negativen Wachstumsrate, was auf dem Verlust der Software durch die Kündigung des Software-Lizenzvertrages durch den Softwarelieferanten zurückzuführen ist, der zudem auch noch als weiterer Wettbewerber am Markt auftritt. Demzufolge muss hier eigene Software entwickelt und am Markt angeboten werden. Dieses teilweise fehlende Produktangebot führt nachvollziehbar zum Rückgang der Margen. Auch in anderen Teilbereichen der Dewetron-Gruppe lassen sich nur niedrigere Margen erwirtschaften, wobei die Abfindungsprüferin vor allem den 2015 neu einzuführenden Trendcoder nannte. Die negativen Ergebnisse dauern zwar bis 2017 an, wandeln sich dann aber in der Ewigen Rente zu einem deutlich positiven Ergebnis, das auch über dem des Jahres 2013 liegen soll. Ein Widerspruch zu Kostendegressionseffekten kann aus dieser Entwicklung nicht abgeleitet werden.



Während bei der Dewetron-Gruppe positive Effekte durch die Investitionen und damit einhergehenden Abschreibungen erst am Ende der Detailplanungsphase und in der Ewigen Rente auftreten werden, ist im Bereich der HE System Electronic GmbH & Co. KG ein Ergebnis in der Detailplanungsphase angesetzt, das deutlich über den Vergangenheitszahlen liegt und auch im Terminal Value fortgeschrieben wird. In diesem Bereich konnte nämlich ein Großkunde aus der Automobilindustrie gewonnen werden, dem nunmehr entsprechend einem gewandelten Geschäftsmodell fertige Lösungen zu Modulen und Systemen angeboten werden.

- (h) Das Wachstum in den Bereichen Medizintechnik sowie Verkehrs- und Sicherheitstechnik wird in der Planung nicht vernachlässigt. Das durchschnittliche Wachstum des Umsatzes liegt deutlich über den erwarteten Werten für die Medizintechnik, wie es in Studien für die „globale Medizintechnik“ und die „diagnostische Bildgebung“ mit Wachstumsraten im Zeitraum von 2013 bis 2018 mit Werten von 4,4 % bzw. 3,4 % p.a. angegeben wird. Bei der nicht herstellenden Industrie liegt der Wachstumstreiber in den Bereichen Sicherheit und Überwachung, wo die Allied Vision Technologies GmbH von einem steigenden Bedarf staatlicher und privater Organisationen ausgeht und ein CAGR von 8,6 % angenommen wird.
- (3) Die für die Planung getroffenen Wechselkursannahmen mit einem fixen Wechselkurs von € 1,35 bei der Planung der LMI Technologies, Inc. müssen nicht korrigiert werden, auch wenn diese Tochtergesellschaft ihre Planungen in US-Dollar erstellt hat. Die Abfindungsprüfer haben diesen Ansatz unter Zuhilfenahme der Bloomberg-Datenbank mit Forward Rates verprobt, wobei die Ergebnisse der LMI Technologies, Inc. mit den Forward Rates umgerechnet wurden. Dabei blieb



der Kurs in den ersten vier Jahren unterhalb von 1,35, ab dem fünften Jahr stieg er indes über diesen Kurs. Bei einer Fortführung errechnet sich indes ein Wert, der unterhalb des fix angesetzten Umrechnungskurses von 1,35 liegt. Der Ansatz eines festen Wechselkurses führt ausweislich der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 12.5.2016 nämlich zu einem Wert der LMI Technologies, Inc. von € 86,84 Mio., während sich unter Ansatz von Forward Rates ein um € 30.000,-- geringerer Wert errechnet. Bei dieser marginalen Differenz kann nicht von der Ungeeignetheit des Ansatzes der Prüfer und der Bewertungsgutachter ausgegangen werden, selbst wenn Forward Rates die Zukunftsorientiertheit der Planung besser abbilden. Ungeachtet dessen gilt auch hier, dass die Prognosen bei länger in die Zukunft gerichteten Messungen der Vorhersagen schwieriger werden. Zwar gibt es für den US-Dollar Forward Rates für einen längeren Zeitraum; dennoch bleibt die Prognoseunsicherheit bestehen. Wenn sich in einem Fall wie hier das über Forward Rates und damit letztlich über Zinsunterschiede zwischen deutschen oder europäischen Staatsanleihen einerseits und US-amerikanischen Staatsanleihen andererseits ermittelte Ergebnis um 0,035 % unterscheidet, das wie hier über einen festen Wechselkurs errechnet wurde, kann ein nicht mehr hinnehmbarer Ansatz für die Umrechnung der Planung der LMI Technologies, Inc. in Euro keinesfalls bejaht werden.

Für den Erwerbspreis der 3D3 Solutions Ltd. spielen Forward Rates ohnehin keine Rolle; da es sich um eine Transaktion innerhalb Kanadas handelte, konnte es keine Umrechnungsproblematik geben.

- (4) Die Annahme eines negativen sonstigen Ergebnisses ist nicht geeignet, die Plausibilität der Planung in diesem Bereich infrage zu stellen, auch wenn im Geschäftsjahr 2013 die sonstigen betrieblichen Erträge über den sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen. Dies hat seine Ursache im Wesentlichen darin, dass bei den nicht betriebs-



notwendigen Aufwendungen das Bonusprogramm bei der LMI Technologies, Inc. eingerechnet wird und die Boni abhängig von den Umsatzzahlen sind. Demgemäß führen steigende Umsatzzahlen auch zu steigenden Bonuszahlungen; zusätzlich mussten im Jahr 2014 auch die Kosten aus der Akquisition der GF Messtechnik GmbH hier berücksichtigt werden.

In diesem Ansatz kann ein Widerspruch zur Thesaurierung der Jahresergebnisse nicht gesehen werden, weil das negative sonstige Ergebnis das ausschüttungsfähige Ergebnis mindert und folglich für eine Thesaurierung nicht zur Verfügung stehen kann.

- (5) Die Kammer sieht nach dem Ergebnis der Anhörung keinen Ansatz für die Berücksichtigung von Synergien und für zum Stichtag der Hauptversammlung am 19.1.2015 bereits angelegten Kooperationen zwischen der Gesellschaft und der -Gruppe.
- (a) Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand-alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 28.4.2016, 5HK O 9122/14; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen. Die Geschäfte wurden nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer in gleicher Weise wie in der Vergangenheit geplant; folglich ist es nachvollziehbar, wenn keine unechten Synergieeffekte identifiziert werden konnten. Die Ersparnis der Aufwendungen für Hauptversammlungen



kann als echte Synergie keinesfalls in den Unternehmenswert einfließen.

- (b) Für eine Nutznießung des Vertriebsaufbaus durch Unternehmen der -Gruppe gab es gleichfalls keine absehbaren Ansatzpunkte.

(6) Die Ansätze in der Ewigen Rente müssen nicht korrigiert werden.

- (a) Soweit es um den Ansatz einer Konvergenzphase geht, musste diese für den Bereich „Vision“ nicht gebildet werden, weil dies nicht erforderlich ist, um künftiges Wachstum der Gesellschaft in diesem Bereich abzubilden. Ein außergewöhnlicher Zustand kann vorlegend nicht angenommen werden. Bei den Vertriebskosten befindet sich die Gesellschaft nach den Aussagen der Abfindungsprüfer im Termin vom 7.4.2016 auf einem normalen Niveau. Auch ist bei den Aufwendungen für Forschung & Entwicklung zu sehen, dass die Produktlebenszyklen immer kürzer werden und es zu raschen technologischen Neuerungen kommt. Dann aber kann gerade wegen dieser sich beschleunigenden Zyklen nicht vom Fehlen eines eingeschwungenen Zustandes ausgegangen werden.

Lediglich bei Dewetron musste eine Grobplanungsphase vorgesehen werden, nachdem hier noch im Jahr 2018 ein negatives Ergebnis erwartet wird, während nachhaltig ein positives Ergebnis angesetzt wird. Dieses wurde allerdings entsprechend verrechnet, so dass für diesen Bereich eine Konvergenzphase zugrunde gelegt wurde, ohne diese aber gesondert auszuweisen.

- (b) Der Anstieg des EBITDA in der Ewigen Rente kann nicht als zu niedrig bezeichnet werden, auch wenn die Aufwendungen für



Forschung & Entwicklung in der Detailplanungsphase zuvor überproportional angestiegen sind. Ein stärkeres Auswirken auf den Terminal Value wäre indes zur Überzeugung der Kammer nicht sachgerecht, weil die höheren Aufwendungen ihre Ursache gerade in den kürzer werdenden Produktlebenszyklen haben und auch hier der Vertriebsaufbau in Asien zu beachten ist. Bei der Allied Vision Technologies GmbH muss vor allem auch der zunehmende Preis- und Wettbewerbsdruck in Asien namentlich im Bereich der niedrigpreisigeren Kameras in die Betrachtung einfließen. Bei der LMI Technologies, Inc. müssen die zyklischen Schwankungen in der Abnehmerindustrie gesehen werden.

Gegen höhere EBITDA-Margen sprechen bei der Dewetron-Gruppe die Überlegungen, dass alle Ansätze auf der Annahme beruhen, die Softwareentwicklung werde wie geplant verlaufen und man könne sich auch gegen einen starken Wettbewerber behaupten, obwohl man rund fünf Jahre außerhalb des Marktes war. In dieser Situation müssen auch über den Preis Zugeständnisse mit den Auswirkungen auf ein nicht stärker steigendes EBITDA gemacht werden. Ähnliches gilt bei der HE System Electronic GmbH & Co. KG, bei der der Aufbau neuer Geschäftsbeziehungen zu Großkunden nicht einfach ist und die Gefahr besteht, einen starken Kunden auch wieder zu verlieren.

- (c) Allein aus der Vergangenheit der Jahre 2011 bis 2013 und der Zunahme des höhermargigen Geschäfts von „Vision“ lässt sich nicht auf eine zu niedrige EBIT-Marge schließen. Die Abfindungsprüfer verwiesen darauf, dass in der Ewigen Rente die Margen zum Teil über denen des letzten Planjahres liegen. Zudem gilt auch hier, dass auch bei Vergleichsunternehmen die erzielbaren Margen als rückläufig eingestuft werden.



(7) Die Ansätze zur Thesaurierung bedürfen keiner Korrektur

- (a) Dies gilt zunächst auch für die als zu hoch gerügte Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente gilt, die mit 50 % angesetzt wurde. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, wenn in der Vergangenheit niedrigere Sätze bei der Ausschüttung herangezogen wurden. 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 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). Der Kammer sind die von den Prüfern genannten 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 50 % keine Bedenken bestehen.
- (b) Gegen das Heranziehen eines Steuersatzes von 13,1875 % - also des hälftigen Steuersatzes zuzüglich des Solidaritätszuschlags - auf die Wertbeiträge aus Thesaurierung bestehen keine Bedenken. 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 objektivierte 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 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/16; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., 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 Inha-



beraktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich.

Angesichts dessen berechnen sich die zu kapitalisierenden Überschüsse der Augusta Technologie AG wie folgt:

GuV Augusta Gruppe in Mio. EUR	Ist 2011	Ist 2012	Ist 2013	Forecast 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	CAGR 13-17
Umsatzerlöse	89,4	108,5	108,7	117,4	128,1	136,8	147,6	8,0%
Umsatzwachstum	28,6%	9,2%	0,1%	8,0%	9,1%	6,3%	7,9%	
Herstellungskosten	-52,1	-54,9	-55,4	-59,2	-65,1	-69,7	-75,7	8,1%
Bruttoergebnis	47,3	53,6	53,2	58,2	62,9	67,1	71,9	7,6%
Bruttoergebnismarge	47,6%	49,4%	49,0%	49,6%	49,1%	49,1%	48,7%	
Vertriebskosten	-15,8	-13,1	-18,7	-19,8	-23,5	-25,5	-27,0	9,7%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-8,3	-9,2	-10,0	-11,5	-12,4	-13,2	-14,7	10,2%
Allgemeine Verwaltungskosten	-10,8	-11,0	-10,3	-11,1	-11,4	-12,1	-12,4	4,9%
Sonstige Erträge und Aufwendungen	0,4	-3,5	1,1	-1,2	-0,8	-1,2	-1,2	n/a
EBIT	16,1	12,8	16,5	14,5	14,5	15,1	16,9	0,7%
EBIT-Marge	18,2%	11,8%	14,2%	12,4%	11,3%	11,0%	10,8%	
Bereinigungen	-2,1	-0,3	-0,4	-	-	-	-	n/a
EBIT vor Bereinigungen	13,0	12,5	16,1	14,5	14,5	15,1	16,9	1,3%
EBIT-Marge vor Bereinigungen	13,0%	11,5%	13,9%	12,4%	11,3%	11,0%	10,8%	
Abschreibungen	5,0	8,5	5,9	7,0	8,5	9,0	10,0	14,1%
EBITDA vor Bereinigungen	17,9	21,0	21,0	21,5	23,0	24,1	26,9	5,4%
EBITDA-Marge vor Bereinigungen	18,1%	19,4%	19,3%	18,3%	17,9%	17,6%	17,5%	

Zu kapitalisierende Ergebnisse in Mio. EUR	2014	2015	2016	2017	Ewige Rente
EBIT	14,5	14,5	15,1	15,9	19,8
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,0	-0,0	0,0
Ergebnis vor Unternehmenssteuern	14,5	14,5	15,1	15,9	19,8
Unternehmenssteuern	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-4,3
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	11,4	11,4	11,9	12,6	15,5
Minderheiten zustehendes Ergebnis	-0,0	-0,0	-0,0	-0,1	-0,1
Ergebnis nach Minderheiten	11,4	11,4	11,9	12,5	15,4
Wachstumsthesaurierung					-0,2
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	11,4	11,4	11,9	12,5	15,2
Ausschüttungsquote	30%	30%	30%	30%	50%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	3,4	3,4	3,6	3,8	7,6
Ertragsteuer auf Ausschüttung	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-2,0
Zu kapitalisierende Ausschüttungen	2,5	2,5	2,6	2,8	5,6
Wertbeitrag aus Thesaurierung	8,0	8,0	8,3	8,8	7,6
Effektive Ertragsteuer auf Thesaurierung	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,0
Zu kapitalisierende Thesaurierungen	6,9	6,9	7,2	7,6	6,6
Zu kapitalisierende Ergebnisse	9,4	9,5	9,9	10,4	12,2



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

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

- (1) Der Basiszinssatz war entsprechend den Angaben aus der Stichtagserklärung in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode auf 1,75 % vor Steuern und demgemäß 1,29 % 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 Kapitalisie-



rungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit 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; LG München I AG 2016, 95, 98; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden.

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. Dabei wurde aufgrund der Stichtags- bzw. Aktualisierungserklärung der Bewertungsgutachter wie auch der Vertragsprüfer der ursprünglich angesetzte Basiszinssatz von 2,00 % auf 1,75 % vor Steuern reduziert.

Gegen die vorgenommene Rundung nach kaufmännischen Grundsätzen bestehen keine grundlegenden Bedenken. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 1,75 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14).

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus



anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

- (c) Ebenso wenig ist es 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 NJW-RR 2014, 423, 474). 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 Alternativanlage 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). Aus demselben Grund muss auch nicht auf die durchschnittli-



che Laufzeit von Finanzierungskrediten der Augusta Technologie AG abgestellt werden.

Ebenso wenig lässt der niedrigere Ansatz eines Basiszinssatzes im vereinfachten Ertragswertverfahren einen Rückschluss auf diesen für den hiesigen Bewertungszweck angesetzten Basiszinssatz zu. Das vereinfachte Ertragswertverfahren stellt sich als standardisierte Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Festsetzung der Erbschaft- und Schenkungsteuer dar und kann deshalb auch auf vereinfachende Berechnungsparameter zurückgreifen. Demgemäß ist das Ertragswertverfahren darauf gerichtet, im Einzelfall den zutreffenden Unternehmenswert zu ermitteln, der dann auch verfassungsrechtlichen Anforderungen entsprechen muss, wenn Minderheitsaktionäre in ihrer vermögensrechtlichen Position betroffen werden. Während der Basiszinssatz im Ertragswertverfahren stichtagsgenau mit Hilfe eines dreimonatigen Referenzzeitraums ermittelt wird, wird dem vereinfachten Ertragswertverfahren der Basiszinssatz aus dem am ersten Börsentag eines Jahres festgestellten Renditen von Bundeswertpapieren mit jährlicher Couponzahlung und einer Restlaufzeit von 15 Jahren abgeleitet. Der so ermittelte Zinssatz wird dann bei allen Bewertungen bis zum Jahresende einheitlich angesetzt. Diese Vorgehensweise ist indes mit dem für die Zwecke der Unternehmensbewertung nach einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme maßgeblichen Stichtagsprinzip sowie mit den Grundsätzen der Laufzeitkongruenz nicht in Einklang zu bringen.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und vorliegend auf 5,34 % im Geschäftsjahr 2014, 5,4 % im Geschäftsjahr 2015, 5,49 % im Geschäftsjahr



2016, 5,51 % im Geschäftsjahr 2017 sowie 5,5 % im Terminal Value festzusetzen ist.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

- (a) 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 Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst



ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der 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 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 voll-



ständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen



diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).

- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).
- (b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.
- (aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen.
- Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie



ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/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 Risikozuschlages entsprechend

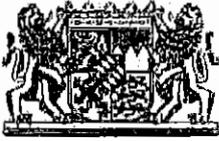


den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; 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.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer



würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

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

Der Ansatz eines Wertes von 5,5 % nach Steuern für die Marktrisikoprämie, wie dies im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angenommen wurde, kann auch aus einem anderen Grund nicht als zwingend und angemessen bezeichnet werden. In anderen Untersuchungen wurde nämlich abgeleitet, dass es infolge der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise nicht zu einem deutlichen Anstieg der Marktrisikoprämie kam. Zwei Prüfungsberichte der

für Zeitpunkte vor und nach dem hier maßgeblichen Stichtag sprechen eher gegen eine konstant reale Aktienrendite, nachdem diese Berichte zu der



Feststellung gelangen, es gebe lediglich eine marginale Erhöhung des durchschnittlichen Wertes gegenüber den 2003 endenden Zeitreihen aus der Stehle-Studie und folglich auch keine Anhaltspunkte für eine signifikant gestiegene Marktrisikoprämie. Allerdings ist nicht zu verkennen, 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 gewertet 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 eine globale Marktrisikoprämie aus Sicht eines inländischen Investors von 4,55 % (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 Nachsteuerwertes sprechen dürfte.

Für den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern im Anwendungsbereich des (Tax-)CAPM sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die in diesem Zusammenhang – anders als beim Basiszinssatz – eher zurückgegriffen werden kann, weil es hier gerade nicht zu einer schematischen Anpassung zu einem Stichtag für das gesamte Jahr kommt. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei die-



nicht darstellen, dass der Ansatz einer konstant realen Aktienrendite zwingend ist. Andererseits kann nicht verkannt werden, dass die von ihnen angeführten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze der Ansatz zumindest einer leicht ansteigenden Marktrisikoprämie nicht von der Hand zu weisen ist. Auch unter Berücksichtigung der auch in anderen Spruchverfahren gewonnenen Erkenntnisse sieht die Kammer eine Marktrisikoprämie von 5 % als angemessen an.

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

- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen des (Tax-)CAPM herangezogene Beta-Faktor konnte auf der Grundlage einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmens-eigene Beta der Augusta Technologie AG zum Bewertungsstichtag nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Dies beruht im Wesentlichen auf den nachstehenden Erwägungen.

Entscheidend gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors spricht die mangelnde Liquidität der Aktie der Augusta Technologie AG, nachdem diese im Zwei-Jahres-Zeitraum vor der Bekanntgabe des öffentlichen Erwerb-sangebots Bid-Ask-Spreads von 1,59 % und für den Fünf-Jahres-Zeitraum von 1,6 % aufwies. 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 Kapitalmarkt-information reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche



Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert.

Für die Zeit ab dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot muss weiterhin davon ausgegangen werden, dass der Aktienkurs der Gesellschaft nicht mehr in erheblichem Umfang von ihrem eigentlichen operativen Risiko geprägt wird, nachdem derartige Angebote regelmäßig zu einer Zementierung des Aktienkurses führen, der dann auch nicht mehr das operative Risiko der Gesellschaft reflektiert (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012, Az. 21 W 14/11, Beck RS 2012, 20564; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27.5.2014, Az. 3-05 O 34/13, Beck RS 2014, 12643; LG München I, Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15).

Wenn man nun die im Rahmen des Impairment-Tests für die Jahresabschlüsse der Jahre 2009 bis 2012 herangezogenen Beta-Faktoren der Augusta Technologie AG heranzieht, die jedenfalls statistisch signifikant gewesen wären, fällt auf, dass die Beta-Faktoren in diesen Jahren zwischen 0,99 und 1,40 schwankten. Dann aber können die zum Stichtag der Hauptversammlung über die Peer Group ermittelten unverschuldeten Beta-Faktoren und die zu meist etwas niedrigeren verschuldeten Beta-Faktoren nicht als überhöht bezeichnet werden. Angesichts der Zeitspanne von rund zwei Jahren zum Stichtag der Hauptversammlung hin kann aber der Beta-Faktor der Gesellschaft aus den Impairment-Tests nicht herangezogen werden.



Über die Aussagekraft des Bestimmtheitsmaßes R^2 als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex muss nicht mehr abschließend entschieden werden, wobei nicht zu verkennen ist, dass dieser von gewichtigen Stimmen in Rechtsprechung und Literatur in Frage gestellt wird (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532; kritisch auch Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 59).

- (cc) Der von den Abfindungsprüfern von _____ ermittelte Betafaktor von 1,1 unverschuldet bedarf keiner Korrektur. Dabei ist die grundlegende Vorgehensweise zur Ermittlung der Peer Group-Unternehmen nicht zu beanstanden. Ein oder mehrere unmittelbar vergleichbare Unternehmen für die Augusta Technologie AG konnten von den Abfindungsprüfern nachvollziehbar nicht identifiziert werden angesichts der beiden unterschiedlichen Geschäftsbereiche, in denen die Gesellschaft tätig ist. Die Zusammensetzung der Peer Group reflektiert das unterschiedliche operative Risiko der beiden großen Geschäftssegmente „Vision“ und „Sonstige Geschäftsbereiche“, wobei die von teilweise sehr unterschiedlichen Abnehmerindustrien wie Automobil- und Holzindustrie, Anlagen- und Maschinenbau sowie Gesundheitsmarkt abhängig sind. Demgemäß ist es nachvollziehbar, wenn auch die Beta-Faktoren eine nicht unerhebliche Spannweite aufweisen, die vor dem Hintergrund des jeweiligen Peer Group-Unternehmens zu sehen ist.



Die von den Bewertungsgutachtern herangezogene Peer Group und die erweiterte Peer Group der Abfindungsprüfer führen zu nahezu identischen Ergebnissen, wobei die Peer Group von auf die Liquiditätskennzahlen der Bid-Ask-Spreads abstellte, was indes aus den oben genannten Gründen vorzugswürdig erscheint im Vergleich zum Ansatz über die statistische Signifikanz, die die Abfindungsprüfer als Auswahlkriterium herangezogen haben.

Gegen die Aufnahme der Orbotech Ltd. lassen sich keine grundlegenden Bedenken herleiten, nachdem deren Geschäftstätigkeit vor allem auch die "Optische Inspektion" und "Direct Imaging" mit Umsatzanteilen von 29 % bzw. 26 % am Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2014 beinhaltet. Damit aber ist dieses Unternehmen wie die Augusta Technologie AG im Bereich optische Inspektion tätig. Im Jahr 2012 lag der Umsatzanteil, der durch den Markt für Flachbildschirme beeinflusst war, bei rund 24 %, weshalb die Krise in diesem Bereich nicht ausschließlich maßgebend für die Geschäftsentwicklung der Orbotech Ltd. gewesen sein kann. Abgesehen davon unterliegen auch die Abnehmerindustrien der Augusta Technologie AG zyklischen Schwankungen, weshalb insgesamt die Vergleichbarkeit zwischen diesen beiden Unternehmen zulässigerweise bejaht wurde. Als marktbreiter Index konnte bei der Orbotech Ltd. auch der S & P 500 angesetzt werden.

Die Produktpalette der Axis Communications AB mit Netzwerkkameras, Video-Encodern und Software-Produkten samt Zubehör für Sicherheits- und Fernüberwachung, die im Transport-, Einzelhandel und Stadtüberwachung eingesetzt werden, berührt wie die Tätigkeit der Augusta-Gruppe den Überwachungsbereich, weshalb die



Vergleichbarkeit bejaht werden muss. Dabei war bei diesem Unternehmen der Beta-Faktor bis hin zur Kommunikation des Übernahmeangebots von Canon am 10.2.2015 – also nach dem hier maßgeblichen Stichtag – jeweils sehr konstant.

Allein die Größe von Cognex Corp. steht der Vergleichbarkeit nicht entgegen, solange es nicht sehr viel besser vergleichbare Unternehmen gibt. Ein viel wesentliches Kriterium ist die Risikostruktur, wie sie sich aus den wesentlichen Tätigkeitsfeldern, Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit und den Absatzmärkten ergibt. Cognex Corp. ist wie die Augusta-Gruppe als Anbieter von Vision-Systemen tätig, was für die Vergleichbarkeit der beiden Unternehmen spricht. Zudem zielen beide Unternehmen auf die Absatzmärkte in Westeuropa, Nordamerika und Asien.

Das Unternehmen CyberOptics Corp. stellt 3D-Sensoren und Inspektionssysteme her, die vor allem in der Halbleiterindustrie verwandt werden; angesichts dessen ist eine Vergleichbarkeit mit LMI Technologies, Inc. und dessen Geschäftsbereich durchaus zu bejahen, weshalb die Aufnahme in die erweiterte Peer Group durch die Abfindungsprüfer nicht als fehlerhaft bezeichnet werden kann. Ungeachtet dessen ändert sich der angesetzte Beta-Faktor durch die Aufnahme weiterer Unternehmen nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre.

Eine zwingende Notwendigkeit der Aufnahme der Viscom AG, der Basler AG sowie der Mobotix AG kann nicht angenommen werden. Die Mobotix AG verfehlt nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer mit einem Bid-Ask-Spread zum 21.10.2014 von 2,54 % die Grenze von 1 bis



maximal 1,25 % deutlich; ebenso ist das Bestimmtheitsmaß R^2 mit 0,03 bei einem Zwei-Jahreszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen und mit 0,00 bei fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen statistisch nicht signifikant. Bei der Viscom AG liegt der Bid-Ask-Spread bei 2,36 %, woraus auf fehlende Liquidität der Aktie geschlossen werden muss, was auch für den nahezu identischen Bid-Ask-Spread der Basler AG gilt.

Die Regression erfolgte vorliegend jeweils gegen den größten nationalen Index, was nicht grundlegend zu beanstanden ist, auch wenn die Augusta Technologie AG weltweit aufgestellt ist. Zudem ist nicht zu verkennen, dass die Kammer aus einem anderen Spruchverfahren mit einem Technologieunternehmen zu einem nur rund drei Monate früher stattfindenden Stichtag über eine Regression gegen den MSCI World-Index, bei dem dann auch die Währungsproblematik zu beachten ist als Nachteil dieser Methode, einen geringfügig höheren unverschuldeten Beta-Faktor von 1,16 ihrer Entscheidung zugrunde legen konnte.

Die Ableitung der unverschuldeten Beta-Faktoren der jeweiligen Peer Group-Unternehmen begegnet keinen Bedenken. Die aus historischen Kapitalmarktdaten abgeleiteten Beta-Faktoren berücksichtigen neben dem operativen Risiko auch das aus der Verschuldung resultierende Finanzierungsrisiko. Um allerdings das operative Risiko abzuleiten, muss im Wege des Unlevern der Beta-Faktor um diese Einflüsse der historischen Fremdfinanzierung zunächst bereinigt werden. Dabei müssen das verzinsliche Fremdkapital sowie das Eigenkapital in Verhältnis zueinander gesetzt werden, wobei dabei allerdings nicht



Buch-, sondern Marktwerte zu berücksichtigen sind. Als Marktwert des Eigenkapitals wird regelmäßig der Börsenwert, also die Marktkapitalisierung herangezogen. Bei der Augusta Technologie AG ist der Bestand verzinslicher Aktiva gerade zu Beginn der Detailplanungsphase höher als der der verzinslichen Passiva, was zu einem negativen Verschuldungsgrad führt. Da aber der Bestand verzinslicher Aktiva im Laufe der Detailplanungsphase abnimmt, muss der verschuldete Beta-Faktor ansteigen.

- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag mit Werten zwischen 5,34 % und 5,51 % in der Detailplanungsphase sowie von 5,5 % in der Ewigen Rente steht in Einklang mit der sich aus der speziellen Risikosituation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, die insgesamt als überdurchschnittlich eingestuft werden müssen. Dabei wird nicht verkannt, dass sich das Kapitalstrukturrisiko der Augusta Technologie AG als gering darstellt. Bei der anzustellenden Gesamtbetrachtung muss aber wesentlich gesehen werden, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft nicht unerheblichen operativen Risiken ausgesetzt ist. Namentlich das Segment „Vision“, das mit rund € 16,3 Mio. im letzten Jahr der Detailplanungsphase den größten Anteil am EBIT erwirtschaftet, unterliegt starken zyklischen Schwankungen, weil die Abnehmer in der Holz verarbeitenden Industrie, in der Automobilindustrie sowie im Maschinen- und Anlagebau besonders stark konjunkturellen Schwankungen unterworfen sind. Zudem muss gesehen werden, dass immer kürzer werdende Produktlebenszyklen und dadurch bedingt höhere Kosten für Forschung & Entwicklung auch das Risiko der Gesellschaft steigen lassen. Ebenso zeigt sich durch diese Konzentration eine nicht unerhebliche Abhängigkeit von diesen Märkten, die durch die Fokussierung auf dieses Kernsegment "Vision" noch



erhöht wird. Im Jahr 2013 machte der Umsatz der Allied Vision Technologies GmbH mit zyklischen Industrien 78 % aus, bei der LMI Technologies, Inc. sogar 84 %. Insgesamt entfallen nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer auf den sehr volatilen, zyklischen Bereich für den gesamten Geschäftsbereich „Vision“ 80 % der Umsätze. Ebenso muss das Risiko in die Betrachtung einfließen, dass aufgrund des zu beobachtenden Wettbewerbsdrucks die Absatzpreise sinken oder auch Marktanteile verloren gehen können. Andererseits wird das Risiko wiederum gemindert durch ein diversifiziertes Produktportfolio mit Kunden aus durchaus unterschiedlichen Bereichen sowie durch die Bedeutung von Produkten der digitalen Bildverarbeitung und spezifischen Sensoren, die durch die Integration von industrieller Fertigung und Informationstechnologie an Bedeutung gewinnen werden, wovon auch die Augusta Technologie AG profitieren kann. Zudem ist nicht zu verkennen, dass die Gesellschaft als Hersteller von digitalen Kameras und 3 D-Systemen im Segment „Vision“ einer der größten Anbieter weltweit ist.

Ungeachtet dessen ist aber die Gesellschaft insgesamt in einem als überdurchschnittlich riskant zu bezeichnenden Markt tätig, weshalb auch ein überdurchschnittliches Risiko angenommen werden muss. Es muss dabei nicht mehr ermittelt werden, inwieweit einzelne Daten von Orbotech Ltd. vereinzelt auf eine unzureichende Liquidität hindeuten könnte, nachdem insgesamt der ermittelte unverschuldete Beta-Faktor von 1,1 im Einklang mit der Risikosituation der Gesellschaft am Markt steht.

- (3) Der mit 1 % in der ewigen Rente ab 2018 ff. angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.



- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 134). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage



und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Im Zeitraum ab 2018 ff. kann nicht davon ausgegangen werden, die Gesellschaft werde in der Lage sein, dauerhaft ein wertsteigerndes Wachstum in Höhe der Inflationsrate zu erwirtschaften, wie sie in den Absatzmärkten erwartet wird. Dabei legten die Abfindungsprüfer für 2018 und 2019 gewichtete Inflationserwartungen von 2,3 % zugrunde, wobei für Asien mit 3,9 % höhere Inflationserwartungen angesetzt wurden. Andererseits kann dieser Wert auch nicht anteilig einfließen, weil mit der Erschließung des asiatischen Marktes durch die Low Cost-Kameras seitens der Allied Vision Technologies GmbH auch ein zunehmender Preis- und Wettbewerbsdruck verbunden ist. Bei der LMI Technologies, Inc. soll neben dem OEM-Direktvertrieb ein weiterer Ausbau des Vertriebssystems mit Distributoren in Asien erfolgen, um die zeitlichen Schwankungen in der nordamerikanischen Holzindustrie durch zunehmendes Asiengeschäft kompensieren zu können.

Dabei führt der Einsatz von Distributoren, worauf die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 12.5.2016 in Übereinstimmung mit Erkenntnissen der Kammer auch aus anderen Spruchverfahren hingewiesen haben, zu geringeren Preisen und demgemäß auch zu niedrigeren Gewinnmargen.

Der Ansatz dieses Wachstumsabschlags steht nicht in Widerspruch zu den steigenden Aufwendungen für Forschung & Entwicklung. Diese waren in Phase I notwendig, um das geplante Umsatzwachstum über eine Weiterentwicklung des Produktportfolios zu realisieren. Langfristig muss indes angenommen werden, dass durch die Erschließung gerade des niedrigeren Preissegments der Preisdruck für die Produkte der Allied Vision



Technologies GmbH auf der Absatzseite weiterhin zunehmen wird und eine Kompensation durch Effizienzsteigerungen schwierig sein wird. Vor diesem Hintergrund eines sich voraussichtlich weiter verschärfenden Preiswettbewerbs muss davon ausgegangen werden, dass die Überwälzung von inflationsbedingten Kostensteigerungen nur sehr eingeschränkt möglich sein wird.

- (b) Allerdings kann nicht angenommen werden, ein unterhalb der erwarteten 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 Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von 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).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus mehreren anderen Verfahren überzeugend dargestellt wurde, in denen insbesondere auch als gerichtlich bestellter Sach-



verständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie (BewP 2011, 24) führt nicht zu einer abweichenden Beurteilung, auch wenn er 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 0,75 % spiegelt dabei aber nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das – wie oben ausgeführt – nach Hinzurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstum deutlich höher liegt.

Auch eine Dissertation von Bork führt zu keinen 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/Lampenlus ableiten, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum zwischen 1985 und 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflations-schätzern 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 indes von der erwarteten langfristigen Inflation seitens der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2 % aus, was indes nicht hinreichend die relevanten Veränderungen des Preisniveaus auf der Grundlage von Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen berücksichtigt.

- (c) Aus der Höhe der Marktrisikoprämie lassen sich keine Rückschlüsse auf die Höhe des Wachstumsabschlags ziehen, weil dieser Zusammenhang zwischen diesen beiden Parametern nicht existiert. Sie stehen in keinem festen Größenverhältnis zueinander. Mit dem Wachstumsabschlag wird ausgedrückt, wie wertsteigernde Wachstumseffekte in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach dem Ende der Detail- und gegebenenfalls wie hier der Konvergenzphase erfasst werden. Der Umstand, dass ein Anleger von risikobehafteten Investitionen in Aktien gegenüber der Anlage in quasi-risikofreie deutsche Staatsanleihen einen Aufschlag verlangt, steht mit der Frage, inwieweit es den entsprechenden Aktiengesellschaften gelingt, die Kostensteigerungen langfristig in vollem Umfang auf ihre Kunden abwälzen zu können, in keinem Zusammenhang. Auch ist nicht erkennbar, warum die Renditeanforderungen mit der Inflation steigen sollten. Es handelt sich hierbei um grund-



legend verschiedene Bewertungsparameter, die in keinem zwingenden Größenverhältnis zueinander stehen (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2012, 199, 208; OLG München AG 2014, 453, 456; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15).

Somit ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag am 31.12.2013 ein Ertragswert der Augusta Technologie AG von € 195,8 Mio., der dann auf den Bewertungsstichtag der Hauptversammlung aufzuzinsen ist, woraus sich dann der Ertragswert von € 209,5 Mio. entsprechend der nachstehenden Tabelle errechnet.

Ertragswert in Mio. EUR	2014	2015	2016	2017	Ewige Rente
Zu kapitalisierende Ergebnisse	9,4	9,5	9,9	10,4	12,2
Kapitalisierungszinssatz	6,63%	6,69%	6,78%	6,80%	5,79%
Barwertfaktor	0,9379	0,8791	0,8233	0,7709	13,3177
Barwerte zum 31. Dezember 2013	8,9	8,3	8,1	8,0	162,5
Ertragswert zum 31. Dezember 2013	195,8				
Aufzinsung	13,7				
Ertragswert zum 19. Januar 2015	209,5				

- c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen müssen gesondert bewertete Vermögenswerte in Höhe von € 56,7 Mio. gerundet angesetzt werden, die dann ebenfalls in den Unternehmenswert einfließen.
- (1) Die nicht betriebsnotwendige Liquidität war mit € 54,9 Mio. anzusetzen, die die Abfindungsprüfer bereits in ihrem Prüfungsbericht erläuterten. Zum 31.12.2013 als bewertungstechnischem Stichtag gab es bei der Augusta Technologie AG liquide Mittel in Höhe von € 63,4 Mio., woraus unter Berücksichtigung des Finanzierungsbedarfes für die wachsenden Bilanzposten in Höhe von € 9 Mio. dann ein Ansatz von € 54,4 Mio. herangezogen wurde.



- (2) Das nicht betriebsnotwendige Grundstück konnte mit einem Wert von € 1,2 Mio. gesondert angesetzt werden. Grundlage für die Ermittlung dieses Wertes war das Erwerbsangebot für ein gleichfalls in der Nachbarschaft der HE System Electronic GmbH & Co. KG in Veltsbronn gelegenes Grundstück mit einem m²-Preis von € 115; dieses Angebot wurde herangezogen, so dass sich bei einer Grundstücksgröße von 2.500 m² der entsprechende Wert errechnet.
- (3) Für nicht betriebsnotwendige Beteiligungen konnte kein rechenbarer Wert angesetzt werden, weil die Dewetron U.K. – eine Vertriebsgesellschaft, an der die Augusta Technologie AG mittelbar mit 10 % beteiligt ist – in den letzten Jahren keinerlei Ausschüttungen tätigte und der Buchwert von € 11,97, wie er im Bewertungsgutachten von aufgeführt ist, zu vernachlässigen ist.
- (4) Körperschaftsteuerguthaben wurden mit ihrem Nominalwert von € 900.000,-- bei der Augusta Technologie und mit € 200.000,-- bei der Allied Vision Technologies GmbH als Sonderwert angesetzt.
- (5) Weitere Sonderwerte mussten nicht angesetzt werden.
 - (a) Dies gilt namentlich für den Wert der Marke „Augusta“. Deshalb musste er auch nicht ermittelt und im Bewertungsgutachten sowie dem Prüfungsbericht ausgewiesen 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; andernfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom



28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/16; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

- (b) Ebenso wenig mussten bei der Unternehmensbewertung stille Reserven aufgedeckt werden. Es ist nicht erkennbar, dass es bei der Gesellschaft und deren nicht betriebsnotwendigem Vermögen weitere stille Reserven geben könnte. Das nicht betriebsnotwendige Grundstück wurde mit seinem Verkehrswert angesetzt. Sofern im betriebsnotwendigen Vermögen stille Reserven vorhanden sein sollten, können diese nicht aufgedeckt werden, weil dies eine Veräußerung zum Stichtag unterstellen würde, was indes einen Widerspruch zur Fortsetzung des Unternehmens darstellen würde, bei der das betriebsnotwendige Vermögen weiter genutzt werden muss und folglich gerade nicht veräußert werden kann.
- (c) Schadensersatzansprüche gegen den Vorstand der früheren Augusta Technologie AG müssen nicht als Sonderwert angesetzt werden. Es ist insbesondere nicht erkennbar, dass die Gesellschaft gegen ihre Ad hoc-Pflichten als börsennotierte Gesellschaft verstoßen haben könnte. Der Übergang des Anstellungsvertrages eines Vorstandsmitglieds ist eine sich aus dem Gesetz ergebende Rechtsfolge, weil der Vorstandsdienstvertrag kraft Gesamtrechtsnachfolge auf die Antragsgegnerin übergeht. Abgesehen davon ist auch nicht erkennbar, inwieweit der Gesellschaft durch das Unterlassen einer Ad hoc-Pflicht ein Schaden entstanden sein könnte. Dies gilt unabhängig davon, inwieweit gegen die Augusta Technologie AG von Anlegern Schadensersatz geltend gemacht wird oder nicht. Im Falle einer



Geltendmachung besteht schon mangels Schadens der Gesellschaft kein Schadensersatzanspruch gegen das Organmitglied, selbst wenn dieses im Zusammenhang mit Ad hoc-Mitteilungen seine Pflichten verletzt haben sollte. Besteht dagegen ein Schadensersatzanspruch, kann die Gesellschaft im besten Falle eine vollständige Kompensation ihres Schadens erreichen, aber nie eine Besserstellung ihrer Vermögensposition. Folglich kann wegen dieser Problematik kein Sonderwert angesetzt werden (vgl. LG München I ZIP 2013, 1664, 1669).

Somit ergibt sich ein Unternehmenswert der Gesellschaft von € 266,2 Mio. zum Stichtag der Hauptversammlung am 19.1.2015, der sich aus dem Ertragswert von € 209,5 Mio. und dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens von € 56,7 Mio. zusammensetzt. Bei 7.977.513 Aktien resultiert daraus ein Abfindungsbetrag von € 33,37 je Aktie; auf diesen Betrag ist die angemessene Barabfindung festzusetzen. Da diese um rund 7,12 % über dem im Beschluss der Hauptversammlung festgelegten Betrag liegt, musste auch eine Erhöhung ausgesprochen werden. Dem kann nicht die Überlegung entgegengehalten werden, angesichts der auf § 287 Abs. 2 ZPO beruhenden Schätzung liege die Erhöhung noch innerhalb einer zulässigen Bandbreite, die die Angemessenheit der Kompensation nicht in Frage stelle. Es ist nämlich nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht auf der Basis von § 287 Abs. 1 ZPO nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 21.12.2015, 5HK O 24402/13; in diese Richtung: OLG



Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puskajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Da die Grenze von 5 % allerdings wie hier nicht unerheblich überschritten wird, muss insbesondere auch unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts der Minderheitsaktionäre aus Art. 14 Abs. 1 GG eine Erhöhung erfolgen.

d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG verankerten Amtsermittlungsgrundsatzes zur Festsetzung des Unternehmenswerts und damit der Abfindung nicht veranlasst.

(1) Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bereits zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

(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; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 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 Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in zwei mehrstündigen Anhörungsterminen und der aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Abfin-



dungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung aber auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache



15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem



Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

- (b) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin und verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Sie haben sowohl in ihrem Prüfungsbericht als auch bei der mündlichen Anhörung – soweit angezeigt – die von ihnen vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt. Sie haben dabei eingehend begründet, warum sie die Planannahmen für plausibel erachtet haben. Ebenso haben sie sich während ihrer Anhörung und in den ergänzenden schriftlichen Stellungnahmen eingehend mit den Rügen der Antragsteller zu den einzelnen Bewertungsparametern auseinandergesetzt und auch eine abweichend zusammengesetzte Peer Group gebildet haben. Dies macht deutlich, dass sie sich ihrer Aufgaben und ihrer Stellung bewusst waren und die einzelnen Feststellungen von in der gutachterlichen Stellungnahme nicht kritiklos übernommen haben. Demgemäß haben sie namentlich für die Ermittlung des Risikozuschlags eine abweichend sich zusammensetzende Peer Group herangezogen, was indes zu keinem



grundlegend anderen Ergebnis führte. Der Verwertbarkeit ihrer Angaben kann auch nicht entgegengehalten werden, ihre Prüfungshandlungen seien unzureichend gewesen. Dabei mussten und sich namentlich nicht die frühere Planung der GFM Messtechnik GmbH vorlegen lassen, anhand derer der Kaufpreis für diese Gesellschaft festgelegt wurde. Kaufpreis und objektivierter Wert sind nämlich zu unterscheiden – der Kaufpreis ist nämlich das Ergebnis von Verhandlungen zwischen zwei Vertragspartnern und muss folglich nicht mit dem Unternehmenswert identisch sein, weil gerade auch der Erwerber auf Synergien hofft, die für eine Stand alone-Betrachtung im Rahmen einer Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts vielfach außer Betracht bleiben müssen. Ebenso wenig waren und verpflichtet gewesen, einen umfassenden Abgleich mit den aktivierten Geschäfts- und Firmenwerten zur Plausibilisierung der Planansätze durchzuführen. Für den Squeeze out müssen die im Oktober 2014 vorhandenen Erkenntnisse sowie die sich daran anschließende Aktualisierung zum Stichtag der Hauptversammlung zugrunde gelegt werden, während der Impairment-Test für den Jahresabschluss 2013 auf dem Erkenntnisstand vom Herbst 2013 beruht, weshalb bereits deshalb die Vergleichbarkeit nicht zwingend zu bejahen ist. Die Prüfung der Werthaltigkeit der Wertansätze der Firmenwerte erfolgt unabhängig von den Fragen der Barabfindung, weshalb sich aus den Firmenwerten auch kein Rückschluss auf die Angemessenheit der Barabfindung ziehen lässt.

- (2) Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere beteiligter Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht anzuordnen, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.



- (a) 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; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.
- (b) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von _____ sowie der Abfindungsprüfer von _____ vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur 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 in Verbindung mit § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem 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 Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puzskajler 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 – wie oben ausgeführt – keine überspann-



ten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.
 - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs der Augusta Technologie AG, nach dieser im alleine maßgeblichen Referenzzeitraum mit € 27,72 unterhalb der festgesetzten Barabfindung lag.

- (1) Der Ansatz dieses auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte am 11.7.2014 erfolgte rechtlich zutreffend und muss folglich nicht korrigiert werden. Dabei muss insbesondere nicht auf einen Stichtagskurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung oder gar der letzten Notierung der Aktie nach der Hauptversammlung vor der „Beschlagnahme“ abgestellt werden.

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. = JZ 1999, 942, 944 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, 12. Aufl., § 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, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 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; nunmehr auch LG München I AG 2016, 95, 96; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) überzeugend 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.

- (2) Da die Hauptversammlung am 19.1.2014 stattfand, also nur etwas mehr als sechs Monate nach der Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines Squeeze out an die Kapitalmärkte, kann auch



nicht von einem längeren Zeitraum ausgegangen werden, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde. Ein Zeitraum von doch nicht unerheblich unter 7 ½ Monaten kann noch nicht als längerer Zeitraum angesehen werden (vgl. hierzu 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). Es liegt in der Natur der Sache der Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses, dass sich diese über einen Zeitraum von mehreren Monaten erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Augusta Technologie AG zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der die Struktur der Augusta Technologie AG, bei der zwei unterschiedliche Geschäftsbereiche eines international aufgestellten Unternehmens zu bewerten waren, berücksichtigen muss. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 1/2 Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866, 867 f. = ZIP 2014, 1784, 1786; Wasmann ZGR 2011, 83, 94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.). Soweit 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 Einzelfal-



les wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

Das Erfordernis einer Hochrechnung wegen eines längeren Zeitraums kann insbesondere auch nicht mit dem deutlich früheren Zeitpunkt des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots begründet werden, weil zu diesem Zeitpunkt noch gar nicht feststand, inwieweit die Antragsgegnerin die erforderliche Mehrheit zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze out überhaupt erwerben könne.

- b. Eine höhere Barabfindung lässt sich auch nicht aus außerbörslich gezahlten Vorerwerbspreisen ableiten, weil diese für die Ermittlung der Barabfindung bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme ohne Bedeutung sind. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maß-



nahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 308 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Vetter AG 1999, 569, 572). Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen. Abgesehen davon haben die Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht zumindest einen Teil der Vorerwerbspreise offengelegt, wobei diese ihnen bekannt gewordenen Preise unter der angebotenen Barabfindung lagen.

- c. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser



Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle; BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = ZNG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577 = Der Konzern 2007, 524, 525; Habersack In: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 a Rdn. 7). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/15; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15).

3. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 2 1. Hs AktG.
 - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 16.3.2015 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof In: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung in Anwendung von § 187 BGB ab dem 17.3.2015 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG



München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

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

III.

- 1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n. F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG



Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Auch wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung von rund 7,12 % kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich auf € 2,22 je Aktie. Bei insgesamt 702.175 außenstehenden Aktien errechnet sich aus der Multiplikation dieser beiden Zahlen ein Geschäftswert von € 1.558.828,50. Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.



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

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