

Beglaubigte Abschrift

**Landgericht München I**  
Az. 5HK 414/15



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-  
den Richter am Landgericht                      Handelsrichter              und Handelsrichterin  
nach mündlicher Verhandlung vom 14.1.2016 und 5.7.2016 am 30.12.2016  
folgenden

### **B e s c h l u s s :**

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 41,-- je Aktie der Real Time Technology AG werden zurückgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1) bis 57) und 59) bis 64).
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,-- festgesetzt.



## Gründe:

### A.

1. a. Die außerordentliche Hauptversammlung der Realtime Technology AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) fasste am 17.10.2014 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung in Höhe von € 41,- je Aktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen, die damals noch als \_\_\_\_\_ firmierte. Bereits zuvor hatten die Realtime Technology AG und die Antragsgegnerin am 29.8.2014 einen Verschmelzungsvertrag abgeschlossen, durch den die Realtime Technology AG ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung auf die Antragsgegnerin übertragen sollte. Bereits am 5.12.2013 war die Bekanntgabe der Unterzeichnung des außerbörslich erfolgten Erwerbs von über 84 % der Anteile an der Gesellschaft durch \_\_\_\_\_ erfolgt, wobei der dingliche Vollzug erst am 13.1.2014 erfolgte. Daraufhin gab die Antragsgegnerin am 11.12.2013 ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu einem Angebotspreis von € 40,- in bar je Aktie ab. Die Aktien der Realtime Technology AG wurden auf dem freien Markt (Open Market) der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Am 20.6.2014 ließ die Gesellschaft entsprechend den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse die Absicht einer Verschmelzung veröffentlichen, in deren Zusammenhang ein Ausschluss der übrigen Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung erfolgen sollte. Der auf der Basis von Daten der Deutsche Börse AG ermittelte volumengewichtete Durchschnittskurs belief sich in einem Zeitraum von drei Monaten vor dieser Bekanntgabe auf € 39,74 je Aktie.

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft liegt ausweislich ihrer Satzung in der Entwicklung und dem Vertrieb von sowie dem Handel mit Software einschließlich der Erbringung diesbezüglicher Beratungsleistun-



gen. Zur Erfüllung dieses Zwecks darf die Gesellschaft alle Geschäfte und Maßnahmen treffen, die zur unmittelbaren oder mittelbaren Förderung geeignet sind und insbesondere den Unternehmensgegenstand selbst oder die Tochter- oder Beteiligungsunternehmen verwirklichen sowie Zweigniederlassungen im In- und Ausland unter gleicher Firma errichten. Die Gesellschaft betrieb ihr Geschäft im Wesentlichen in den beiden Marktsegmenten 3 D-Software, wo die Visualisierungssoftware mit RTT DeltaGen und den dazugehörigen Softwaremodulen den Grundstock des Leistungsportfolios der RTT-Gruppe bildet, und in dem „Content & Services-Geschäft“, das sowohl den Vertrieb von kundenspezifischen 3 D-Visualisierungslösungen (Solution Geschäft) als auch die Erstellung von Content auf Basis von Computer-Generated Imaging, also mittels Computergrafik erzeugter Bilder (sogenanntes CGI-Geschäft), abdeckt.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 17.10.2014 erstellte die Antragsgegnerin den Übertragungsbericht nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 1 AktG, 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG, (Anlage AG 2), in dem auch zu dem mit Unterstützung der \_\_\_\_\_ (im Folgenden: \_\_\_\_\_) unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert Stellung genommen wurde. Dabei ging die Antragsgegnerin von einer die Jahre 2014 bis 2021 umfassenden Detailplanungsphase aus, an die sich für die Jahre 2022 bis 2025 eine Übergangs- oder Konvergenzphase anschloss, bevor ab den Jahren 2026 ff. der Terminal Value mit einem dann eingeschwungenen Zustand angesetzt wurde. In der Detailplanungsphase sollte sich das EBIT von € 6,644 Mio. in 2014 auf € 25,01 Mio. in 2021 verbessern, was einer Veränderung der EBIT-Marge von 8 % auf 14 % gleichkommt. Diese Marge wurde auch in den anschließenden Phasen zugrunde gelegt. Zum Stichtag der Hauptversammlung kam es ausweislich der Stichtagserklärung des Alleinvorstands der Antragsgegnerin vom 17.10.2014 (Anlage AG 3) zu einem Rückgang des prognostizierten Umsatzes für das Geschäftsjahr 2014 um € 7 Mio. auf € 86,5 Mio. und des geplanten Umsatzes um € 1,5 Mio. auf € 94,5 Mio. für das nachfolgende



Geschäftsjahr 2015. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzte die Antragsgegnerin einen zum Stichtag der Hauptversammlung aktualisierten Basiszinssatz von 2 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde im Übertragungsbericht auf 5,26 % nach Steuern festgesetzt, wobei von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einem mittels zweier Peer Groups ermittelten Beta-Faktor von 0,96 ausgegangen wurde. Im Rahmen der Stichtagsklärung zur Hauptversammlung kam es zu einer Reduktion auf 0,95. Für die Phase der Ewigen Rente wurde von einem Wachstumsabschlag von 1 % ausgegangen. Zudem gab es ausweislich des Übertragungsberichts bei der Realtime Technology AG Sonderwerte in Form von nicht betriebsnotwendiger Liquidität in einem Umfang von € 5,648 Mio., die in den Unternehmenswert einfließen. Unter Berücksichtigung der Anpassungen der Parameter zum Kapitalisierungszinssatz entsprechend der Stichtagsklärung errechnete sich danach ein Unternehmenswert der Realtime Technology AG von € 192,857 Mio. oder von € 40,46 je Aktie.

Die vom Landgericht München I im Verfahren 5HK O 11880/14 zur Abfindungsprüferin bestellte (im Folgenden: ) gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 4.9.2014 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar; die Stichtagsklärung der Abfindungsprüfer (Anlage AG 5) bestätigte die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung auch unter Berücksichtigung der zwischenzeitlich eingetretenen Verhältnisse.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Übertragungsberichts, des Prüfungsberichts sowie der beiden Stichtagsklärungen wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 2 bis AG 5 Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 11.12.2014 in das Handelsregister der Realtime Technology AG eingetragen mit dem Vermerk, dass die Übertragung erst mit Eintragung der Verschmelzung in das Han-



delsregister des Sitzes des übernehmenden Rechtsträgers wirksam werde. Am 15.12.2014 kam es zur Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des übernehmenden Rechtsträgers, also der Antragsgegnerin. Die Eintragung der Verschmelzung und des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am Sitz der übertragenden Gesellschaft wurden am 12.12.2014 bekannt gemacht, während die Bekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister des Sitzes der Antragsgegnerin am 15.12.2014 erfolgte.

Alle im Verfahren verbliebenen Antragsteller waren zum Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung Aktionäre der Realtime Technology AG.

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 16.3.2016 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die festgelegte Barabfindung angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden:
  - a. Dabei leiten die Antragsteller die Notwendigkeit einer Erhöhung bereits aus der mangelnden Plausibilität der Planansätze ab, die in wesentlichen Punkten korrekturbedürftig seien.
    - (1) Dies zeige sich bereits an der Aktualisierung der Planung vom 21.3.2014 am 13.8.2014, weil dies letztlich nur der Korrektur des abgesunkenen Basiszinssatzes diene und gerade deshalb auch eine anlassbezogene und folglich für Bewertungszwecke ungeeignete Planung vorliege. Vorgenommene Änderungen in der Bilanzierungsmethode hätten zudem eine Prüfung der Planungstreue in der Vergangenheit zumindest massiv erschwert, wenn nicht unmöglich gemacht. Zudem könne es dadurch auch Änderungen beim Ertragswert geben. Angesichts des unzulässigerweise angewandten Vorsichtsprinzips müsse es zudem zu weiteren Bereinigungen kommen.



Ebenso bestehe die Gefahr einer unzulässigen Einflussnahme auf die Planung durch die Antragsgegnerin mit dem Ziel eines möglichst niedrigen Abfindungsergebnisses. Der Ansatz einer acht Jahre dauernden Detailplanungsphase stelle sich als zu lang dar.

- (2) Die Umsatzplanung vernachlässige das äußerst positive Umfeld der Automobilindustrie als Hauptabsatzmarkt ebenso wie die guten Zukunftsaussichten aus den anderen Branchen wie Medizintechnik, Lifestyle, Sportschuhe, Rüstungstechnik oder Maschinenbau. Auch fließe das Wachstum in anderen Branchen angesichts der dort bestehenden fast unbegrenzten Wachstumsmöglichkeiten nicht adäquat in die Planung ein. Die mangelnde Plausibilität der Prognose in Phase I ergebe sich auch daraus, dass der Rückgang des Wachstums auf 11 % p.a. nach 34 % Wachstum im Jahr 2012 und von 30 % im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre nicht nachvollziehbar sei, nachdem Wachstumsraten von 10 % auch in Krisenzeiten erreicht worden seien und bei Abnehmern gerade in der Krise die Bereitschaft bestanden habe, verstärkt in neueste Grafik-Software zu investieren. Da die Produkte der Realtime Technology AG erst am Beginn des Produktlebenszyklus stünden, müsse das in einer Studie des Fraunhofer-Instituts genannte Wachstum von 15 % herangezogen werden, zumal die Wachstumsrate weltweit mehr als 15 % betragen werde. Angesichts höherer Wachstumsraten in Asien müsse ein stärkerer Anstieg des Anteils dieser Region als von 14,6 % auf 27,4 % angenommen werden. Aber auch das Wachstum von 8,7 % p.a. in Europa und Amerika sei angesichts der Prognose des Fraunhofer-Instituts zu konservativ. Weiterhin stehe dies in Widerspruch zu dem laut Marktstudien zu erwartenden höheren Wachstum im Bereich Content & Services. Auch könne wegen der starken Wachstumsimpulse aus den Vereinigten Staaten von Amerika die vor dem Stichtag vorgenommene Anpassung wieder korrigiert werden. Die Gesellschaft sei wegen der globalen Diversifizierung weitgehend



konjunkturunabhängig und könne selbst bei ungünstigen Rahmenbedingungen und ungünstigen Währungseffekten vor allem durch den Yen in der Eurozone ein Wachstum von mehr als 10 % und auf dem amerikanischen Kontinent sogar 35 % nachhaltig erwirtschaften. Ebenso vernachlässige die Planung den im Übertragungsbericht hervorgehobenen Mehrwert gegenüber den Wettbewerbern. Bei den Planansätzen und den Ausführungen zum Wettbewerbsdruck gebe es einen Widerspruch zu den im Übertragungsbericht geschilderten sehr positiven Entwicklungen auf dem Werbemarkt. Die Umsatzentwicklung berücksichtige nicht hinreichend die überdurchschnittlich steigenden Investitionen in Forschung & Entwicklung sowie in das Personal; was sich in höheren Umsatzzahlen in allen Planungsphasen niederschlagen müsse. Die Planannahmen ließen zudem fehlerhaft Wechselkurseffekte aus dem Verhältnis des Euro zum US-Dollar außer Betracht, zumal die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar angesichts der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zum Stichtag bereits absehbar gewesen sei.

- (3) Dem Rückgang der Rohertragsmarge fehle die Plausibilität, weil im Zuge der technischen Weiterentwicklung zusätzliche Anwendungsgebiete erschlossen würden mit der Folge einer weiterhin hohen Entwicklungsdynamik und einer Verschiebung zu anderen Märkten, weshalb sich ein Rückschluss auf eine sinkende Rohertragsmarge selbst bei steigender Wettbewerbsintensität verbiete. Unklar seien die Ursachen für den Rückgang der EBIT-Marge von 8 % kurz vor der Hauptversammlung auf nur mehr 4 %, zumal positive Skaleneffekte auch zu einer höheren Rohertragsmarge führen müssten. Die Entwicklung der EBIT-Marge stehe im Widerspruch zu Analystenschätzungen mit deutlich besseren Zahlen für die Jahre 2013 bis 2017.



- (4) Bei der Steuer- und Finanzplanung fehle der Ansatz latenter Steuern; auch bleibe unklar, inwieweit bestehende Verlustvorträge berücksichtigt worden seien. Ebenso gebe es keine klaren Aussagen zum Ansatz des Zinssatzes von 4,5 % für kurzfristige Verbindlichkeiten und von 3,9 % für Pensionszahlungen.
- (5) Angesichts des Unterbleibens von Dividendenzahlungen in der Vergangenheit könne der Ansatz der gewählten Ausschüttungsquote von 29 % im Jahre 2014 und von 27 % für den Rest der Detailplanungsphase nicht sachgerecht sein. Auch spreche der Ansatz der Ausschüttungsquote für eine vom Hauptaktionär selbst erstellte Planung. Die angesetzte Thesaurierung käme nie bei den Aktionären an. Zudem seien die thesaurierten Erträge in der Ewigen Rente auch zu verzinsen gewesen.
- (6) Als unzulässig eingestuft werden müsse der Ansatz einer Konvergenzphase, weil dieser nur das Ziel verfolge, das nachhaltige Umsatzwachstum auf 1 % zu drücken. Ihre Dauer von vier Jahren sei ohnehin zu kurz bemessen. Zudem fehle eine Differenzierung zwischen den einzelnen Ländern und Produkten. Unrealistisch sei der Ansatz eines sinkenden Wachstums in dieser Zeitspanne bei einer stark wachsenden IT-Branche, zumal der Rückgang fehlerhaft linear stattfinden solle. Infolge der steigenden Rentabilität in der Ewigen Rente müsse auch eine steigende EBITDA- bzw. EBIT-Marge angesetzt werden. Da es auch nach 2025 noch reales Mengenwachstum geben werde, könne nicht schon zu diesem Zeitpunkt von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden.
- (7) Die Planung unterlasse fehlerhaft den Ansatz von Synergien aus der erfolgten Übernahme von Bunkspeed und von Synergien aus Marketing-Beratungsdienstleistungen.



- b. Die Unangemessenheit der Barabfindung resultiere weiterhin auf einem zu hoch angesetzten Kapitalisierungszinssatz, der einer Korrektur in all seinen Komponenten bedürfe.
- (1) Der angenommene Basiszinssatz entspreche nicht den Gegebenheiten zum Stichtag der Hauptversammlung und dürfe nicht aus 30 Jahre laufenden Zerobonds abgeleitet werden. Zudem sei angesichts des Ausfallrisikos auch von deutschen Staatsanleihen nicht von deren Risikolosigkeit auszugehen. Fehlerhaft erfolge das Heranziehen eines periodeneinheitlichen Basiszinssatzes. Weiterhin müsse der aus dem vereinfachten Ertragswertverfahren bekannte Basiszinssatz von 0,99 % angesetzt werden.
  - (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag reduziert werden, sofern ein solcher überhaupt herangezogen werden dürfe. Das zu seiner Ermittlung angewandte (Tax-)CAPM stelle sich hierfür jedenfalls als ungeeignet dar. Keinesfalls könne auf Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW eine höhere Marktrisikoprämie in der Mitte einer Bandbreite von hier 5,5 % nach Steuern sachgerecht sein, weil gerade der niedrigere Basiszinssatz diesen Ansatz nicht rechtfertige. Anstelle des arithmetischen Mittels mit einjährigem Wiederanlagehorizont müsse das geometrische Mittel angenommen werden. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den originären Beta-Faktor der Realtime Technology AG abgebildet werden und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group. Die Verschuldungsquote der Gesellschaft sei fehlerhaft ermittelt worden, wobei vor allem auch die Kapitalstruktur aufgrund der thesaurierten Jahresüberschüsse in Phase I einen sinkenden Beta-Faktor zwingend bedinge.
  - (3) Der im Terminal Value angesetzte Wachstumsabschlag von 1 % müsse erhöht werden, weil dieser Ansatz übersehe, dass die Kunden der Gesellschaft die hohe Qualität der Produkte einem niedrigeren



Preisniveau vorzögen. Vor allem aber führe ein Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsrate auf Dauer zu einem vollständigen Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt. Gerade wegen der sich ständig verkürzenden Produktlebenszyklen in der Automobilindustrie könne es keinen Rückgang der Wachstumsdynamik geben. Zudem sei es nach Wachstumsraten von über 30 % trotz steigenden Wettbewerbsdrucks und einer Marktsättigung unrealistisch, wenn das Wachstum in der Ewigen Rente auf 1 % sinken solle. Der Ansatz dieses Wachstumsabschlags bedeute zudem einen Widerspruch zu einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und stehe auch in Widerspruch zu den Impairment-Tests bei früheren Jahresabschlüssen mit Werten von 2 %.

- c. Es fehle jedenfalls eine klare Aussage zur Berücksichtigung der Wertpapiere als nicht betriebsnotwendig. Ebenso hätten stille Reserven im nicht betriebsnotwendigen Vermögen aufgedeckt werden müssen. Von der vorhandenen Liquidität sei ein zu geringer Anteil als nicht betriebsnotwendig eingestuft worden. Als Sonderwert hätte der Wert der Marke "RTT" angesetzt werden müssen.
  - d. Die Barabfindung hätte entsprechend dem letzten Börsenkurs auf wenigstens € 42,80 festgesetzt werden müssen. Zudem fehle eine Berücksichtigung der von der Antragsgegnerin gezahlten Erwerbspreise für die Aktien der Realtime Technology AG.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die festgesetzte Barabfindung angemessen sei. Eine Reihe von Anträgen werde darüber hinaus den Anforderungen an eine hinreichend konkrete Bewertungsrüge nicht gerecht, weil es an einer Auseinandersetzung mit der konkreten Bewertung durch die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin und dem Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von        fehle, woraus sich bereits die Unzulässigkeit dieser Anträge ergebe.



a. Die Planannahmen der Realtime Technology AG seien hinreichend plausibel und folglich einer Anpassung nicht zugänglich, wobei die Anwendung des IDW S 1 2008 zur Ermittlung des Ertragswerts sachgerecht sei.

(1) Von einer unzulässigen Anlassplanung könne nicht ausgegangen werden; die Erwartungen für das Geschäftsjahr 2014 seien angesichts des Stichtagsprinzips an die tatsächlichen Entwicklungen anzupassen gewesen mit der Folge einer Umsatzreduzierung. Die Umstellung der Bilanzierung auf die Gegebenheiten des neuen Mutterkonzern nach dem Erwerb der Mehrheitsbeteiligung entspreche dem in Übernahmesituationen üblichen Vorgehen und sei nach den IFRS-Vorschriften zulässig; vor allem aber habe dies keine Auswirkungen auf die Höhe der Barabfindung. Ebenso wenig könne der Wechsel von Gesamt- zum Umsatzkostenverfahren als willkürlich eingestuft werden, nachdem der Wechsel rechtlich zulässig sei und die geänderte Form der Darstellung die Höhe der Barabfindung nicht beeinflusse. Die Bilanzierung nach IFRS räume dem Vorsichtsprinzip keine Priorität ein. Angesichts der hohen Abhängigkeit der Realtime Technology AG von den Modellzyklen der Automobilindustrie zwischen fünf und zwölf Jahren rechtfertige sich auch die Länge der Detailplanungsphase von acht Jahren. Die sich anschließende Konvergenzphase diene den Interessen der Minderheitsaktionäre, nachdem selbst eine fünfjährige Detailplanungsphase mit einem Wachstumsabschlag von 2,5 % eine niedrigere Barabfindung nach sich gezogen hätte. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse sei es in sachgerecht vorgenommener Art und Weise zu einer Bereinigung um außerordentliche, periodenfremde und einmalige Effekte gekommen, deren Einfluss auf die Wertermittlung fehle.

(2) Die Planung berücksichtige die Fähigkeit der Gesellschaft zum Einstieg in neue Branchen, was sich am Anstieg des Anteils des Non-Automotive-Bereichs auf 40 % aller Erlöse zeige, ebenso wie die Be-



deutung von Wachstumsregionen, nachdem das durchschnittliche Umsatzwachstum für Asien auf 22 % angestiegen sei. Ein differenziertes Wachstum nach unterschiedlichen Währungsräumen müsse im Terminal Value nicht dargestellt werden. Die Studie des Fraunhofer-Instituts zeige nur Entwicklungen in Deutschland, nicht aber weltweit. Das Wachstumspotenzial der Studien mit 15 % in einem dynamisierten Szenario könne nicht zugrunde gelegt werden, weil dies Investitionen, technische Sprünge und die Erschließung neuer Anwendungsgebiete voraussetze, während die Gesellschaft ein erhebliches organisches Wachstum plane und nicht vorhersehbar sei, inwieweit die Gesellschaft dies in allen Geschäftsbereichen ohne externe Zukäufe technische Innovationen erreichen werde. Das Wachstumspotenzial der 3D-CGI-Inhalte, der 3D-Visualisierungslösungen in Konsumgüter und der Lifestyle-Industrie sei mit 53 % angemessen abgebildet. Die Umsatzplanung berücksichtige auch hinreichend die Investitionen in Vertrieb und Entwicklung sowie Verwaltungskosten angesichts einer Verdoppelung der Profitabilität zwischen 2014 und 2021, wobei der Anstieg von Vertriebspersonal die Erhöhung der Produktivität begründete. Allgemeine Marktaussichten in den USA seien nachvollziehbar prognostiziert. Kein Widerspruch bestehe zwischen Angaben zum Wettbewerbsdruck und den Marktaussichten, weil die Marktaussicht den gesamten Werbemarkt mit stabilen Positionen großer Wettbewerber erfasse und die Gesellschaft hier in einem Nischensegment der 3D-Content Herstellung tätig sei, wo es durch eine hohe Zahl von neuen Marktteilnehmern zunehmenden Wettbewerbs- und damit Preisdruck gebe.

- (3) Aufgrund der stark durch den personalintensiven Content & Service-Bereich getriebenen Rohertragsmarge müsse deren Plausibilität bejaht werden, weil es dort keine substanziellen Skaleneffekte gebe. Die angenommene EBIT-Marge müsse vor dem Hintergrund des Wettbewerbsdrucks als ambitioniert bezeichnet werden, was auch



ein Vergleich mit Analystenschätzungen belege. Die Abwertung des Euro zum US-Dollar sei Anfang des Jahres nicht absehbar gewesen.

- (4) Die Steuerplanung gehe von den länderspezifischen Steuerraten unter Berücksichtigung auch des zulässigen Umfangs der Verlustvorträge in den einzelnen Staaten aus, wobei sich auf konsolidierter Ebene dann mathematisch ein relativ hoher effektiver Steuersatz ergebe. Nach vollständigem Verbrauch der Verlustvorträge erwarte die Gesellschaft eine effektive Steuerquote von 33 %. Der Zinssatz bei Pensionsrückstellungen 3,9 % beruhe auf der Annahme des Pensionsgutachtens vom 31.12. entsprechend den Angaben im Konzernabschluss 2013 und dem Halbjahresbericht zum 30.6.2014. Ein niedrigerer Wert führe zu steigenden Pensionsverpflichtungen und damit zu einer Verringerung der Abfindung. Nicht mehr nutzbare latente Steuern erläutere der Bericht hinreichend; zudem seien sie ohne Einfluss auf eine effektive Planungsrechnung.
- (5) Keiner Korrektur bedürfe die jeweilige Ausschüttungsquote auch unter Berücksichtigung der Vergangenheit, nachdem es Zweck der Verwendung des freien Cash flow gewesen sei, das schnelle organische Wachstum und die Entwicklung des Geschäftsmodells der Realtime Technology AG zu finanzieren und im Tagesgeschäft den kurzfristigen Liquiditätsbedarf zu stärken. Die Planannahme in Phase I leite sich aus den Erfahrungen des Hauptaktionärs und einer Benchmark-Analyse der Peer Group ab. Die Thesaurierung sei zutreffend abgebildet und den Anteilseignern bei der Ermittlung des Ertragswerts voll zugerechnet worden. Der Steuersatz auf thesaurierte Wertbeiträge beruhe auf typisierten Annahmen zur Haltedauer. Angesichts der Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung der thesaurierten Beträge müsse es nicht zu deren Verzinsung in der Ewigen Rente kommen.



b. Methodisch und inhaltlich zutreffend erfolgt sei die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes.

- (1) Dies gelte zunächst für die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturkurve für einen Zeitraum von 90 Tagen, woraus sich zum Bewertungsstichtag ein gerundeter Basiszinssatz von 2 % vor Steuern ableiten lasse. Der periodeneinheitliche Basiszinssatz missachte auch nicht die Laufzeitäquivalenz zu Zahlungsströmen und Rendite. Der im vereinfachten Ertragswertverfahren angenommene Basiszinssatz von 0,99 gelte erst für Bewertungsstichtage ab dem 1.1.2015.
- (2) Der notwendigerweise anzusetzende Risikozuschlag sei zutreffend mit Hilfe des weithin anerkannten (Tax-)CAPM ermittelt worden, das sich durch erhöhte methodische Transparenz auszeichne. Angesichts des historisch niedrigen Basiszinssatzniveaus, impliziter Kapitalkosten für den deutschen Markt sowie Zinsspreads auf Fremdkapitalmärkten müsse die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als zutreffend ermittelt angesehen werden. Ebenso sei der angenommene Beta-Faktor sachgerecht, weil der unternehmenseigene Beta-Faktor vor allem aufgrund fehlender Liquidität der Aktie und der nicht gegebenen Signifikanz des Bestimmtheitsmaßes  $R^2$  und des t-Tests ungeeignet sei und zum anderen die Peer Group sachgerecht zusammengesetzt sei, indem das systematische Risiko der beiden Geschäftsfelder durch zwei unterschiedliche Peer Groups mit zutreffendem Ansatz der jeweiligen Verschuldungsquoten abgebildet worden sei.
- (3) Ebenso wenig bestehe Korrekturbedarf beim Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1 % in der Ewigen Rente. Maßgeblich sei der Umfang, in dem zu erwartende Preissteigerungen der Einsatzfaktoren an die Kunden weitergegeben werden könnten, was regelmäßig nicht in voller Höhe geschehe – nur im Werbemarkt seien leicht posi-



tive Preissteigerungen durchsetzbar gewesen. Angesichts der Abhängigkeit von der Automobilindustrie wäre es nicht plausibel anzunehmen, die Realtime Technology AG könne sich vom allgemeinen Marktumfeld der Hauptkunden abkoppeln, in der sämtliche Hersteller von den Zulieferern Zugeständnisse verlangen würden. Ein reales Schrumpfen lasse sich nicht bejahen. Auch könne angesichts der Verschiedenheit zur Marktrisikoprämie kein Widerspruch zu deren Höhe angenommen werden.

- c. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen seien die nicht betriebsnotwendigen Wertpapiere zu Marktwerten nach IAF 39 zutreffend bewertet worden; stille Reserven habe es nicht gegeben. Angesichts des hohen Anteils von Personalkosten an den laufenden Aufwendungen müsse eine betriebsnotwendige Liquidität von € 7,8 Mio. angenommen werden; nur der Rest könne als Sonderwert in die Unternehmensbewertung einfließen.
  - d. Der Börsenkurs führe zu keiner höheren Barabfindung angesichts eines gewichteten Durchschnittskurses in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme von € 39,74. Eine Hochrechnung verbiete sich angesichts einer Zeitspanne von weniger als vier Monaten bis zur Hauptversammlung am 17.10.2014. Ebenso seien Vorerwerbspreise für die Höhe der Barabfindung ohne Bedeutung, weshalb es auch keinen Anspruch auf Informationen über Absprachen zwischen der Antragsgegnerin und Dritten in diesem Zusammenhang geben könne.
4. a. Mit Beschluss vom 10.7.2015 (Bl. 165 d.A.) hat das Landgericht München I zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bekanntmachung (Bl. 166 d.A.) im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie die Unmöglichkeit, aus der Plan-Ist-Analyse Rückschlüsse auf die Plausibilität der Plan-



annahmen zu ziehen angesichts der Unklarheit, welche konkreten Vorgaben des Planes Gegenstand dieser Analyse gewesen seien. Gerade die Anpassung der Planung wenige Tage vor dem Bewertungsstichtag spreche für deren Anlassbezogenheit. Ebenso fehle eine geschäftsbereichsbezogene Analyse. Im ersten Planjahr müsse die Ausschüttungsquote als zu hoch eingestuft und folglich herabgesetzt werden. Ebenso rügt der gemeinsame Vertreter die einzelnen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes, wobei er vor allem auf die Notwendigkeit des Ansatzes des originären Beta-Faktors verweist und die Verzerrung der Beta-Faktoren in beiden Peer Groups durch die Aufnahme von Autodesk Inc., von PTC sowie von Interpublic Group of Cos Inc. komme.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 14.1.2016 und vom 5.7.2016 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer der

–

– mündlich angehört. Ferner hat das Gericht mit Beschlüssen vom 14.1.2016 (Bl. 265 d.A.) und vom 18.1.2016 (Bl. 266/269 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, in ergänzenden schriftlichen Stellungnahmen vor allem zu Fragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen mit geänderten Parametern vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der Abfindungsprüfer wird in vollem Umfang auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 14.1.2016 (Bl. 233/265 d.A.) und vom 5.7.2016 (Bl. 416/432 d.A.) sowie auf die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachten ergänzenden Stellungnahmen der

und

vom 19.4.2016 (Bl. 286/334 d.A.), vom 27.6.2016 (Bl. 354/397 d.A.) und vom 4.7.2016 (Bl. 400/415 d.A.) Bezug genommen.

- c. Die Antragstellerin hat mit Schriftsatz ihres Verfahrensbevollmächtigten vom 16.11.2016 (Bl. 436 d.A.) ihren Antrag zurückgenommen. Mit Schrift-



satz ihrer Verfahrensbevollmächtigten vom 1.1.2016 (Bl. 437 d.A.) hat die Antragsgegnerin zugesagt, keinen Kostenantrag zu stellen.

5. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens aller Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 18.1.2016 (B. 233/265 d.A.) und vom 5.7.2016 (Bl. 416/432 d.A.).

## B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind – soweit über sie noch zu entscheiden ist – zulässig, jedoch nicht begründet und waren daher zurückzuweisen.

## I.

Die Anträge aller verbliebenen Antragsteller sind zulässig.

1. Diese Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der Realtime Technology AG im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärseigenschaft 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 Realtime Technology AG sein; vielmehr ist die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses am 15.12.2014 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.

Hinsichtlich der im Verfahren verbliebenen Antragsteller hat die Antragsgegnerin deren Aktionärseigenschaft zum maßgeblichen Stichtag am 15.12.2014 von vornherein nicht bestritten oder durch entsprechende Erklärungen unstrittig gestellt. Damit gilt der Vortrag der Antragsteller gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden und bedarf somit keines Beweises mehr durch die Vorlage entsprechender Auszüge aus dem Aktionärsregister gemäß § 67 Abs. 2 AktG analog.

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht 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 Verschmelzungsbeschlusses als wesentliches Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte und auf das bezüglich des maßgeblichen Datums der Bekanntmachung abgestellt werden muss, erfolgte am 15.12.2014, weshalb die Frist dann am 15.3.2015 endete. Da der 15.3.2015 ein Sonntag war, verschob sich das Fristende gemäß §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 16 Abs. 2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO auf den darauf folgenden Montag, also den 16.3.2015. An diesem Tag gingen spätestens ausweislich der Gerichtsakte alle Anträge zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht München I ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG ordnungsgemäß begründete Anträge gestellt, wie es von § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG verlangt wird.



- a. Dies gilt zunächst auch für die Antragsteller, soweit sie vorgetragen haben, im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out Aktionäre der Realtime Technology AG gewesen zu sein, mithin am 11.12.2014, auch wenn dieser Tag aus den oben dargelegten Gründen nicht maßgeblich sein kann. Die entsprechenden Erklärungen sind der Auslegung dergestalt zugänglich, dass sich der Vortrag auf das Wirksamwerden des Verschmelzungsvertrages durch Eintragung im Handelsregister der Antragsgegnerin als übernehmenden Rechtsträger bezieht.

Dabei dürfen an die Tiefe der Darlegung keine überzogenen Anforderungen gestellt werden. Bei einem Spruchverfahren handelt es sich – ungeachtet der sich vor allem aus §§ 8 Abs. 3, 9 SpruchG ergebenden teilweisen Annäherung an zivilprozessuale Grundsätze – um ein solches der freiwilligen Gerichtsbarkeit, für das kein Anwaltszwang besteht. Dieser Umstand muss bei der Auslegung dieser Antragsschriftsätze, die zumindest zum Teil von nicht anwaltlich vertretenen ehemaligen Aktionären stammen, berücksichtigt werden. Das maßgebliche Verfahrensrecht verweist in § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG auf die Antragsberechtigung des ausgeschiedenen Aktionärs, wenn auf die Regelungen in § 1 Nr. 3 SpruchG über die Statthaftigkeit des Spruchverfahrens nach einem Squeeze out verwiesen wird. Entscheidend ist demgemäß die Darlegung des Aktionärs, durch einen Squeeze out die Aktionärsenschaft verloren zu haben. Zwar musste der Gesetzgeber diese gesetzlichen Regelungen nicht anpassen, weil sich aus der Gesetzessystematik aus § 62 Abs. 5 UmwG ergibt, dass zwingend die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses maßgeblich sein muss, nachdem – wie bereits ausgeführt – erst hierdurch die Aktionärsenschaft verloren geht. Die Kenntnis dieses Zusammenspiels unterschiedlicher materiell-rechtlicher und verfahrensrechtlicher Vorschriften kann aber namentlich von anwaltlich nicht vertretenen Antragstellern nicht erwartet werden. Zudem ist bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen zu berücksichtigen, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum



Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366, 369 f. = NJW 1992, 105; BGH NJW-RR 2010, 357; Vollkommer/Geimer in: Zöllner, ZPO, 30. Aufl., Einleitung Rdn. 99). Deshalb muss auch der Vortrag anwaltlich verretener Antragsteller in diese Richtung ausgelegt werden. Es muss genügen, wenn sich aus der Antragsschrift jeweils ergibt, dass der Antragsteller oder die Antragstellerin infolge der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme eines Squeeze out die Aktionärsstellung verloren hat. Dies haben alle Antragsteller hinreichend dargelegt.

- b. Alle verbliebenen Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG auch konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind.

- (1) Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.

Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken (vgl. nur BÜchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puzskajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004,



819, 823; Lamb/Schluck-Armed DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puskajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 7 f.). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretetheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüfner/Koch, AktG, 12. Aufl., Anh. § 305 § 4 SpruchG Rdn. 8). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.; 2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996; ZIP 2013, 1664, 1665; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126 f.; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 22 f.).

Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsrüge generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze



out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht. Sie überspannt die Anforderungen an die Antragsteller, nachdem vielfach auch in der – einander ähnlichen – Bewertungsgutachten die näheren Daten zur Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht offen gelegt werden und zur Begründung häufig im Wesentlichen auf die Erkenntnisse des Fachausschusses Unternehmensbewertung (FAUB), wie sie im aktuellen IDW S 1 und anschließenden Verlautbarungen des IDW niedergelegt wurden, verwiesen wird. Dann aber von den Antragstellern fast schon wissenschaftlich fundierte Widerlegungen und Berechnungen zu fordern, übersteigert die Anforderungen an eine zulässige Bewertungsprüfung und wäre namentlich auch mit dem aus dem Rechtsstaatsprinzip abgeleiteten und damit verfassungsrechtlich abgesicherten Justizgewährleistungsanspruch des Grundgesetzes nicht vereinbar. Es genügt, wenn einzelne Parameter mit einer nachvollziehbaren Begründung in Frage gestellt werden. Dies ist hier von allen Antragstellern zumindest in Bezug auf einen Bewertungsfehler in den jeweiligen Antragsschriften geschehen.

- (2) Diesen Anforderungen werden alle Antragsschriften gerecht. So verwiesen namentlich die Antragsteller zu 10) bis 11) sowie die Antragsteller zu 61) bis 64) auf die Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors anstelle des über eine Peer Group ermittelten unternehmensindividuellen Risikos, wobei die Antragsteller zu 61) bis 64) zudem ergänzend auch auf die Folge des unterhalb der allgemeinen Inflationsrate verharrenden Wachstumsabschlags hinwiesen. Die Antragstellerin zu 60) macht geltend, dass es infolge der Auswirkungen des Zusammenbruchs von Lehman Brothers Inc. keine aussagekräftigen Studien gebe, aus denen sich ein Anstieg der Marktrisikoprämie rechtfertigen lasse. Die Antragsteller zu 24), 31), 38), 41) und 42) halten angesichts des aktuellen Zinsniveaus den angesetzten Basiszinssatz für deutlich überhöht. Zudem rügt die Antragstellerin



zu 38) auch die fehlenden Gründe für einen Rückgang des Umsatzwachstums in den Jahren der Konvergenzphase von 10 % auf 1 %. Die Antragstellerin zu 43) kritisiert – ebenso wie der Antragsteller zu 59) – die Ungeeignetheit der von Herrn Prof. Dr. Stehle erstellten Studie und darauf aufbauend den Ansatz des arithmetischen Mittels als Basis der Marktrisikoprämie; zudem verweist sie wie andere Antragsteller auch auf eine fehlerhafte Zusammensetzung der Peer Group.

Dabei handelt es sich um konkrete Bewertungsrügen, aus denen sich die Unangemessenheit der Barabfindung ergeben soll. Inwieweit diese Rügen berechtigt sind, ist eine Frage der Begründetheit. Soweit einzelne Rügen dieser Antragsteller nicht hinreichend konkretisiert sein sollten, steht dies der Zulässigkeit nicht entgegen, weil der Vortrag zumindest zu einer Bewertungsrüge durch jeden der Antragsteller in jedem Fall als ausreichend angesehen werden muss.

## II.

Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung mit einem Betrag von € 41,- je Aktie der Realtime Technology AG als angemessen angesehen werden muss.

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. 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 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 vorgenommenen Analyse der Vergangenheit und den daraus gewonnenen Erkenntnissen lässt sich nicht der Rückschluss ziehen, die Planung lasse die erforderliche Systematik vermissen. Die Vergangenheitsanalyse dient vor allem dem Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognosen plausibel sind. Auch wenn in der Vergangenheit stets nur eine Budget-Planung und keine Mittelfristplanung vorgenommen wurden, belegen die daraus gewonnenen Erkenntnisse, dass sich die Annahme einer untauglichen Planungssystematik nicht rechtfertigen lässt. Die Abfindungsprüfer untersuchten die vergangenen drei Jahre 2011 bis 2013, bei denen sich keinerlei Hinweise auf besondere Auffälligkeiten ergaben, weshalb die Prüfer auch keinen längeren Zeitraum wählten. Dabei lagen die Umsätze in den Jahren 2011 und 2013 unter den Planannahmen, während das operative Ergebnis in allen drei Jahren die Planannahmen um 59,8 %, 1,2 % und 70,9 % unterschritt. Angesichts dessen stufen die Prüfer die Planung als durchaus ambitioniert ein. Allerdings kann dieser Vergangenheitsanalyse bei der Realtime Technology AG keine zentrale Bedeutung beigemessen werden, weil sich angesichts der jeweils nur ein Jahr umfassenden Planung keine lineare Entwicklung darstellen lässt. Die Veränderungen im Jahr 2012 beruhten auf einem Sondereffekt aus unerwarteten, einmaligen Softwarelizenzverkäufen, was sich so in der Folgezeit nicht wiederholt hat. Angesichts dessen kam es auch zu einem Rückgang der Erlöse aus Softwarelizenzen.

Die Bereinigungen der Ist-Zahlen der Jahre 2011 bis 2013 um Sondereffekte im Rahmen der Vergangenheitsanalyse führt auch nicht zu einem völlig atypischen negativen Ergebniseffekt, wie die Prüfer in ihrer Anhörung herausgestellt haben. Dabei gingen die vorgenommenen Änderungen wegen des Vorliegens von einmaligen Sondereffekten in beide Richtungen, wobei dies



sowohl für eine Gesamtbetrachtung als auch für Bereinigungen innerhalb der drei Jahre gilt, die sich dann entsprechend kompensieren, wie dies und in ihrem Prüfungsbericht in Tz. 122 dargestellt haben. Das Ausmaß der Ergebnisveränderungen lag bei unter 10 %; über die vorgenommenen Bereinigungen hinaus mussten keine weiteren durchgeführt werden.

Die Zahlen stehen auch nicht in Widerspruch zu den Ausführungen im Geschäftsbericht für den Konzernabschluss 2013, nachdem dort ein Ist-Ist-Vergleich vorgenommen wurde, während die Prüfer einen Plan-Ist-Vergleich auf der Grundlage der vom Vorstand verabschiedeten und dem Aufsichtsrat vorgelegten Budgetplanungen für das nachfolgende Jahr vorgenommen haben. Eine geschäftsbereichsbezogene Analyse musste nicht zwingend erfolgen, auch wenn es bei der Gesellschaft seit 2012 einzelne Geschäftsbereiche gab, weil die Vergangenheitsanalyse regelmäßig auf der Grundlage aggregierter Plan- und Ist-Zahlen erfolgt und nicht unter Heranziehung einer disaggregierten Niveaus.

- (b) Eine unzulässige Anlassplanung kann nach den Erkenntnissen von und vorliegend nicht angenommen werden, auch wenn bei der Realtime Technology AG erstmals eine mehrjährige Detailplanungsphase angesetzt wurde und ein Zusammenhang mit dem Squeeze out nicht zu verkennen ist. Die Abfindungsprüfer konnten allerdings keinerlei Anhaltspunkte dafür gewinnen, es liege eine Planung mit dem Ziel der Ermittlung eines möglichst niedrigen Ergebnisses vor.

Den Prüfern lag während ihrer Prüfung die vom Vorstand am 24.3.2014 verabschiedete Budgetplanung vor, die aber dann nicht in die Bewertung eingeflossen ist; Grundlage des Prü-



fungsberichts war vielmehr die aktualisierte Budgetplanung vom 13.8.2014, die von der Gesellschaft und ihren Organen kam, nicht aber von den die Gesellschaft unterstützenden Bewertungsgutachtern von oder von den Abfindungsprüfern von . Zudem gab es Einzelpositionen mit den in der Stichtagserklärung vom 17.10.2014 dargestellten Änderungen, die wiederum von der Realtime Technology AG und ihren Organen vorgenommen wurde.

Bei der im August durchgeführten Aktualisierung der in Quartale aufgeteilten Budgetplanung flossen die Erkenntnisse aus den bei der ursprünglichen Planung vom März 2014 noch unberücksichtigt gebliebenen Ist-Zahlen der beiden ersten Quartale des Jahres 2014 ein. Bei der Aktualisierung im Rahmen der Stichtagserklärung erfolgte dann seitens der Realtime Technology AG und ihrer Organe auch eine Berücksichtigung der Ist-Zahlen des dritten Quartals mit sich daraus ergebenden Auswirkungen auf die Budgetplanung für das gesamte Jahr 2014 unter Einschluss der Planannahmen für die Monate Oktober bis Dezember 2014. Die Prüfung durch und erfolgte dabei anhand der aktualisierten Unternehmensplanung mit entsprechenden Planannahmen, wobei die aktualisierte Planung am Tag vor der Hauptversammlung auch noch dem Aufsichtsrat vorgelegt wurde. Dann aber muss gesehen werden, dass die Planannahmen einschließlich ihrer Aktualisierung von den Organen der Gesellschaft erfolgten, wie dies zu fordern ist (vgl. hierzu OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687).

Dem kann auch nicht entgegengehalten werden, es sei zu Anpassungen bei der Zins- und Steuerplanung gekommen, auch wenn die Zins- und Steuerplanung von der Antragsgegnerin stammte, die sich dabei der Hilfe von bediente.



Die Planung für die Jahre 2014 bis 2021 bis zum operativen Ergebnis verantwortete der hierzu berufene Vorstand der Realtime Technology AG. Das Zinsergebnis beruht auf der gesamten Bilanzplanung der Gesellschaft, wobei nach dem Übertragungsbericht für die Bilanzposten „Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente“ ein betriebsnotwendiger Mindestkassenbestand von 10 % der betrieblichen Aufwendungen geplant und mit einem jährlichen Zinssatz von 0,25 % verzinst wurde. Im Rahmen der Ertragswertermittlung kann nur die nicht betriebsnotwendige Liquidität gesondert ausgewiesen werden; für die Planung der Gesellschaft muss diese Differenzierung indes nicht zwingend erfolgen. Deshalb müssen dann diese bewertungstechnischen Anpassungen durch den Hauptaktionär bzw. eine von diesem beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vorgenommen werden. Ein seitens der Antragsgegnerin oder einer mit der Bewertung der Realtime Technology AG befassten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft unzulässiger Eingriff in die Planungsvorhand des Vorstandes ist damit nicht verbunden; es kommt zu keiner Abweichung von dessen Planannahmen, wenn bewertungstechnisch notwendig werdende Änderungen vorgenommen werden. Für eine Unternehmensplanung nicht zwingend erforderlich sind auch die Ableitungen zum Steuerergebnis; weil dieses letztlich das Ergebnis von Berechnungen von Werten aus dem erwarteten operativen Ergebnis auf der Grundlage gesetzlich festgelegter steuerlicher Rahmenbedingungen einschließlich der Hebesätze der Kommunen für die Gewerbesteuer ist. Dabei erfolgte die Verteilung auf der Grundlage der Vorgaben der Realtime Technology AG. Abgesehen davon wiesen die Abfindungsprüfer hinsichtlich der Auswirkungen der in Tz 178 ihres Prüfungsberichts geschilderten Auswirkungen der Eliminierung der in der Vergangenheit aktivierten selbst erstellten immateriellen Vermögenswerte in Höhe von €



6,421 Mio., der die Unternehmenssteuern betreffenden Bilanzpositionen sowie der nicht betriebsnotwendigen Liquidität durch Verrechnung mit der Kapitalrücklage als für die Minderheitsaktionäre günstig hin. In ihrem schriftlichen Prüfungsbericht gaben [Name] und [Name] zudem an, dass die Annahmen zur Bilanzfortschreibung durch die Gesellschaft bestätigt wurden. Dann aber kann keinesfalls davon ausgegangen werden, es liege keine Planung der Realtime Technology AG, sondern eine Planung der Hauptaktionärin unter Zuhilfenahme der Wirtschaftsprüfer von [Name] zugrunde.

Die Plananpassungen mussten auch berücksichtigt werden, weil dies durch das Stichtagsprinzip der §§ 62 Abs. 7 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 AktG geboten ist; die Barabfindung muss nämlich die Verhältnisse zum Tag der Hauptversammlung berücksichtigen. Dann aber müssen bereits eingetretene Veränderungen des Geschäftsjahres 2014 auch in die Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode einfließen, um das Bewertungsziel einer angemessenen Barabfindung im Sinne der gesetzlichen Vorgaben zu verwirklichen. Ohne die Anpassung an Entwicklungen, die zwischen der ursprünglich erstellten Planung und dem Bewertungsstichtag eingetreten sind, würde die Ermittlung des Ertragswertes auf nicht mehr realistischer Tatsachengrundlage erfolgen. Dabei kann und darf nicht nur eine Anpassung an einen veränderten Basiszinssatz oder andere veränderte Parameter, die den Kapitalisierungszinssatz betreffen erfolgen; vielmehr müssen auch aktuelle Entwicklungen in die Ertragswertermittlung einfließen, die die Planung und damit den Zähler des Bewertungskalküls betreffen.

- (c) Allein aus dem Umstand, dass erstmals eine Mehrjahresplanung mit der Planung für das Geschäftsjahr 2014 im Sinne einer Budgetplanung und einer sich anschließenden Detailpla-



nungsphase bis 2021 erstellt wurde, kann kein Rückschluss auf eine unzulässige Anlass- oder gar Sonderplanung geschlossen werden. Die Budgetplanung wurde im regulären Planungsprozess der Gesellschaft erstellt und zunächst am 21.3.2014 vom Vorstand verabschiedet. Im Rahmen der Aktualisierung dieser Budgetplanung kam es dann auch zu der Verabschiedung der Mittelfristplanung für die Folgejahre bis 2021 am 13.8.2014, die sodann auch vom Aufsichtsrat genehmigt wurde. Diese Planannahmen prüften und dann entsprechend auf Plausibilität hin und stuften sie auch im Vergleich zur Vergangenheit als ambitioniert ein. Sie fanden keine Anhaltspunkte dafür, dass sie nicht die künftige Ertragsentwicklung der Gesellschaft widerspiegeln könnte.

- (d) Änderungen in der Bilanzierungsmethode sowie der Umstellung der Konzernbilanzierung von HGB auf IFRS lassen keinen Rückschluss auf die Unmöglichkeit der Feststellung der Planungstreue zu. Die beiden Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang zum einen darauf hin, dass die entsprechenden Zahlen vor der Umstellung der Bilanzierungsmethode zugrunde gelegt wurden, wie das auch im Prüfungsbericht dargestellt wurde, wo die Darstellung zunächst ohne die Änderung der Bilanzierung erfolgte und anschließend in Tz. 125 die aus der Änderung notwendig gewordenen Anpassungen erfolgten, wobei das Ergebnis mit den entsprechenden Auswirkungen auf die EBIT-Marge anschließend im Tz 127 rechnerisch abgeleitet wird. Angesichts dessen konnte bereits die Planungstreue analysiert sowie ein Vergleich mit den in die Zukunft gerichteten Planzahlen auf Basis der umgestellten Bilanzierung durchgeführt werden. Zum anderen ergeben sich aus der Bilanzierung und der Veränderung ihrer Methode keine Änderungen beim Ertragswert, weil sie keine Effekte auf künftige Cash flows ha-



ben, nachdem es sich dabei um reine Buchungsvorgänge handelt.

Ebenso wenig müssen unter Berücksichtigung des Stand alone-Grundsatzes die ursprünglichen Bilanzierungsmethoden herangezogen werden. Die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung des Vorstandes der Realtime Technology AG erfolgte hier auf der Basis der internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS, was dann als übliche und auch rechtlich zulässige Methode der Wertermittlung zugrunde gelegt werden konnte. Vor allem aber führen unterschiedliche Rechnungslegungssysteme nicht zu unterschiedlichen Unternehmenswerten, weil die free Cash flows, also die Zahlungsströme, unabhängig von der Buchhaltung und ihrer Systematik sind.

Aus diesem Grunde kann auch der Wechsel vom Gesamtkosten- zum Umsatzkostenverfahren keinen Einfluss auf die Höhe des Unternehmenswertes haben. Geändert wird dadurch nur die Zuordnung einzelner Aufwandspositionen; die Entstehung des Aufwandes ist indes planungssystematisch unabhängig davon, welcher Position er zugeordnet wird.

- (e) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip spielte bei der Plausibilisierung der Planannahmen nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer keine Rolle; es gab keine Anhaltspunkte für eine Verzerrung von Werten nach unten.
- (f) Eine Verkürzung der acht Jahre dauernden Detailplanungsphase ist nicht angezeigt. Diese Notwendigkeit resultiert namentlich nicht daraus, dass die Detailplanungsphase üblicherweise nur zwischen drei und fünf Jahren dauere und diese Zeitspanne auch hier angesetzt werden müsse. Der Zeitraum der Detailplanungsphase ist abhängig von der Stellung der Branche und



den angebotenen Produkten bzw. Dienstleistungen des zu bewertenden Unternehmens. Die Abfindungsprüfer verwiesen darauf, dass die Länge von Phase I bis zum Eintritt eines eingeschwungenen Zustands dauern soll. Dies bedeutet, dass die Gesellschaft aus künftigen Investitionen keine Überrendite mehr erzielen wird, wobei dieser Zeitpunkt bei der Realtime Technology AG später als nach den üblichen drei bis fünf Jahren erreicht sein wird. Angesichts des starken Umsatz- und Ergebniswachstums in einer innovationsgetriebenen Branche kann nicht davon ausgegangen werden, bereits nach fünf Jahren sei der Gleichgewichtszustand mit der Folge der Möglichkeit der Ableitung der Ewigen Rente erreicht. Gerade wegen der vergleichsweise hohen Wachstumsraten erachteten es die Prüfer für sachlich zutreffend, zusätzlich eine Konvergenzphase von vier Jahren zwischen zu schalten. Dem kann auch nicht der Umfang der Aufwendungen für Forschung & Entwicklung am Ende der Detailplanungs- bzw. der Konvergenzphase mit einem Anteil von rund 12 % des Umsatzes entgegengehalten werden. Wenn ein Unternehmen auch im nachhaltigen Ergebnis Aufwendungen für Forschung und Entwicklung hat, bedeutet dies nicht zwingend, dass damit ein höheres Ergebnis erzielt werden kann. Ohne derartige Aufwendungen müsste gerade in den Geschäftsfeldern, in denen die Gesellschaft tätig ist, davon ausgegangen werden, dass sie gerade nicht mehr mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen kann.

- (2) Bei der Umsatzplanung muss es angesichts ihrer Plausibilität nicht zu Anpassungen kommen.
  - (a) Dem geplanten Umsatzwachstum kann nicht entgegengehalten werden, die Planung lasse das äußerst positive Marktumfeld der Automobilindustrie als auch künftiger Hauptabnehmer der



Produkte der Realtime Technology AG außer Betracht. Die Abfindungsprüfer wiesen bei ihrer Anhörung nämlich darauf hin, dass gerade der Markt für Automotive-Produkte gesättigt ist und in ihm neue Wettbewerber eintreten; dies hat rückläufige Margen, wenn nicht sogar einen Margenverfall zur Konsequenz. Demgemäß war die Entwicklung im Jahr 2014 und zum Teil schon in 2013 negativ wie die Zahlen belegen. Im Segment Content & Services war in Amerika im Jahr 2014 ein Rückgang um 5 % zu verzeichnen, während es in Europa im Vorjahr hier einen Rückgang von 9 % gab. Der Software-Bereich für Europa ging im Jahr 2013 ebenfalls um 9 % zurück. Insgesamt erwartete das Budget aber für 2014 dennoch einen leichten Anstieg. Wenn die Unternehmensplanung ungeachtet dieser Entwicklung in den Jahren 2013 und 2014 von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,5 % im Automotive-Bereich ausgeht, so muss die Einschätzung einer sachgerechten Planung als nachvollziehbar angesehen werden.

Die Abfindungsprüfer glichen diese Annahmen zur Plausibilisierung auch mit Marktstudien ab, die sie an den jeweiligen Stellen in ihrem Prüfungsbericht auch zitierten, ohne dass sich aus diesen Studien Ansätze für ein höheres Wachstum in den Vereinigten Staaten von Amerika im Bereich Content & Services für den Automotive-Bereich ergeben hätte; bei den nicht dieser Branche zugehörigen Produkten ging die Planung für Content & Services in den USA von Wachstumsraten von 17 % p.a. aus. Auch für den Non-Automotive-Bereich gab es keine Marktstudien mit höheren Wachstumsraten. Eine Kompensation der bei der Plananpassung vorgenommenen Umsatzminderungen gerade in den USA im dritten Quartal des Jahres 2014 ist nach Auffassung der Kammer nicht als realistische Perspektive einzuschätzen. Amerika war bei den Ist-Zahlen einem erheblichen Preis- und Wettbewerbsdruck namentlich bei dem Großkunden



General Motors ausgesetzt, woran sich nach den den Prüfern erteilten Auskünften auch in der Zukunft nichts ändern werde.

erläuterte dies anhand der Tatsache, dass bei General Motors im Ist ein höherer Tagessatz pro Mitarbeiter erzielt werden konnte. Gerade in einem Markt mit einer Vielzahl von Wettbewerbern teilt die Kammer auch aus ihrer Erfahrung aus anderen Verfahren heraus die Einschätzung der Abfindungsprüfer, es werde auf die Verkäufer der Gesellschaft von Seiten General Motors Druck ausgeübt werden. Gerade in der Automobilindustrie haben die großen Hersteller eine erhebliche Marktmacht gegenüber ihren Zulieferunternehmen, zu denen auch die Realtime Technology AG gehört. Auch dieses Faktum ist der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit Unternehmen aus dem Automotive-Bereich bekannt. Wenn dann aber im Ist in der Vergangenheit und der Gegenwart des Stichtags ein höherer Tagessatz pro Mitarbeiter erzielt werden kann, so muss davon ausgegangen werden, dass sich dies wieder normalisieren wird, womit eine Begrenzung des Anstiegs und damit keine Korrektur des Rückgangs der Umsätze aus den USA verbunden ist. Gerade in einem reifen Abnahmemarkt ist dieser Verlust von Umsätzen nicht leicht wiederzugewinnen.

Ebenso wenig kann davon ausgegangen werden, die Umsätze im Automotive-Bereich würden sich antizyklisch zur Konjunktur der Automobilindustrie entwickeln und man müsse von einem deutlich früheren Stadium der Marktreife ausgehen. Auch wenn

darauf verwies, keine Korrelationsanalyse zwischen Automobil- und Automotive-Industrie durchgeführt zu haben, konnten die Prüfer eine derartige Zyklizität nicht feststellen. Dies erachtet die Kammer auch als nachvollziehbar, weil der Zulieferbereich abhängig von den Herstellern ist, was dann aber allenfalls zu leichten Verschiebungen, nicht indes zu antizyklischen Verläufen kommt. Zudem wies da-



rauf hin, aufgrund ihrer Berufserfahrung könnten die Abfindungsprüfer die Jahre 2013 und 2014 nicht als ausgeprägte Hausse-Phase in der Automobilindustrie beschreiben.

- (b) Die Umsatzplanung vernachlässigt auch nicht gute Zukunftsaussichten in anderen Branchen wie Medizintechnik, Lifestyle, Sportschuhe, Rüstungstechnik oder Maschinenbau, weshalb die Planansätze in diesem Non-Automotive-Segment der Gesellschaft nicht als unplausibel bezeichnet werden können. Nachdem dieser Bereich bei der Realtime Technology AG in der Vergangenheit von eher untergeordneter Bedeutung war, verzeichnet er über die gesamte Detailplanungsphase hinweg jährliche Wachstumsraten beim Umsatz von durchschnittlich 18,9 %. In Amerika bedeutet dies ein Wachstum von € 18 Mio., in Asien von € 16 Mio. sowie in Europa von € 22 Mio., weshalb bei einem Aufsattpunkt von € 17 Mio. im Jahr 2013 ein deutliches Wachstum in der Planung abgebildet wurde. Dabei muss auch gesehen werden, dass zur Realisierung des Wachstums in einem bislang nicht zum Kerngeschäft der Gesellschaft gehörenden Bereich erhebliche unternehmerische Anstrengungen erforderlich sind, um dieses Wachstum auch tatsächlich realisieren zu können.
- (c) Ebenso wenig kann der Korrekturbedarf aus der Entwicklung der Vergangenheit mit einem Wachstum von 30 % im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre abgeleitet werden. Diese Zahlen beruhen namentlich im Jahr 2012 auf Sondereffekten, als die einmalig erfolgten Softwareverkäufe ganz wesentlich zu dem Umsatzwachstum von 34 % beitrugen. Später gab es derartige Verkäufe nicht mehr, weshalb ein Fortschreiben dieser Ereignisse nicht in Betracht kommen kann. Vor allem aber verlangsamte sich das Wachstum dadurch, dass der deutlich größere



re Bereich „Automotive“ sich in einer späten Reifephase des Marktes befindet und im Ist der Jahre 2013 und 2014 negative Wachstumsraten verzeichnete. Die Wachstumsraten für den Non-Automotive-Bereich liegen dagegen sogar über der Wachstumsrate, die sich in den von den Prüfern herangezogenen Marktstudien widerspiegeln. Diese unterschiedlichen Wachstumsraten entsprechen auch den Markt- und Produktgegebenheiten.

wies bei seiner Anhörung darauf hin, das Kernprodukt der Gesellschaft stehe am Ende der Reifezyklen, während die Gesellschaft bei den anderen Produkten tatsächlich am Beginn des Produktreifezyklus steht, wo dann allerdings konsequent auch eine Wachstumsrate von über 20 % in der Planung zugrunde gelegt wurde.

- (d) Die Planung lässt sich auch unter Berücksichtigung von Prognosen des Fraunhofer-Instituts nicht als zu konservativ bei der Marktentwicklung in Europa und Amerika beschreiben. Das jährliche Wachstum von jeweils 8,7 % in diesen beiden Absatzregionen kann nicht einheitlich betrachtet werden, um dessen Plausibilität prüfen zu können. Vielmehr muss eine Aufteilung in den Automotive-Bereich und den Non-Automotive-Bereich erfolgen, weil die Entwicklungen stark divergieren. In Amerika wächst der Automotive-Bereich um jährlich 4 %, während im Non-Automotive-Bereich die Wachstumsrate beim Umsatz mit 20 % p.a. angesetzt wurde. Für Europa als Absatzregion lauten die Zahlen plus 6 % p.a. bzw. plus 14 % p.a., wobei es für den reifen Automobilbereich Wachstumszahlen gibt, die immer noch innerhalb der Bandbreite der Studie des Fraunhofer-Instituts liegen, weshalb das angenommene Wachstum in dem zentralen Bereich in Europa nur knapp unter der Obergrenze, in Amerika sogar nicht unerheblich über dieser Grenze liegt. Die niedrigeren Wachstumsraten im reifen Automotive-Markt stehen



dabei allerdings auch nicht in Widerspruch zu den Erkenntnissen der Fraunhofer-Studie über Marktperspektiven von 3D in industriellen Anwendungen. Dort heißt es nämlich, dass das angenommene Volumen der deutschen 3D-Herstellung im Jahr 2020 bei einer angenommenen jährlichen Wachstumsrate von 15 %, was deutlich über der Trendfortschreibung liegt, nur über stetige Innovationen, technologische Sprünge und Erschließung neuer Anwendungsgebiete erreicht werden könne. Diese Voraussetzungen könne man in einem reifen Markt indes nicht ohne Weiteres erwarten.

Die Planung reflektiert dabei auch in sehr unterschiedlicher Art und Weise die Entwicklung in Bezug auf die einzelnen Regionen, in denen die Realtime Technology AG aktiv ist, die Diversifizierung der Gesellschaft und die jeweiligen Wachstumsaussichten – getrennt nach den beiden wesentlichen Produktlinien, wobei gerade für Asien ein überdurchschnittliches Wachstum mit einer jährlichen Wachstumsrate von 16 % im Automotive- und von 59 % im Non-Automotive-Bereich angenommen wird. Demgemäß steigen die Umsätze von € 300.000,– im Jahr 2013 auf € 16,6 Mio. im Jahr 2021 im Bereich Non-Automotive. Für noch höhere Wachstumsraten fanden die gerichtlich bestellten Prüfer keinerlei Anhaltspunkte. An diesem überdurchschnittlichen Wachstum vermögen auch Wechselkurseffekte nichts zu ändern, weil die Planung keinen Währungsverfall als Grundlage hatte.

- (e) Insgesamt ließ die Planung auch nicht fehlerhaft Wechselkurseffekte aus dem Verhältnis des Euro zum US-Dollar außer Betracht. Die Planung wurde für alle Regionen – also auch für Amerika und Asien – in Euro erstellt. Diese Planungen müssen dann auch zugrunde gelegt werden. In ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 19.4.2016 verwiesen die Abfindungsprüfer zu-



nächst nachvollziehbar auf die Problematik, inwieweit Wechselkursprognosen überhaupt zu sachgerechten Ergebnissen führen können. Allerdings beruhen sie zum Stichtag der Hauptversammlung auch vorhandene Wechselkursprognosen verschiedener Anbieter für einen Zeitraum bis maximal Ende 2016, die tendenziell eine leichte Abwertung des Euro, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß aufwiesen. Hinweise auf einen wesentlichen und dauerhaften Verfall des Euro im Verhältnis zum US-Dollar lagen allerdings nicht vor, weshalb eine gesonderte Betrachtung von Wechselkurseffekten auf die durchweg in Euro aufgestellte Planung nicht erforderlich war, zumal derartige Effekte dann auch nicht in der Planung berücksichtigt werden konnten.

Selbst wenn im Bereich Content & Services Erträge und Aufwendungen bei ausländischen Standorten auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten vielfach in heimischer Währung anfallen, ist tendenziell von einem Natural Hedge auszugehen – für einen verbleibenden Fremdwährungsüberhang, der Wechselkurseffekte nach sich ziehen könnte, muss es bei der Schlussfolgerung der gerichtlich bestellten Prüfer bleiben, die in Euro erstellte Planung der ausländischen Aktivitäten stelle sich in der Gesamtschau als plausibel dar, weshalb auch die zugrunde gelegten impliziten Wechselkursannahmen keinen grundlegenden Bedenken begegnen; das Erfordernis einer Anpassung der Planung kann daraus nicht gefolgert werden.

- (f) Anpassungsbedarf hinsichtlich der Umsatzplanung lässt sich nicht aus einer unzureichenden Berücksichtigung der guten Marktposition im Vergleich zu Wettbewerbern begründen. Die Wachstumsraten der Gesellschaft insgesamt belaufen sich auf einen Wert von 11,3 % und damit auf einen über den durchschnittlichen Wachstumsraten der weltweiten Bruttoinlandspro-



dukte liegenden Wert, nachdem diese Raten insgesamt im einstelligen Bereich liegen. Vor allem aber muss im Software-Bereich gesehen werden, dass es keine einzige Marktstudie gibt, die ein langfristiges Wachstum von mehr als 11,3 % erwarten lässt.

erläuterte dies anhand der Studie von Capital IQ, die für den Bereich „Package Software“ ein Wachstum von 6,3 % p.a. beschreibt. Die Anpassungen auf Seite 59 des Übertragungsberichts zum Wettbewerbsdruck stehen auch nicht in Widerspruch zu den Hinweisen auf positive Entwicklungen am Werbemarkt, weil sich diese allein auf die Ist-Zahlen 2013 und 2014 sowie eine Prognose für 2015 beziehen haben, wonach die Ausgaben am Werbemarkt in 2015 mit 5,9 % nochmals stärker steigen sollen als im Vorjahr. Allerdings liegen die Wachstumsraten immer noch erheblich unterhalb der für die Detail- wie auch die Grobplanungsphase bei der Realtime Technology AG angesetzten Raten, was auch durch die Angaben bei Capital IQ bestätigt wird. Auch im spezifischen Werbemarkt der Automobilindustrie mit ihrem vergleichsweise hohen Reifegrad kann nicht davon ausgegangen werden, es käme dort zu einer überdurchschnittlichen Steigerung der Erwartungen in Relation zum gesamten Werbemarkt.

Eine weitere Unterteilung des Automotive-Marktes bringt für die Plausibilität der Planung keinen Erkenntnisgewinn. Im Automotive-Bereich setzt die Planung für alle Regionen ein durchschnittliches Wachstum von 7,5 % in den Jahren von 2014 bis 2011 an, was angesichts eines reifen Marktes als relativ hoch angesehen werden muss, wie auch die bereits zitierte Fraunhofer-Studie erhellt und was entsprechende Innovationen und das Erschließen neuer Anwendungsfelder voraussetzt.

- (g) Aus den überdurchschnittlich steigenden Investitionen in den Bereichen Forschung & Entwicklung sowie in das Personal



müssen keine höheren Umsatzzahlen in allen Phasen abgeleitet werden. Der Anstieg des Aufwands für Forschung & Entwicklung im Verlaufe der Detailplanungsphase ist zwingend, weil anderenfalls das geplante Umsatzwachstum sowie die ebenfalls deutlichen Steigerungen der Margen nicht realisiert werden können, nachdem die Gesellschaft in einer innovationsgetriebenen Branche tätig ist. Allerdings wiesen die Abfindungsprüfer deutlich darauf hin, dass der Anteil der Aufwendungen für Forschung & Entwicklung im Jahr 2021 in etwa auf dem Niveau der Jahre 2013 und 2014 liegt, woraus abgeleitet werden muss, dass die Aufwendungen für diesen Bereich relativ mit dem Umsatz mitwachsen. Dem kann nicht entgegengehalten werden, zu Beginn der Detailplanungsphase und am Ende der Konvergenzphase lägen die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung auf der Höhe der Steigerung der Umsatzerlöse; die in diesen Bereich fließenden Kosten bleiben über den gesamten Zeitraum der Phase I und nicht auf einzelne Jahre betrachtet auf gleichem Niveau, während sich die EBITDA-Marge positiv entwickelt.

In Bezug auf die Entwicklung des Personalaufwands ist der Planung zu entnehmen, dass der Anstieg der absoluten Personalkosten unterproportional zum Anstieg der Umsatzerlöse erfolgt, weshalb sich die EBIT-Marge auch verbessert. Daraus ist dann der Schluss zu ziehen, dass Fixkostendegressionseffekte in die Planung eingeflossen sein müssen; nachdem mit anteilig weniger Personal mehr Umsatz erzielt werden soll, sinken die Personalkosten pro gefertigtem Stück.

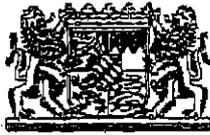
Auf der Ebene des EBITDA kam es zu Margenverbesserungen, die vor allem aus dem Vertriebsbereich sowie den Marketing- und Verwaltungsaufwendungen herrühren. Die Margenverbesserung um 10,3 Prozentpunkte bei nahezu konstantem Auf-



wand für Forschung & Entwicklung spricht für die Plausibilität der Planansätze.

Die Prüfer könnten eine präzise Aufteilung dieser Aufwendungen in die beiden großen Segmente Software einerseits und Content & Services andererseits nicht vornehmen, weil diese Differenzierung in der Planung nur bis auf die Ebene des Rohertrags vorgenommen wurde. Aus dieser unterbliebenen Aufteilung kann indes nicht die Untauglichkeit der Planungssystematik und demgemäß eine fehlende Plausibilität der Umsatzerwicklung abgeleitet werden. Aus der Entwicklung der Kosten für Forschung & Entwicklung sowie vor allem auch aus dem Abgleich mit Studien lässt sich ein höheres Potenzial für Umsatzwachstum oder ein noch stärkerer Anstieg der EBIT-Marge nicht ableiten.

- (3) Die in der Planung angesetzten Margen müssen nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.
  - (a) Der Rückgang der Rohertragsmarge bezieht sich ausschließlich auf den Bereich Content & Services in Amerika und Asien, während sich in Europa die Rohertragsmarge verbessern soll. Die Ursache liegt in Amerika in den schon bei den Anpassungen und deren Auswirkungen beschriebenen Rückgang der Tagessätze, die mit dem Großkunden General Motors erzielt werden können. In Asien wird der dortige Markt auch eine weitere Reifung erfahren, was wiederum einen Druck auf die Tagessätze und damit die Rohertragsmarge auslösen kann. Dieses Erkenntnis steht insbesondere auch nicht in Widerspruch zu den Aussagen der Abfindungsprüfer in ihrem Bericht unter Tz. 98 über eine spürbare Vergrößerung des 3D-Potenzials für deutsche Anbieter und Hersteller in den weltweiten Märkten. Das



Absatzpotenzial besagt noch nichts über den erzielbaren Preis und lässt folglich auch für sich genommen keinen Rückschluss auf die Entwicklung der Margen zu. Gerade wenn Märkte infolge steigender Absatzmöglichkeiten attraktiv erscheinen, muss mit dem vermehrten Auftritt von neu in den Markt eintretenden Wettbewerbern gerechnet werden, was einen Druck auf die Margen nach sich zieht. Zudem haben die Abfindungsprüfer die in der Planung angesetzten Margen über eine Peer Group-Analyse verprobt, wobei sie Unternehmen aus dem Service-Bereich heranzogen, die in reifen und etablierten Märkten auftraten. Der Median dieser Vergleichsunternehmen lag in einer Größenordnung zwischen 23 und 24 %. Wenn dann die Gesellschaft eine Rohertragsmarge von 24 % ansetzt, ist dies gerade auch in Relation zu den Vergleichsunternehmen als realistischer Wert zu bezeichnen, der dann nicht korrigiert werden muss. Dies gilt in gleicher Weise für die EBIT-Marge, die bei der Realtime Technology AG mit 13,7 % im Terminal Value oberhalb der Peer Group liegt, deren EBIT-Marge 13,4 % beträgt.

- (b) Positive Skaleneffekte können gleichfalls keine höhere Rohertragsmarge begründen. Der Bereich Content & Services bedingt eine personalintensive Leistungserstellung durch die Gesellschaft, so dass dort keine wesentlichen Skaleneffekte erzielt werden können. Im nachgelagerten Funktionsbereich von Vertrieb, Verwaltung und Marketing werden diese Effekte berücksichtigt, woraus ein signifikanter Anstieg der EBIT-Marge abgeleitet wird.
- (c) Einen Widerspruch zu Analystenschätzungen für die Jahre 2013 bis 2017 mit deutlich positiveren Zahlen vermag die Kammer nicht zu erkennen. Ein Großteil der Analystenschät-



zungen beruht nämlich auf einer falschen Tatsachengrundlage und ist folglich untauglich, die Planansätze in Frage zu stellen. Die Analystenschätzungen beruhten nämlich auf der Fortschreibung des hohen Margenniveaus des Jahres 2012, ohne dabei aber zu erkennen, dass dieses von dem einmaligen Erlös aus dem Verkauf der Softwarelizenzen geprägt war, weshalb dieser Umstand gar nicht oder jedenfalls erst zeitverzögert in die Schätzungen einfluss. Auch in diesem Verfahren muss gesehen werden, dass die Gesellschaft mit ihren Organen und ihren Mitarbeitern über weitaus bessere Informationen über die Abläufe im Unternehmen hat als außenstehende Analysten, die – wenn auch nachvollziehbar – keine Kenntnis von der Einmaligkeit bestimmter Abläufe haben, die dann auch einmalige Margenverbesserungen bewirken. Gerade deshalb können die Prognosen außenstehender Analysten stets nur mit Augenmaß zur Plausibilisierung, keinesfalls aber als alleiniger Maßstab dafür herangezogen werden, inwieweit eine hiervon abweichende Planung der Anpassung bedarf.

- (4) Bei der Steuer- und Finanzplanung der Realtime Technology AG bedarf es angesichts ihrer Plausibilität keiner Anpassungen.
  - (a) Die Steuerplanung differenziert jeweils nach den rechtlichen nationalen Einheiten der Gesellschaft und wurde den Prüfern detailliert offengelegt. Dabei kam es namentlich zum Abbau bestehender Verlustvorträge entsprechend den steuerrechtlichen Gegebenheiten in den einzelnen Ländern, wobei besonders Verluste in Europa und Gewinne in anderen Regionen in den beiden ersten Jahren zu einer überdurchschnittlichen Gesamtsteuerquote führen. Aufgrund von Verlustvorträgen lag die effektive Steuerquote in einigen Jahren über dem nachhaltig angesetzten Niveau von 33 %; nachdem im Terminal Value ange-



sichts des Abbaus der Verlustvorträge solche nicht mehr angesetzt werden können, muss auch die Steuerquote in der Ewigen Rente höher liegen. Dabei führen insbesondere die hohen Steuersätze in den USA mit 40 % sowie in Japan mit 35,4 % zu der höheren Quote.

Aus dem unterbliebenen Ansatz latenter Steuern lässt sich kein Bewertungsfehler zum Nachteil der Minderheitsaktionäre begründen. Es wurde nämlich unterstellt, dass künftig keine Belastung aus dem Nettoüberhang der passiven latenten Steuern entsteht, wobei sich diese vereinfachende Annahme zugunsten der ausgeschiedenen Aktionäre auswirkt.

- (b) Der Zinssatz von 4,5 % für kurzfristige Verbindlichkeiten und von 3,9 % für Pensionsrückstellungen bedarf keiner Veränderung. Bei dem angenommenen Basiszinssatz von 2,25 % ist ein entsprechender Zinsspread von 225 Basispunkten nachvollziehbar. Ein AA-Unternehmen weist einen Risikospread von 150 Basispunkten, ein A-Unternehmen von 155 Basispunkten aus. Bei einem mittelständischen Unternehmen wie der Realtime Technology AG ist dann der Spread von 225 Basispunkten bzw. von 165 Basispunkten bei den Pensionsrückstellungen als angemessen zu bezeichnen. Wenn der Zinssatz für Pensionsrückstellungen entsprechend dem Konzernabschluss zum 31.12.2013 herangezogen wird, muss keine Korrektur erfolgen. Vor allem aber muss gesehen werden, dass das Zinsergebnis angesichts eines jährlichen Zinsaufwands von € 9.000,— von untergeordneter Bedeutung ist. Das verzinsliche Fremdkapital bestand nach den Ausführungen von \_\_\_\_\_ im Termin vom 14.1.2016 im Wesentlichen aus den Pensionsrückstellungen mit einem Umfang von € 229.000,—.



- (5) Anfallende Synergien wurden in sachlich zutreffendem Umfang bei den Planannahmen berücksichtigt.
- (a) Dies gilt namentlich für die erfolgte Übernahme von Bunkspeed. In die Planung flossen die Effekte aus der 100 %-igen Übernahme dieses Unternehmens in vollem Umfang ein. Das Planungsmodell enthielt nämlich eine eigene Zeile hierfür. Eine Differenzierung zwischen Bunkspeed mit einem Stand alone-Ansatz und zusätzlichen Synergien aus der Integration dieses Unternehmens in die Realtime Technology AG erfolgte nicht und musste auch nicht erfolgen, weil es keine Hinweise gab, die Planung lasse Synergien unabbildet. Die von Bunkspeed stammenden Umsatzerlöse stiegen in der Detailplanungsphase um durchschnittlich 21,2 % pro Jahr. Der Erwerb der verbliebenen Minderheitsanteile an dieser Gesellschaft durch die Realtime Technology AG erfolgte bereits im September 2013 und folglich vor dem Stichtag der Hauptversammlung.
- (b) Aus Marketingdienstleistungen der Antragsgegnerin musste die Gesellschaft keine Synergieeffekte berücksichtigen, die zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung bereits angelegt wären. Während von der Gesellschaft vor allem Marketing-Fachleute angesprochen wären, gehören die Mitarbeiter in der Konstruktion zu den Ansprechpartnern der Muttergesellschaft, weshalb es angesichts unterschiedlichen Entscheider auch keine weiteren Synergien geben kann.
- (c) Die Einsparung von Kosten für eine Publikumshauptversammlung und sonstige unmittelbar aus dem Squeeze out herrührende Kostenersparnisse sind für die Ermittlung des Ertragswerts ohne Relevanz. 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; BayObLG AG 1996, 127, 128; LG München I ZIP 2015, 2124, 2129; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK 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. Ohne die Strukturmaßnahme hätte die Gesellschaft insbesondere auch in Zukunft Hauptversammlungen durchführen müssen, weshalb derartige Kosteneinsparungen nicht als Synergien ertragswerterhöhend einfließen dürfen.

- (6) Die Annahmen zur Grobplanungsphase wie auch zur Ewigen Rente müssen nicht verändert werden.
  - (a) Der Ansatz der Konvergenzphase war erforderlich, weil nur auf diese Art und Weise künftiges Wachstumspotenzial der Gesellschaft vollumfänglich abgebildet werden kann. Angesichts eines angesetzten Wachstums von 9,8 % im letzten Jahr der Detailplanungsphase wäre ein unmittelbarer Übergang in den Terminal Value nicht sachgerecht gewesen. Auch wenn sich der exakte Beginn der Ewigen Rente nicht finanzmathematisch genau ermitteln lässt, ist es nachvollziehbar, wenn nach zwölf Jahren ein weiteres überproportionales Wachstum nicht mehr angenommen werden kann, nachdem dabei auch Innovationszyklen im Softwarebereich von den Abfindungsprüfern in ihre Überlegungen einbezogen wurden. Weiteres Wachstum war zum Stichtag der Hauptversammlung nicht in der Wurzel angelegt.



Eine Aufteilung der Annahmen zur Grobplanungsphase in die einzelnen Länder und nach Produkten konnte nicht erfolgen. Angesichts der Zeitspanne von über acht Jahren zwischen dem Zeitpunkt der Erstellung der Planung bis zum Beginn der Grobplanungsphase wäre eine detaillierte Planung dieser vier Jahre mit zu großen Unsicherheiten verbunden, zumal es für diesen Zeitraum gerade keine Vorstandsplanung mehr gibt. Das dabei angesetzte Wachstum liegt zudem oberhalb der Werte, die schon für die Jahre vor 2020 niedrigere Wachstumsraten prognostizieren. Im Bereich „Package Software“ werden 6 % genannt, wie der Prüfungsbericht auf Seite 27 darstellt.

Der Ansatz eines linearen Rückgangs muss nicht korrigiert werden. Zwar wären andere Abschmelzungsverläufe mit beispielsweise 50 % im ersten Jahr und dann nur mehr 25 % denkbar gewesen. Da dieser Ansatz den gewählten plausiblen Ansatz indes nicht ausschließt, muss vorliegend kein anderer Verlauf durch das Gericht gewählt werden.

- (b) Eine höhere EBITDA- bzw. EBIT-Marge als 16 % bzw. 14 % war im Terminal Value nicht anzunehmen. Die Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die EBIT-Marge deutlich über den Werten des Vergangenheitszeitraums liegt. Da sich dieser Ansatz auch aus einer Analyse der Peer Group-Unternehmen bestätigt, sieht die Kammer in Übereinstimmung mit den Abfindungsprüfern keine Möglichkeit, stärker steigende EBITDA- oder EBIT-Margen der Bewertung zugrunde zu legen.

Der Ansatz des eingeschwungenen Zustandes schließt reales Mengenwachstum auch nicht aus. Er impliziert nur, dass kein über 1 % hinausgehendes wertsteigerndes Wachstum erreicht



werden kann. Künftige Investitionen werden nur die Kapitalkosten erwirtschaften.

(7) Nicht korrekturbedürftig sind die Ansätze zur Ausschüttungsquote in der Detailplanungsphase, der Konvergenzphase und im Terminal Value.

(a) Die Ansätze zur Thesaurierung und Ausschüttung der Jahresüberschüsse entsprechen dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und können daher nicht in Frage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13).

Aus der Tatsache, dass es in der Vergangenheit keine Ausschüttungen gab, kann nicht die Schlussfolgerung gezogen werden, die Ausschüttungsquote von 29 % im Jahr 2014 und daran anschließend von 67 % sei nicht plausibel. In der Vergangenheit erzielte die Gesellschaft nämlich deutlich niedrigere EBIT-Margen, weshalb die Ausschüttungsquote nicht mit dem allein maßgeblichen künftigen Verhalten bei einem höheren Ergebnisniveau verglichen werden kann. Die Bilanzplanung der Gesellschaft zeigt zudem – wie bei seiner Anhörung erläutert hat –, dass selbst bei einem Ausschüttungsniveau von 67 % die verbleibende Thesaurierungsquote nicht zur Finanzierung des Wachstums der Gesellschaft benötigt werde. Die dadurch verbleibenden freien liquiden Mittel wurden den Aktionären im Rahmen einer fiktiven Zurechnung zugewiesen



und einem reduzierten Steuersatz von 13,1875 % unterworfen. Dieser Ansatz war auch deshalb möglich, weil es keine wesentlichen Schulden bei der Gesellschaft gibt, die mit den thesaurierten Mitteln hätten getilgt werden müssen.

Aus der Darstellung im Prüfungsbericht im Zusammenhang mit dem Umfang der Thesaurierung kann auch nicht der Rückschluss auf größere Investitionen ab dem Jahr 2017 gezogen werden. Es muss dabei unterschieden werden zwischen der Finanzierung des Anlagevermögens und der Ausweitung der Geschäfte, also der Finanzierung des Net Working Capital, wie dies in der Planbilanz der Gesellschaft dargestellt ist. Die echte Thesaurierung des Jahres 2017 von rund € 2,7 Mio. ist in der Planbilanz im Anstieg der sonstigen Rücklagen um genau den bei der Darstellung der zu kapitalisierenden Ergebnisse genannten Betrag enthalten. Ebenso wenig kann aus den Annahmen zur Thesaurierung ein Widerspruch zu der konstant fortgeschriebenen Quote der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gesehen werden. Die Fortschreibung der Forderungslaufzeit von 90 Tagen entspricht dem gegenwärtigen durchschnittlichen Zahlungsverhalten der Kunden. Insgesamt beruhen die Annahmen zur Thesaurierung und zur Ausschüttung auf einem in sich geschlossenen Bewertungsmodell, das namentlich konsistent zu den Planbilanzen ist.

- (b) Die Höhe der Ausschüttungen mit 60 % und demgemäß der Thesaurierung mit 40 % in der Ewigen Rente bedarf keiner Korrektur. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563;



LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13). Zwar liegt die Ausschüttungsquote am oberen Rand der Bandbreite. Angesichts des geringen operativen Finanzierungsbedarfs der Gesellschaft muss dieser Wert nicht als außergewöhnlich angesehen werden. Korrekturbedarf kann daraus jedenfalls nicht abgeleitet werden.

Eine Verzinsung der thesaurierten Beträge in der Ewigen Rente muss nicht vorgenommen werden. Diese finanzieren den Ausbau des Geschäfts und werden indirekt verzinst durch die Rendite, die aus diesen so finanzierten Investitionen zurückfließt. Daher würde eine zusätzliche Berücksichtigung im Zinsaufwand eine unzulässige Doppelerfassung bedeuten.

- (c) 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 objekti-



vierten 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 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; 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 Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich.

Angesichts dessen berechnen die zu kapitalisierenden Überschüsse der Realtime Technology AG wie folgt:



Umsatzerlöse	86.530	95.999	107.334	120.830	135.553	150.569	166.478	182.725
Herstellungskosten	-40.871	-	-48.105	-54.348	-62.557	-70.947	-79.555	-87.755
		43.958						
Rohertrag	45.659	52.041	59.229	66.483	72.996	79.623	86.924	94.970
Aufwendungen für Forschung und Entwicklung	-11.101	12.830	-14.619	-16.565	-18.173	-19.541	-20.909	-22.041
Vertriebsaufwendungen	-13.246	14.386	-15.741	-17.456	-19.597	-21.752	-23.944	-26.163
Verwaltungs- und Marketingaufwendungen	-11.593	12.141	-12.810	-13.698	-14.837	-15.889	-16.875	-17.790
EBITDA	9.719	12.684	16.059	18.764	20.390	22.341	25.195	28.976
Abschreibungen	-3.074	-3.428	-3.889	-3.803	-3.609	-3.452	-3.716	-3.966
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	6.644	9.256	12.170	14.961	16.782	18.889	21.479	25.010
Δ-Aktualisierung Planungsrechnung (Stichtagsklärung)	-4.299	-825	-796	-751	-700	-626	-548	-483
EBIT aktualisierte Planungsrechnung	2.345	8.431	11.373	14.210	16.082	18.263	20.931	24.527
Beteiligungsergebnis Inland	0	0	0	0	0	0	0	0
Beteiligungsergebnis Ausland (nach Quellensteuer)	0	0	0	0	0	0	0	0
Neutrales Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
Zinsertrag	19	20	23	25	28	31	34	38
NOP (Net Operating Profit)	2.364	8.451	11.396	14.235	16.110	18.294	20.966	24.565
Zinsaufwand	-43	-36	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	2.322	8.415	11.387	14.226	16.101	18.285	20.957	24.556
Ertragsteuern	-3.144	-3.536	-4.154	-4.687	-4.908	-5.153	-5.465	-6.272
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	-822	4.879	7.233	9.539	11.193	13.132	15.492	18.284
Ergebnisanteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Anteilen anderer Gesellschafter	-822	4.879	7.233	9.539	11.193	13.132	15.492	18.284
Thesaurierung (echt)	822	-2.871	-114	-2.492	-3.265	-3.722	-3.892	-3.875
Ausschüttungspotential	0	2.008	7.119	7.046	7.928	9.410	11.600	14.409
Ausschüttung (echt)	0	2.008	3.616	4.769	5.597	6.566	7.746	9.142
Persönliche Steuern auf echte Ausschüttung	0	-530	-954	-1.258	-1.476	-1.732	-2.043	-2.411
Ausschüttung aus Thesaurierung (pauschal)	0	0	3.503	2.277	2.332	2.844	3.854	5.267
Persönliche Steuern Ausschüttung aus Thesaurierung (pauschal)	0	0	-462	-300	-307	-375	-508	-595
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0	1.478	5.703	5.488	5.145	7.303	9.049	11.303



Umsatzerlöse	196.725	207.526	214.297	216.440	218.604
Herstellungskosten	-94.524	-99.689	-102.852	-103.880	-104.919
<b>Rohertrag</b>	<b>102.201</b>	<b>107.837</b>	<b>111.445</b>	<b>112.559</b>	<b>113.685</b>
Aufwendungen für Forschung und Entwicklung	-23.730	-25.032	-25.849	-26.108	-26.369
Vertriebsaufwendungen	-28.167	-29.714	-30.683	-30.990	-31.300
Verwaltungs- und Marketingaufwendungen	-19.153	-20.205	-20.864	-21.072	-21.283
<b>EBITDA</b>	<b>31.151</b>	<b>32.887</b>	<b>34.049</b>	<b>34.389</b>	<b>34.733</b>
Abschreibungen	-4.224	-4.482	-4.717	-4.764	-4.812
<b>Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)</b>	<b>26.927</b>	<b>28.405</b>	<b>29.332</b>	<b>29.625</b>	<b>29.921</b>
Δ Aktualisierung Planungsrechnung (Stichtagserklärung)	-504	-520	-530	-536	-541
<b>EBIT aktualisierte Planungsrechnung</b>	<b>26.423</b>	<b>27.885</b>	<b>28.801</b>	<b>29.089</b>	<b>29.380</b>

Beteiligungsergebnis Inland	0	0	0	0	0
Beteiligungsergebnis Ausland (nach Quellensteuer)	0	0	0	0	0
Neutrales Ergebnis	0	0	0	0	0
Zinsertrag	41	44	46	46	47
<b>NOP (Net Operating Profit)</b>	<b>26.464</b>	<b>27.930</b>	<b>28.847</b>	<b>29.135</b>	<b>29.427</b>
Zinsaufwand	-9	-9	-9	-9	-9
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)</b>	<b>26.455</b>	<b>27.921</b>	<b>28.838</b>	<b>29.126</b>	<b>29.418</b>
Ertragsteuern	-8.779	-9.266	-9.570	-9.666	-9.763
<b>Ergebnis nach Unternehmensteuern</b>	<b>17.675</b>	<b>18.655</b>	<b>19.268</b>	<b>19.460</b>	<b>19.655</b>
Ergebnisanteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis nach Anteilen anderer Gesellschafter</b>	<b>17.675</b>	<b>18.655</b>	<b>19.268</b>	<b>19.460</b>	<b>19.655</b>
Thesaurierung (echt)	-3.602	-2.875	-1.893	-556	-562
<b>Ausschüttungspotential</b>	<b>14.074</b>	<b>15.780</b>	<b>17.365</b>	<b>18.904</b>	<b>19.094</b>
Ausschüttung (echt)	8.838	9.327	9.634	9.730	9.828
Persönliche Steuern auf echte Ausschüttung	-2.331	-2.460	-2.541	-2.566	-2.592
Ausschüttung aus Thesaurierung (pauschal)	5.236	6.452	7.751	9.174	9.266
Persönliche Steuern Ausschüttung aus Thesaurierung (pauschal)	-690	-851	-1.022	-1.210	-1.222
<b>Zu kapitalisierendes Ergebnis</b>	<b>11.052</b>	<b>12.469</b>	<b>13.822</b>	<b>15.128</b>	<b>15.280</b>

- 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. Allerdings kann selbst bei einer Reduzierung des Risikozuschlages nicht davon ausgegangen werden, dass damit ein Wert erreicht wird, der den Wert der Marktkapitalisierung übersteigen würde.

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 Ansatz eines Basiszinssatzes war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zu seiner Ermittlung auf 2 % vor Steuern und demgemäß auf 1,47 % 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 wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; LG München I AG 2016, 95, 98; 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 Gesell-



schaft 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 2,25 % auf 2,00 % vor Steuern reduziert, nachdem sich ein exakter Basiszinssatz von 2,0278 % vor Steuern anhand der Zinsstrukturkurve ergeben hatte. Die dann vorgenommene Abrundung auf 2,00 % ist nicht zu beanstanden. 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 2,00 % 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). Zudem wirkt sich die Abrundung nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus.

- (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 durchschnittliche Laufzeit von Finanzierungskrediten der Realtime Technology AG abgestellt werden.

- (d) 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. Abgesehen davon lag der im Kalenderjahr 2014 angesetzte Basiszinssatz vor persönlichen Steuern im vereinfachten Ertragswertverfahren bei 2,59 % lag, weshalb sich der Ansatz des mit Hilfe der Svensson-Methode ermittelten



Basiszinssatzes sich hier ohnehin wertmindernd ausgewirkt hat. Wenn auf die Grundsätze des vereinfachten Ertragswertverfahrens abgestellt werden soll, müsste dies auch konsequent erfolgen.

- (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 gerundet 5,8 % beträgt.

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 Markttrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

(bb) Die Kammer vermag indes der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass



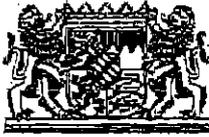
das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerters ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar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

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1



ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

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

- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).
- (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/Lengckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei



wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; auch Zeidler/Tschöpel/Bertram CF 2014, 70, 72 f.).

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 nied-



rigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilnehmer 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 Nach-Steuerwertes 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 diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2014, 453, 455 = Der Konzern 2014, 172, 174 = NJW-RR 2014, 473, 474 f.; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund gedrängt. Die Kammer erachtet den Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe, als jedenfalls nicht weniger gut geeignet, um die Marktrisikoprämie festzulegen.





Ein wesentliches Indiz gegen die Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors der Gesellschaft ist bereits das Bestimmtheitsmaß  $R^2$ . Dieses Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Es lag zwar in dem Vierjahreszeitraum vom 19.6.2010 bis zum 19.6.2014 und im Dreijahreszeitraum vom 19.6.2011 bis zum 19.6.2014 knapp über dem Grenzwert von 0,1, ab dem zumeist eine statistische Signifikanz bejaht wird. Allerdings spricht gerade die nächste Zeitspanne zum Bewertungsstichtag vom 19.6.2012 bis zum 19.6.2014 mit einem Wert von 0,011 deutlich gegen die statistische Signifikanz des unternehmenseigenen Beta-Faktors. Zwar werden zum Teil Bedenken geäußert, allein wegen eines niedrigen Bestimmtheitsmaßes das originäre Beta im Einzelfall nicht heranzuziehen (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). Doch muss hier nicht abschließend entschieden werden, inwieweit diese Einwände berechtigt sind oder nicht.

Entscheidend gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors spricht nämlich die mangelnde Liquidität der Aktie der Realtime Technology AG. Sie ergibt sich zum einen aus der Höhe der Bid-Ask-Spreads, die nur im Zeitraum vom 20.6.2013 bis zum 19.6.2014 unter dem weithin anerkannten Grenzwert von 1 % lagen. In den Dreijahresintervallen ab dem 19.6.2010 bis zum 19.6.2012 lagen die Bid-Ask-Spreads bei 4,15 %, 1,7 % und 2,09 %. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien.



Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Zudem deutet die geringe Höhe des durchschnittlichen täglichen Handelsumsatzes und der Anzahl der Trades eindeutig auf eine mangelnde Liquidität der Aktie hin, weil dies keine unverzerrte Anpassung der Aktienkurse an neue ökonomische Rahmenbedingungen gewährleistet. In dem relevanten Zeiträumen ab dem 19.6.2009 lag der durchschnittliche Handelsumsatz bei maximal € 87.448,- und maximal 20 Trades am Tag; im Durchschnitt dieser fünf Jahre betrug das Handelsvolumen 26.990,- bei durchschnittlich sieben Trades am Tag. Die Abfindungsprüfer erläuterten im Termin vom 5.7.2016, sie sähen als Grenzwert ein durchschnittliches Handelsvolumen bei € 125.000,- pro Tag und von 45 Handelsaktivitäten am Tag; von diesen auf eine hinreichend liquide Aktie hindeutenden Zahlen ist die Aktie der Realtime Technology AG weit entfernt gewesen. Nur im letzten Jahr vor dem 20.6.2014 näherte sie sich dem Grenzwert noch am nächsten von unten her an. Für diesen Zeitraum muss aber für die Zeit ab dem 11.12.2013 berücksichtigt werden, dass an diesem Tag ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot über € 40,-



- pro Aktie in bar seitens der Antragsgegnerin abgegeben wurde. Derartige Angebote führen regelmäßig zu einer Zementierung des Aktienkurses, der dann von dem Übernahmeangebot geprägt ist und auch nicht mehr hinreichend das eigene 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).

- (cc) Der von den Abfindungsprüfern ermittelte Beta-Faktor von 1,16 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 Realtime Technology AG konnten von den Abfindungsprüfern nachvollziehbar nicht identifiziert werden angesichts der beiden unterschiedlichen Geschäftsbereiche, in denen die Gesellschaft tätig ist. Daher wurde sachgerecht das operative Risiko der Gesellschaft durch zwei Peer Groups ermittelt, die das jeweilige Risiko der Segmente Content & Services einerseits und Software andererseits abbilden. Im Anschluss daran kam es zu einer Gewichtung auf Basis der Verteilung des Rohertrages auf die beiden Segmente am Ende der Detailplanungsphase, wobei sich dies angesichts der nahezu identischen Beta-Faktoren der beiden Peer Groups faktisch nicht auswirkte.

Die von den Abfindungsprüfern herangezogene Peer Group ist gegenüber derjenigen, die von der Hauptaktionärin zusammen mit [redacted] zusammengestellt wurde, deutlich vorzugswürdig. In Ihrem Prüfungsbericht haben die Abfindungsprüfer von [redacted] herausgearbeitet,



dass die Aktien aller von ihnen in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen hinreichend liquide waren, was bei den von der Antragsgegnerin herangezogenen Unternehmen Nemetschek AG, Vi[z]rt Ltd., Imagica Robot Holdings Inc. und ESI Group nicht der Fall war. Der von der Hauptaktionärin herangezogene t-Test als alleiniger Grad für die Bejahung der hinreichenden Signifikanz der von ihr ermittelten Beta-Faktoren genügt nicht. Die Liquidität der Aktien bleibt dabei zu stark unberücksichtigt.

Zudem sprechen vorliegend die besseren Gründe für den von      gewählten MSCI World Index als Referenzindex, gegen den die Beta-Faktoren ermittelt wurden, im Vergleich zu dem von der Antragsgegnerin herangezogenen lokalen Index. Für die Regression gegen den MSCI World Index spricht die Erwägung, dass der breitest mögliche Index genutzt werden soll, der die Aktienentwicklung weltweit abbildet. Dies gilt bei der Realtime Technology AG auch deshalb, weil sie international tätig ist und auch die Peer Group-Unternehmen vielfach international aufgestellt sind. Die Tatsache, dass es Schwankungen zwischen Euro und US-Dollar gibt, muss in dieser Situation hingenommen werden. Diese Schwankungen zwischen Euro- und Dollar-Raum und auch zum asiatischen Währungsraum sind indes nicht so gravierend, als dass deshalb die Regression gegen den MSCI World Index unzulässig wäre (vgl. LG Dortmund, Beschluss vom 4.11.2015, Az. 18 O 52/13 [AktE], BeckRS 2015 20235; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; im Grundsatz auch Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 50). Auch gegenüber Geschäftspartnern wird vielfach auf US-Dollar-Basis abgerechnet. Der Referenzzeitraum von fünf Jahren auf



Basis wöchentlicher Renditen bildet im Gegensatz zu dem von der Hauptaktionärin herangezogenen Drei-Jahres-Zeitraum keinesfalls einen unangemessenen Zeitraum ab, auch wenn die Prüfer diese von der Hauptaktionärin gewählte Periode als nicht unangemessen bezeichnet haben. Gerade die vergleichsweise lange Detailplanungsphase bei der Gesellschaft rechtfertigt es, zur Abbildung von Konjunkturzyklen auch eine längere Referenzperiode für die Regression heranzuziehen. Ein Strukturbruch in der Geschäftstätigkeit der Realtime Technology AG kann in deren Vergangenheit nicht erkannt werden.

Aus der Tatsache, dass in der Peer Group „Software“ bei deren Zusammensetzung die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer mit Ausnahme der Muttergesellschaft ausschließlich in den Vereinigten Staaten von Amerika ansässige Unternehmen Aufnahme fanden, führt nicht zur Fehlerhaftigkeit der Zusammensetzung. Grundlegende Bedenken gegen eine sich aus ausländischen Unternehmen zusammensetzende Peer Group können nicht erhoben werden (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 31.5.2016, Az. 5HK O 14376/13; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/15). In Deutschland ansässige börsennotierte Aktiengesellschaften mit über ausreichende Liquidität verfügende Aktien gab es nicht; dasselbe gilt für Gesellschaften aus anderen Staaten mit Ausnahme der in Frankreich ansässigen Muttergesellschaft. Auch wenn deren Beta-Faktor niedriger ist als der der US-amerikanischen Unternehmen lässt sich daraus eine Ver-



zerrung nicht ableiten. Zum einen kann die Abweichung bei der aufgrund der Besonderheiten ihres Geschäftsmodells oder von temporären Fehleinschätzungen des wahren operativen Risikos der Aktie durch die Kapitalmärkte beruhen. Zum anderen beruhen die niedrigeren Beta-Faktoren der anderen von unberücksichtigt gebliebenen Gesellschaften auf der nicht hinreichenden Liquidität, was zu Verzerrungen nach unten führt. Die Peer Group für den Bereich Content & Services spiegelt in ihrer Zusammensetzung in etwa die regionale Verteilung der Umsätze der Gesellschaft und damit auch ihre globale Tätigkeit wider. Daher müssen die in den USA ansässigen Unternehmen herangezogen werden, um das künftige systematische Risiko der Realtime Technology AG abzubilden.

Demgegenüber wies die von den Abfindungsprüfern gewählte Peer Group für den Bereich Content & Services zwei amerikanische und vier nicht in den USA ansässige Unternehmen aus, ohne dass sich dort diese Tendenz bestätigen ließe. Die Omnicom Group hat einen unlevered Beta-Faktor, der nahezu identisch ist mit dem der in Frankreich und Großbritannien ansässigen Gesellschaften. Das zweite US-amerikanische Unternehmen Interpublic Group of Cos Inc. stellt ebenso einen Ausreißer nach oben dar wie die in Japan ansässige Dentsu Inc. nach unten, weshalb sich diese beiden Ausreißer in ihrer Wirkung kompensieren.

Bei den amerikanischen Unternehmen musste und konnte der NASDAQ aus mehreren Gründen nicht als Referenzindex herangezogen werden. Dagegen spricht bereits, dass zur Berechnung von Beta-Faktoren Performance-



Indices herangezogen werden müssen, die eine Reinvestition aller Dividenden und sonstigen Netto-Zahlungsströme unterstellen. Beim NASDAQ handelt es sich jedoch um einen Kursindex. Vor allem aber widerspricht das Abstellen auf den NASDAQ dem Ansatz eines möglichst breiten Marktansatzes, um das operative Risiko eines weltweit agierenden Unternehmens abzubilden.

Die Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen kann nicht mit dem Argument verneint werden, dass sie hinsichtlich der Marktkapitalisierung und des Umsatzes die entsprechenden Werte der Realtime Technology AG zumindest teilweise um ein hohes Vielfaches übersteigen. Auch hier muss gelten, dass es absolut vergleichbare Unternehmen nicht geben kann, weshalb für die Vergleichbarkeit das Geschäftsmodell wesentlich ist, um das systematische Risiko vergleichen zu können. In ihrer ergänzenden Stellungnahme wiesen die Abfindungsprüfer zudem darauf hin, es gebe keine empirischen Belege für verzerrende Effekte bei Unterschieden in der Unternehmensgröße.

Ein alleiniges Abstellen auf den Beta-Faktor des Mutterunternehmens führt zu keinem sachgerechten Ergebnis, weil es sich nicht um ein unmittelbar strukturell vergleichbares Unternehmen handelt, sondern um ein solches, das der gleichen Branche angehört und ähnliche Risikotreiber hat. In dieser Gruppe müssen mehrere Vergleichsunternehmen herangezogen werden, um eine bessere Schätzung des Risikos vornehmen zu können. Bei der

muss gesehen werden, dass sie einen Großteil ihrer Umsätze im Bereich „Transportwesen“ sowie den „sonstigen Bereichen“ erwirtschaftet, wobei das letztge-



nannte Segment vor allem die Konsumgüterindustrie und den Energiesektor umfasst, während die Realtime Technology AG 79 % ihrer Umsätze in der Automobilindustrie erwirtschaftet und nur 21 % im Non-Automotive-Bereich. Auch wenn für beide Unternehmen Europa als wichtigster Absatzmarkt zu sehen ist, liegt ein wesentlicher Unterschied in der deutlich größeren Bedeutung des asiatischen Marktes für den Mutterkonzern, der im Jahr 2013 27 % seiner Umsätze in Asien erwirtschaftet, während dies bei der Realtime Technology AG im selben Jahr lediglich 11 % waren. Die unmittelbare Vergleichbarkeit dieser beiden Unternehmen lässt sich auch nicht damit begründen, es komme zu einer Verschiebung des Produktmix bei der Realtime Technology AG hin zu einer Stärkung des Non-Automotive-Bereichs im Verlaufe der Detailplanungsphase, nachdem im Geschäftsbereich von „Content & Services“ nicht tätig ist und folglich auch nur in die Peer Group „Software“ aufgenommen wurde.

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 Börsen-



wert, also die Marktkapitalisierung herangezogen, weshalb beispielsweise entsprechend den Ausführungen in der ergänzenden Stellungnahme bei der Autodesk Inc. die Marktkapitalisierung von US-\$ 12,6717 und nicht der Buchwert von US-\$ 2,043 Mrd. anzusetzen ist. Diese Vorgehensweise steht insbesondere nicht in Widerspruch zu Vorgaben aus § 266 HGB oder dem insolvenzrechtlichen Überschuldungsbegriff aus § 19 InsO. Gliederungsvorschriften für die handelsrechtliche Bilanz oder die Vorgaben des Insolvenzrechts können angesichts ihrer grundlegend verschiedenen Zielsetzung keine Basis für die Vorgehensweise beim Unlevern bilden. Wesentlich ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nämlich der ökonomische Verschuldungsgrad, mithin der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals in Relation zum Marktwert des Unternehmens, wie er über die Marktkapitalisierung ermittelt wird. Der Überschuldungsbegriff in § 19 Abs. 1 InsO vergleicht demgegenüber die beiden Größen Vermögen und Schulden bzw. bestehende Verbindlichkeiten – demgemäß ist hier als Vermögen die auf der Aktivseite der Bilanz abzubildenden Vermögensgegenstände nach Zerschlagungs-, also Liquidationswerten heranzuziehen (vgl. Schmerbach in: Frankfurter Kommentar zur InsO, 5. Aufl., § 19 Rdn. 11; Braun, InsO, 6. Aufl., § 19 Rdn. 17), während das Eigenkapital der Gesellschaft die Passivseite betrifft. Mithin können angesichts der völlig unterschiedlichen Rechtslage zur Feststellung der Überschuldung im Sinne des § 19 InsO keine Rückschlüsse auf den für das Un- und Relevern maßgeblichen Verschuldungsgrad einer Gesellschaft gezogen werden.



- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag von 5,8 % nach Steuern 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 das Kapitalstrukturrisiko der Gesellschaft äußerst gering ist, weshalb im vorliegenden Fall auch bei der Ermittlung des Risikozuschlages nach dem (Tax-)CAPM der unverschuldete Betafaktor herangezogen und auf ein Relevanz verzichtet wurde. Andererseits muss gesehen werden, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft im operativen Bereich erheblichen Risiken ausgesetzt ist. Die Realtime Technology AG ist in einem insgesamt als riskant zu beschreibenden Markt tätig. Die Softwareentwicklung unterliegt deutlichen technologischen Weiterentwicklungen mit großen Innovationssprüngen, was dazu führen kann, dass die Produkte der Gesellschaft auf allen Märkten nicht mehr marktgerecht sein können; dies beinhaltet ein deutliches Risiko und führt dann auch zur Verfehlung der von [redacted] und [redacted] zurecht als ambitioniert dargestellten Planannahmen. So musste bereits im Jahr 2014 eine Korrektur der Planung nach unten vorgenommen werden. Ebenso bedeutet die Annahme einer Margenverbesserung ein weiteres Risiko. Ebenso muss ganz zentral beachtet werden, dass die Gesellschaft auch in der Zukunft ihren Schwerpunkt in dem konjunkturabhängigen Markt der Automobilindustrie hat, wo sie als Zulieferer tätig ist. Demgemäß wirken sich Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Lage unmittelbar auf die Realtime Technology AG aus. Der technologische Wandel mit der Notwendigkeit einer permanenten Weiterentwicklung bzw. einem Austausch aller Software-Produkte zieht einen permanenten Wettbewerbsdruck mit der Notwendigkeit nach sich, sich durch neue und verbesserte Produkte am Markt behaupten zu können, was ein deutlich höheres Risiko darstellt.



Demgemäß bestätigt eine von den Abfindungsprüfern – wenn auch nach dem Stichtag – durchgeführte Kapitalmarktstudie das im Vergleich zum Gesamtmarkt erhöhte Risiko der Gesellschaft. Software-Unternehmen weisen danach ein höheres Risiko aus. Die Abweichung vom Durchschnitt steht dabei auch im Einklang mit dem ermittelten Beta-Faktor. Die Diversifikation in Bezug auf die Kunden muss als unterdurchschnittlich angesehen werden, was jedenfalls nicht zu einer Reduzierung des Risikos führen kann. Bis 2011 soll zwar der Anteil der Kunden aus der Automobilindustrie am Umsatz von 75 % im Ist auf 60 % sinken. Die Luftfahrt- und Textilindustrie als weitere Abnehmer der Gesellschaft kann nach den zutreffenden Einschätzungen der Abfindungsprüfer hinsichtlich der Risikostruktur jedenfalls nicht als unterdurchschnittlich angesehen werden. Trotz gewisser Veränderungen im Verlaufe der Phase I weg von der Automobilindustrie bleibt es aber beim Clustering in der Industrie. Der Software-Bereich hat produktbedingt ein höheres Risiko; beim Service-Bereich führt die Konjunkturabhängigkeit zu dem insgesamt überdurchschnittlichen Risiko.

- (3) Der mit 1 % im Terminal Value ab 2026 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 Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate 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.

Ab dem Jahr 2026 kann nicht mehr davon ausgegangen werden, die Gesellschaft könne dauerhaft ein wertsteigerndes Wachstum in Höhe der vollen Inflationsrate erwirtschaften. Die Abfindungsprüfer erläuterten in ihrer ergänzenden Stellungnahme, dass aufgrund der bis dahin zu erwartenden technologischen Sprünge weiteres künftiges Wachstum Innovationen in einem solchen Umfang voraussetzen würde, dass letztlich zwar



die Kapitalkosten verdient werden, aber kein darüber hinausgehendes wertsteigerndes Wachstum möglich ist.

Aus kürzer werdenden Produktlebenszyklen in der Automobilindustrie lässt sich kein Rückschluss auf einen zu niedrig angesetzten Wachstumsabschlag ableiten. Das Gesamtwachstum eines Unternehmens teilt sich in wertsteigerndes und wertneutrales Wachstum, wobei sich das wertsteigernde Wachstum dadurch auszeichnet, dass mit ihm seitens des Unternehmens Überrenditen erzielt werden, die auch eine Steigerung des Unternehmenswertes zur Folge haben. Wächst ein Unternehmen wertneutral, erzielen die Investitionen genau die Kapitalkosten und steigern somit den Unternehmenswert nicht. Der Höhe des Wachstumsabschlages kann nicht entgegengehalten werden, in der Vergangenheit habe es deutlich höhere Wachstumsraten gegeben, weshalb auch der Wachstumsabschlag höher angesetzt werden müsse. Zwar liegen die jährlichen Wachstumsraten des operativen Ergebnisses in der Detailplanungsphase mit 20,8 % deutlich höher; auch in der Grobplanungsphase wird von einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 3,2 % pro Jahr ausgegangen werden. Allerdings müsste für ein weiterhin wertsteigerndes Wachstum der Gesellschaft in der Ewigen Rente die Quelle hierfür bereits in der Detailplanungsphase angelegt sein. Hierfür konnten die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer keine Anhaltspunkte gewinnen. Sie verwiesen darauf, dass die aktuellen Produkte nicht genügend Umsatz generieren werden, um ein weiteres überdurchschnittliches Wachstum der Gesellschaft zu erwirtschaften. Die Entwicklung neuer Produkte setzt aus Sicht des Stichtages nicht konkretisierte Investitionen und neue Technologien voraus, die zudem Aufwendungen für Forschung und Entwicklung verursachen, ohne dass es eine Garantie für den Erfolg am Markt gibt.



- (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 [Name] als gerichtlich bestellter Sachverständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie von [Name] (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/Lampenius 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.

Unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Ausschüttungsquote in Höhe von 60 %, der Eigenkapitalkosten sowie einer unternehmensspezifischen Inflationsrate von 1 % ergibt sich eine Gesamtwachstumsrate der RTT von deutlich über 3 %, weshalb von einem realen Schrumpfen nicht ausgegangen werden kann.

- (c) Aus der Höhe der Marktisikoprämie 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 grundlegend 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).

Ebenso wenig kann aus dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von 2 % für Impairment-Tests früherer Jahre auf einen zu niedrigen Wachstumsabschlag geschlossen werden. Dem Impairment-Test liegt vielfach eine deutlich kürzere Detailplanungsphase zugrunde, wovon gerade auch bei der Realtime Technology AG ausgegangen werden muss, nachdem eine acht Jahre andauernde Detailplanungsphase erstmals in Form der Planung vom 24.3.2014 angenommen wurde; dann aber kann aus den Vorgaben der Vergangenheit kein Rückschluss auf die Fehlerhaftigkeit des angesetzten Wachstumsabschlags gezogen werden. Die Abfindungsprüfer bestätigten weiterhin die Richtigkeit der Annahme, selbst bei einer nur fünf Jahre umfassenden Detailplanungsphase und dem von der Antragsgegnerin herangezogenen Kapitalisierungszinssatz hätte ein Wachstumsabschlag von 3,94 % angesetzt werden müssen, während dies bei einer achtjährigen Detailplanungsphase immer noch 2,11 % seien. Genau dies zeigt aber dann auch, dass aus den Impairment-Tests der Vergangenheit kein Argument für die Fehlerhaftigkeit des angesetzten Wachstumsabschlages abgeleitet werden kann.

Somit ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag am 31.12.201 ein Ertragswert der Realtime Technology AG von € 160,53 Mio., der dann zum Stichtag mit dem Aufzinsungsfaktor von 1,0575 aufzuzinsen ist, woraus sich dann der maßgebliche Ertragswert von € 169,763 Mio. errechnet, wie sich aus dieser Aufstellung ergibt:



Zu kapitalisierendes Ergebnis	0	1.478	5.703	5.488	6.145	7.303	9.049	11.303
Periode	1	2	3	4	5	6	7	8
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	7,2921%	7,3097%	7,2871%	7,2867%	7,2865%	7,2863%	7,2862%	7,2861%
Barwertfaktor	0,9320	0,8685	0,8096	0,7546	0,7033	0,6555	0,6110	0,5695
Barwerte	0	1.284	4.617	4.141	4.322	4.787	5.529	6.473

Zu kapitalisierendes Ergebnis	11.052	12.469	13.822	15.128	15.280
Periode	9	10	11	12	11
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	7,2860%	7,2859%	7,2859%	7,2858%	6,2856%
Barwertfaktor	0,5309	0,4946	0,4612	0,4299	6,8390
Barwerte	5.867	6.170	6.375	6.503	104.487

c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen war zum bewertungstechnischen Stichtag ein Wert von € 5,356 Mio. anzusetzen, der dann auf € 5,664 Mio. aufgezinst wird, weshalb dieser Betrag in den Unternehmenswert als Sonderwert einfließen muss.

(1) Der Umfang des Sonderwerts hat seine Ursache im Vorhandensein nicht betriebsnotwendiger Liquidität in einem Umfang von € 5,356 Mio., der nicht als zu gering bezeichnet werden kann. Die Realtime Technology AG benötigt für ihren Geschäftsbetrieb liquide Mittel in einem Umfang von 10 % sämtlicher Aufwendungen. Die Liquidität belief sich zum bewertungstechnischen Stichtag auf insgesamt € 13,19 Mio., wobei sich dieser Betrag aus Zahlungsmitteln und Zahlungsmittel- äquivalenten von € 9,487 Mio. sowie Wertpapieren im Wert von € 3,703 Mio. zusammensetzt. Wenn 10 % der Aufwendungen für den Geschäftsbetrieb benötigt werden, was die Abfindungs-



prüfer aus ihrer eigenen Erfahrung heraus als nachvollziehbar und angemessen bezeichnen, dann sind € 7,843 Mio. betriebsnotwendig, während der Rest von 5,356 Mio. als Sonderwert angesetzt werden kann.

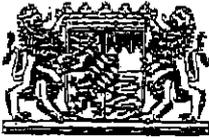
- (2) Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen kann bei der Gesellschaft nicht hinzu addiert werden.
- (a) Dies gilt zunächst für die Aufdeckung stiller Reserven für nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Allerdings konnten namentlich beim Wertpapiervermögen der Realtime Technology AG keinerlei stille Reserven identifiziert werden. Bei den Wertpapieren der Gesellschaft handelt es sich um fest und variabel verzinsliche Staats- und Industriefinanzen höchster Bonität, die entsprechend dem festierten Jahresabschluss zum 31.12.2013 zum beizulegenden Zeitwert bewertet wurden. Daher ist mit nennenswerten stillen Reserven keinesfalls zu rechnen. Auch erhielten die Prüfer im Rahmen der Vollständigkeitserklärungen vom 4.9.2013 bestätigt, es gebe unverändert keinerlei Hinweise auf stille Reserven in den Wertpapieren.
- (b) Der Wert der Marke „RTT“ muss nicht als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen. 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; anderenfalls 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; Be-



schluss 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).

Somit ergibt sich ein Unternehmenswert der Gesellschaft von € 175,427 Mio. zum Stichtag der Hauptversammlung vom 17.10.2014, der sich aus dem Ertragswert von € 169,763 Mio. und dem Sonderwert von € 5,664 Mio. zusammensetzt. Bei 4.766.407 Aktien resultiert daraus ein Wert von € 36,80 je Aktie, weshalb eine Erhöhung der Barabfindung nicht angezeigt ist.

- d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 28 FamFG verankerten Amts-ermittlungsgrundsatzes 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 Abfindungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 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 Sachverständigen-gutachten 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 andernfalls 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 Anteilshabern. 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).

- (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 und dabei insbesondere auch begründet, wenn und warum sie gerade beim Kapitalisierungszinssatz die Ansätze der Antragsgegnerin nicht geteilt haben. In gleicher Weise haben sie aber auch erläutert, warum sie die Planannahmen für plausibel erachtet haben. Gerade bei den Fragen des Kapitalisierungszinssatzes haben sie sich eingehend mit der wissenschaftlichen Literatur und einer Vielzahl von Studien auseinandergesetzt. Dies macht deutlich, dass sich die Abfindungsprüfer von ihrer



Aufgabe und Funktion bewusst waren und die Feststellungen der Antragsgegnerin und der von dieser hinzu gezogenen kritisch durchleuchtet haben. Im Rahmen ihrer mündlichen und schriftlichen Anhörung haben sich und eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen und Einwendungen gegen die Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts und damit der Kompensationsleistung für die Minderheitsaktionäre auseinandergesetzt. Allein der Umstand, dass aufgrund ihrer Ausführungen namentlich zum Risikozuschlag und dabei in erster Linie zum Beta-Faktor die festgesetzte Barabfindung als zu hoch angesetzt angesehen werden muss, rechtfertigt keinesfalls den Ansatz, sie seien ihrer Aufgabe nicht gerecht geworden. Zum einen sind die Minderheitsaktionäre dadurch geschützt, dass eine Herabsetzung der Kompensation, wie sie im Beschluss der Hauptversammlung festgesetzt wurde, nicht möglich ist (vgl. BGHZ 207, 114, 130 = NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 140 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = DB 2016, 160, 165 = Der Konzern 2016, 88, 92 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427; LG München I ZIP 2014, 1429, 1433; Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 11 SpruchG Rdn. 6; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 11 SpruchG Rn. 3; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 11 SpruchG Rn. 14 ). Zum anderen muss eine Abfindung, die auf der Basis eines von der Hauptaktionärin ermittelten Werts und ihrer Erhöhung durch diese festgesetzt wurde, noch nicht als unangemessen bezeichnet werden; hierfür können sehr unterschiedliche Gründe maßgebend sein. Angesichts der von den Abfindungsprüfern überzeugend ermittelten und vermittelten Erkenntnisse zum Risiko der Gesellschaft kann lediglich eine höhere Barabfindung nicht als angemessen bezeichnet werden. Ebenso wenig kann



davon ausgegangen werden, die Ausführungen der Abfindungsprüfer seien unverwertbar, weil sie keine eigenständige Unternehmensbewertung durchgeführt hätten. Dies wird von §§ 62 Abs. 7 Satz 8 UmwG, 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 e Abs. 1 AktG nämlich gerade nicht gefordert.

- (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 die Antragsgegnerin unterstützenden 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 folgenden 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 Vorlage-



verlangen 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 überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung als € 41,– je Aktie nicht rechtfertigen.
  - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs der Realtime Technology AG, nachdem dieser im maßgeblichen Zeitraum mit € 39,74 unterhalb der angebotenen und angemessenen Barabfindung lag.
    - (1) Der Ansatz dieses auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte am 20.6.2014 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 qualitativen 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; Schnörbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emerich/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 15.12.2014 stattfand, also nur knapp 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 Realtime Technology AG zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der die Struktur der Realtime Technology AG, bei der zwei unterschiedliche Geschäftsbereiche eines international aufgestellten Unternehmens zu bewerten wären, 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 Recht-



sprechung 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 Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

- (3) Folglich kommt es nicht darauf an, dass die Aktien der Gesellschaft im Freiverkehr und nicht im regulierten Markt gehandelt wurden, weshalb die Kammer nicht entscheiden muss, inwieweit die hier erzielten Kurse aussagekräftig sind (vgl. OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 574 = ZIP 2015, 1336, 1337 = DB 2015, 2200, 2201 = Der Konzern 2016, 94, 96; OLG München NZG 2014, 1230 f. = AG 2014, 714 f. = ZIP 2014, 1589 f. = WM 2014, 2373, 2374 f.; ablehnend Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 57).
- 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 Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 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). Ange-



sichts 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).



Demzufolge konnten die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung keinen Erfolg haben.

### III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragssteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung der Abfindungsprüfer zusammen mit ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 28.3.2014 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Planannahmen wie namentlich der Entwicklung der Umsatzzahlen, der Margen sowie zum Kapitalisierungszinssatz.

Dies gilt auch hinsichtlich der Antragsgegnerin zu 58), die ihren Antrag während des Verfahrens zurückgenommen hat, nachdem die Antragsgegnerin zugesagt hat, insoweit keinen Kostenantrag zu stellen.

- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 2 SpruchG n. F. Anwendung. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen würde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit, Angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung mit einem nochmals gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des



Prüfungsberichts kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage. Nur in einem solchen Fall kann die Kostentragungspflicht der Antragssteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich / Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21).

Für eine Auferlegung eines Teils der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin auf die Antragstellerin zu 58) besteht trotz ihrer Antragsrücknahme keine Rechtsgrundlage aus § 15 Abs. 2 SpruchG, weil diese Norm eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.).

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

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

### **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.