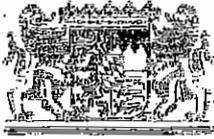


Landgericht München I
Az. 5HK 10044/16



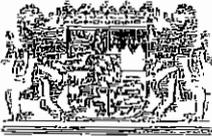
In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 6.7.2017 und 7.12.2017 am 30.5.2018 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der NTT Com Security AG zu leistende Barabfindung wird auf € 7,78 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 4.6.2016 mit einem Zinssatz von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an die gemeinsame Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu leistende Vergütung werden auf € 590,077,04 festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin, eine mittelbare 100% ige Tochtergesellschaft der in Japan gegründeten mit Sitz in Tokio wurde am 20.1.2009 als Vorratsgesellschaft unter der Firma mit Sitz in München gegründet und im Laufe desselben Jahres in umfirmiert, bevor mit Eintragung im Handelsregister des Amtsgerichts München am 2.6.2016 die Umwandlung der Antragsgegnerin in die erfolgte.

Von den in 16.845.838 nennwertlose auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilten Grundkapital der NTT Com Security AG (im Folgenden auch: Die Gesellschaft) in Höhe von € 16.845.838,-- hielt die Antragsgegnerin 15.668.286 Aktien; die NTT Com Security AG hielt 296.840 eigene Aktien. Am 12.2.2016 unterzeichnete die Gesellschaft und die damals noch in der Rechtsform der Aktiengesellschaft geführte Antragsgegnerin einen Verschmelzungsvertrag, nach dem die NTT Com Security AG ihr Vermögen mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung gemäß §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG übertragen sollte. Entsprechend der Regelung unter Ziffer 2 des Verschmelzungsvertrages erstellte die Antragsgegnerin einen schriftlichen Bericht, in dem sie den Minderheitsaktionären die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien ebenso wie die Barabfindung erläuterte. Eine außerordentliche Hauptversammlung der NTT Com Security AG fasste am 30.3.2016 den Beschluss, die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der Gesellschaft gemäß § 62 Abs. 5 UmwG in Verbindung mit §§ 327 a ff. AktG gegen Gewährung einer von der mit Sitz in München zu leistenden Barabfindung von € 7,11 je auf den Namen lautende Stückaktie der NTT Com Security AG auf die Hauptaktionärin zu übertragen. In ei-

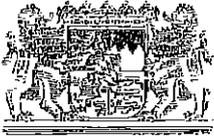


nem Zeitraum von drei Monaten vor der am 19.11.2015 erfolgten Bekanntmachung des Squeeze out-Verlangens lag der nach Umsatz gewichtete durchschnittliche Kurs der Aktien der Gesellschaft bei € 7,11.

Der Unternehmensgegenstand der NTT Com Security AG bestand ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 ihrer Satzung in der Erbringung von Dienstleistungen im Bereich Informationssicherheit und Risikomanagement (einschließlich Beratung, Entwicklung und Bereitstellung von Hardware- und Softwarelösungen, Realisierung/Implementierung, Projektmanagement, Wartung, Schulung, Managed Services); die Gesellschaft ist berechtigt, Beteiligungen an anderen Unternehmen mit gleichem oder ähnlichem Unternehmensgegenstand zu erwerben und zu halten. Sie kann entsprechend der weiteren Bestimmungen in § 2 der Satzung ferner alle Geschäfte vornehmen, die dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen geeignet sind; auch darf sie andere Unternehmen gründen, erwerben, sich an ihnen beteiligen und ihre Geschäfte führen sowie im In- und Ausland Zweigniederlassungen unter gleicher oder ähnlicher Firma errichten. Die von der Gesellschaft angebotenen Dienstleistungen werden in den vier Segmenten Support Services, Technologieverkauf, Beratung, Integration & Schulung sowie Managed Security Services erbracht.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 30.3.2016 ließ die Antragsgegnerin von

eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der NTT Com Security AG, Ismaning, sowie der angemessenen Barabfindung zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung (Anlage zum Schriftsatz vom 19.7.2016, Bl. 19/20 d.A.) erstellen. Unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelten die Bewertungsgutachter von einen Unternehmenswert von € 106,395 Mio. sowie einen Wert je Aktie von € 6,43. Dabei gingen sie von einer die zehn Geschäftsjahre von 2015/16 bis 2024/25 umfassenden Detailplanungsphase aus, an die sich ab 2025/26 die Ewige Rente anschloss; die für die Ermittlung des



nachhaltigen Umsatzniveaus in diesem Zeitraum anzusetzenden Umsatzerlöse wurden so fortgeschrieben, dass eine Wachstumsrate von 0,75 % angesetzt wurde. Darauf aufbauend setzten die Bewertungsgutachter die operative Marge am Ende des Planungszeitraums in Höhe von 4,7 % auch in der Ewigen Rente unverändert an. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzten die Wirtschaftsprüfer von [redacted] einen einheitlichen Basiszinssatz von 1,25 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag würde unter Berücksichtigung der Veränderung der Finanzierungsstruktur der Gesellschaft auf 9,7 %, 10,3 %, 10,6 %, 10,4 %, 10,1 %, 9,7 %, 9,26 %, 8,7 %, 8,1 % und 7,4 % in Phase I sowie auf 6,8 % im Terminal Value festgesetzt. Ausgangspunkt dieses Ansatzes war eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sowie ein aus einer Peer Group von 24 Unternehmen abgeleiteter Beta-Faktor von unverschuldet 1,2, wobei die Vergleichsunternehmen im Wesentlichen im Ausland ansässig sind. In der Ewigen Rente gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 0,75 % aus. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen ermittelten sie einen Gesamtwert von € - 82.000,- aus drei inaktiven Gesellschaften – NTTCS Management AG, Integralis ME FZ LLC und Articon Integralis SAS. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes blieben diese drei Gesellschaften angesichts ihres geringen negativen Buchwerts unberücksichtigt.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 25.11.2015, Az. 5HK O 21193/15 zum Prüfer des Verschmelzungsvertrages sowie der Angemessenheit der Barabfindung bestellte

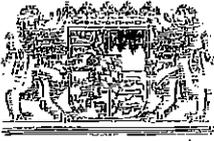
[redacted] gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 15.2.2016 (Anlage zum Schriftsatz vom 19.7.2016, Bl. 19/20 d.A.) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung durch [redacted] und des Prüfungsberichts von [redacted] wird in vollem Umfang auf die



beiden mit Schriftsatz vom 19.7.2016 (Bl. 19/20 d.A.) vorgelegten Anlagen Bezug genommen.

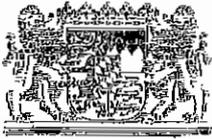
- c. Der Beschluss über den Squeeze out sowie die Verschmelzung wurden jeweils am 2.6.2016 in das Handelsregister der beteiligten Gesellschaften eingetragen. Die Bekanntmachung der Eintragungen des Squeeze out und des Verschmelzungsvertrages erfolgte jeweils am 3.6.2016. Alle Antragsteller waren am 2.6.2016 Aktionäre der NTT Com Security AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am Montag, den 5.9.2016 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die nach ihrem Vortrag antragsberechtigten Antragsteller geltend, die festgelegte Barabfindung müsse angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.
- a. Zur Begründung ihrer Anträge berufen sie sich im Wesentlichen darauf, bereits zentrale Planannahmen seien zu ihren Gunsten korrekturbedürftig.
 - (1) Dies zeige sich bereits an der mit zehn Jahren deutlich zu lang bemessenen Detailplanungsphase. Vor allem aber müsse aus dieser Länge im Vergleich zu den in den Geschäftsberichten angefertigten Prognosen von lediglich zwei Jahren auf das Vorliegen einer unzulässigen Anlassplanung geschlossen werden. Ebenso belege die Existenz des „Master Professional Services Agreement“, dass die Planung in Wahrheit von der Konzernobergesellschaft stamme, die zudem das Ziel verfolge, die Planung der NTT Com Security AG zu überwachen. Anpassungen der Planung durch die Bewertungsgutachter von seien unzulässig, was vor allem bei einer fehlenden Genehmigung der angepassten Planung durch den Vorstand und den Aufsichtsrat gelte. Eine Planung auf der Grundlage des Vorsichtsprinzips widerspreche Grundsätzen der Unternehmensbewertung. Die Vergangenheitsanalyse deute zudem auf mangelnde Zuverlässigkeit der Planungen hin. Auch sei fraglich, inwieweit es dabei



zu einer Bereinigung der Folgen der Umstrukturierung gekommen sei. Das Sachanlagevermögen hätte vertiefter erläutert werden müssen; ebenso sei fehlerhaft unterlassen worden, Erkenntnisse aus den Unternehmenskäufen der BDG AG und der Infotrust AG in die Plausibilisierung einfließen zu lassen.

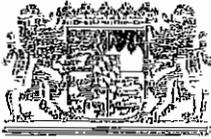
(2) In jedem Fall aber bedürfe die Planung im Einzelnen angesichts zu pessimistischer und damit unplausibler Annahmen der Korrektur.

(a) Die Umsatzplanung mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6 %, in der Mittelfristplanung von 6,35 % vernachlässige die allgemeine Marktsituation mit der zunehmenden Bedeutung der unumkehrbaren Digitalisierungen und den Erfordernissen der Datensicherheit, nachdem in Branchenanalysen für Deutschland ein Wachstum von über 8 % und international von mindestens 10 % und mehr vorhergesagt werde. Auch bleibe die Gefahrenabwehr vor Cyberkriminalität und Ähnlichem als Aufgabe der Gesellschaft zu stark unberücksichtigt. Zudem übersehe die Planung fehlerhaft größeres Wachstumspotential aufgrund der globalen Aufstellung und der Tätigkeit in mehreren Segmenten mit den daraus resultierenden Wettbewerbsvorteilen gegenüber nicht so breit aufgestellten Unternehmen. Spätestens ab dem Jahr 2017 müsse es als Folge der Prozessoptimierungen aus den ohnehin zu bereinigenden Restrukturierungseffekten zu größeren Umsatz- und Ertragssteigerungen kommen. Dies hätte aber die Durchführung einer Marktanalyse erforderlich gemacht. Die Wettbewerbsintensität sei unzutreffend beurteilt worden, weil es bei einer komplexer werdenden IT-Landschaft mit steigenden Know-How-Anforderungen an die Entwickler zu höheren Eintrittsbarrieren für Wettbewerber komme mit steigenden Gewinnmargen als Folge. Gerade ein Fachkräftemangel führe zu Eintrittsbarrieren für Newcomer, weil sich kein Wettbewerber in größerem



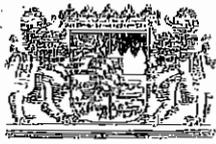
Umfang entwickeln könne. Die Planung vernachlässige zudem die geringe Konjunkturanfälligkeit des Segments „Support Services“. Für das Management bestehe zudem die Pflicht, der Gefahr des Verlustes von Großkunden durch geeignete Maßnahmen entgegenzuwirken, was sich dann positiv in der Umsatzplanung niederschlagen müsse. Unplausibel erscheine die Planung eines negativen EBITDA in den Planjahren 1 bis 3, nachdem die Gesellschaft im Konzernlagebericht 2015 für das Geschäftsjahr 2015/2016 ein Umsatzwachstum auf über € 290 Mio. und ein EBITDA zwischen € 2 und € 5 Mio. erwartet habe.

- (b) Der Anstieg der Umsatzkostenquote von rund 60 % aus der Vergangenheitsanalyse auf gut 80 % zu Beginn von Phase I und 75 % im Durchschnitt der Detailplanungsphase sei fehlerhaft, weil namentlich der Anstieg wegen gesteigerter Umsatzerlöse nicht den Anstieg der Quote rechtfertige. Der Planung der Personalkosten fehle die Plausibilität, nachdem das Umsatzwachstum ab 2017/18 unter dem des Personalaufwands liege und sich höhere Personalkosten auch einmal in höheren Erträgen niederschlagen müssten. Unklar bleibe, inwieweit die Prüfung umfasst habe, aufgrund welcher Absprachen und in welchem Umfang durch die Konzernobergesellschaft ausgelöster Personalaufwand bei den Regionalgesellschaften des Konzerns verursacht, gleichwohl aber nur unzureichend als Reallokation gegen die berichteten Personalkosten erstattet worden sei. Dieser Umstand der Reallokation belege auch die umfassende Einbeziehung der Vorgaben der Konzernmutter aus Japan. Angesichts ihres Umfangs von 72,97 % des Bruttoergebnisses im Geschäftsjahr 2015/2016 und von 57,64 % im Terminal Value hätte dem besonderes Gewicht beigemessen werden müssen. Nicht nachvollzogen werden könne bei einem Dienstleistungsunternehmen wie der NTT Com Security AG der hohe Material-



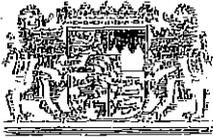
aufwand, nachdem sich Vorräte im Wesentlichen aus unfertigen Leistungen aus dem Auftrag zur Weiterentwicklung der Software zusammensetzen würden, wobei diese primär an die Muttergesellschaft veräußert würden und die zum 31.3.2015 rund € 2,9 Mio. betragen hätten. Bei den Umstrukturierungskosten müsse es in Phase I zu Bereinigungen kommen. Ebenso müsse der Verwaltungsaufwand angesichts niedrigerer Zahlen in der Vergangenheit und der Tätigkeit in einem nicht regulierten Bereich in Phase I zwingend reduziert werden.

- (c) Die Konzerninnenfinanzierung, bei der auch unklar sei, inwieweit der Cash Pool-Vertrag Hinweise auf einen Zinssatz für ausgereichte Darlehen über das Ende der Detailplanungsphase hinaus enthalte, müsse angesichts der Praktizierung in der Vergangenheit und ihres Eigenkapitalcharakters stärker berücksichtigt werden. Ebenso sei zu hinterfragen, inwieweit es aus der seit dem Jahre 2008/2009 bestehenden Geschäftsbeziehung mit der Antragsgegnerin unechte Synergien gebe.
- (d) Im Zeitraum der Ewigen Rente stelle sich der Ansatz eines Umsatzwachstums von lediglich 0,75 % angesichts eines stets geringen Materialaufwands und einem Anstieg des Eigenkapitals um € 10,8 Mio. als widersprüchlich dar, weil daraus Umsatzkapazitäten freizusetzen seien und durch die angesetzte Thesaurierungsquote von 50 % das Eigenkapitalvolumen in naher Zukunft nochmals steigen werde. Die Wachstumsrate sei auch angesichts der Branchenentwicklung und der allgemeinen Marktprognosen zu niedrig angesetzt, zumal dies einen erheblichen Rückgang im Vergleich zur Detailplanungsphase bedeute. Der Ansatz vernachlässige weiterhin die dauerhafte Sicherung der Einnahmen gerade aus Wartungsverträgen sowie die zu-



nehmende Digitalisierung mit den zweifelsohne nicht rückläufigen Gefahren in Richtung Datensicherheit. Zu hoch angesetzt sei die Reinvestitionsrate, weil es sich dabei nicht um den Durchschnitt der Abschreibungen der letzten drei Jahren handle und Effizienzsteigerungen keine Berücksichtigung fänden.

- (e) Die Thesaurierungsquote von 50 % müsse korrigiert werden, weil die Planung der Gesellschaft nicht auf der Vergangenheitsanalyse aufsetze angesichts des sprunghaft ansteigenden Eigenkapitals und des wachsenden Fremdkapitalvolumens. Zudem liege die Eigenkapitalquote mit fast 30 % über dem Branchendurchschnitt, was die Bildung weiteren Eigenkapitals entbehrlich mache.
- b. Korrekturbedarf bestehe weiterhin beim Kapitalisierungszinssatz in all seinen Komponenten.
- (1) Als Basiszinssatz müsse angesichts der Notwendigkeit der Einbeziehung des Tages der Hauptversammlung auch nach der Svensson-Methode ein Wert von 1,1232 % angenommen werden. In jedem Fall verbiete sich eine Aufrundung. Die Annahme eines fiktiv konstant wachsenden Zahlungsstromes bedeute einen Widerspruch zum Wachstum in der Detailplanungsphase. Auch stehe dieser Ansatz in Widerspruch zu den kürzeren Laufzeiten von Seiten der Gesellschaft aufgenommen Darlehen. Der Basiszinssatz bedürfe bereits wegen der am Kapitalmarkt in Bezug auf staatliche Anleihen existierenden Credit Default Swaps einer Reduzierung. In jedem Fall müsse angesichts des Stichtagsprinzips der aktuell am Kapitalmarkt erzielbare niedrigere Zins für bundesdeutsche Staatsanleihen herangezogen werden.

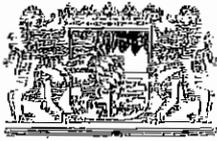


- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag reduziert werden, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe, was indes abzulehnen sei. Das zur Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich hierfür jedenfalls als ungeeignet dar. Keinesfalls aber könne die auf Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 bis 6 % angesiedelte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sachgerecht sein; das niedrigere Niveau des Basiszinssatzes rechtfertige diesen Ansatz nicht. Anstelle der arithmetischen Mittelwertbildung müsse das geometrische Mittel herangezogen werden. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den unternehmenseigenen Beta-Faktor der NTT Com Security AG und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group abgebildet werden.
- (3) Der in der Ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag von 0,75 % müsse erhöht werden, weil es bereits in der Vergangenheit keine Hinweise auf die Unmöglichkeit der Abwälzung von Preissteigerungen auf die Kunden gegeben habe und gerade über die Möglichkeit der Erhöhung der Stundensätze diese Möglichkeit bestehe. Ein unter der allgemeinen erwarteten Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag führe zu einem Schrumpfen des Unternehmens und letztlich zum Ausscheiden aus dem Markt.
- c. Bei der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens fehle eine teilweise Berücksichtigung der vorhandenen Liquidität. Unklar bleibe bei jeder der drei als nicht betriebsnotwendig qualifizierten Beteiligungsgesellschaften, welche wesentlichen Bewertungsvorschriften angewandt worden seien. Unklarheit bestehe weiterhin über die Art und Weise der rechnerischen Berücksichtigung der vorhandenen Verlustvorträge, des steuerlichen Einlagenkontos sowie der Steuerguthaben.
- d. Der Börsenkurs müsse anhand des letzten Börsenkurses vor dem Delisting in Höhe von € 7,35 oder € 7,396 angesetzt werden. Teilweise wird

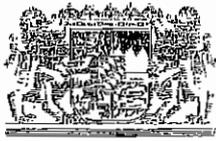


von Seiten der Antragsteller gefordert, maßgeblich sei das 52-Wochen-Hoch der Aktie oder das Jahreshoch 2014.

- e. Eine Erhöhung der Barabfindung resultiere zudem aus der Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen sowie der Erstattung von Neben- und Zusatzkosten für die Auswahl einer Ersatzinvestition. Die Barabfindung müsse nach dem Grenznutzengedanken erhöht werden, weil der Preis für die ausstehenden Aktien in einem Umfang von unter 5 % der Unternehmensanteile am höchsten sei. Die angesetzte Barabfindung verstoße gegen die von der Bundesrepublik Deutschland mit 130 Ländern abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen. Bei Prognoseunsicherheiten müsse der jeweils für die Antragsteller günstigste Wert angenommen werden. Angesichts des Formenwechsels bei der Antragsgegnerin müsse der Squeeze out ohnehin als rechtsmissbräuchlich angesehen werden.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die festgesetzte Barabfindung angemessen sei. Darüber hinaus seien einige Anträge unzulässig, weil sie von den Antragstellern zu 44) bis 48), zu 53) bis 58) und zu 60) bis 62) nicht fristgerecht gestellt worden seien. Der Antragsteller zu 4) habe seinen Antrag nicht unterzeichnet, weshalb das zwingende Formerfordernis des § 23 Abs. 1 FamFG nicht gewahrt sei. Die Unzulässigkeit der Anträge der Antragsteller zu 21) und 22) resultiere aus der Benennung der falschen Antragsgegnerin. Der Antragsteller zu 17) habe in seiner Antragschrift nicht hinreichend vorgetragen, zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses Aktionär der Gesellschaft gewesen zu sein. Der Antragstellerin zu 11) fehle die Beteiligtenfähigkeit, während es bei den minderjährigen Antragstellern zu 10) und 14) an der wirksamen Antragstellung aufgrund eines Vertretungsmangels fehle und keine vormundschaftsgerichtliche Genehmigung der Vollmachtserteilung vorliege. Die Antragsteller zu 26) und 27) hätten ihre Antragsberechtigung angesichts ihrer gemeinschaftlichen Berechtigung bei getrennter Antragstellung nicht in der erforderlichen Weise nachgewiesen.



- a. Die Planannahmen der NTT Com Security AG seien hinreichend plausibel und folglich einer Anpassung nicht zugänglich.
- (1) Das von der Gesellschaft angewandte Planverfahren stelle sich als sachgerecht dar und basiere voll umfänglich auf den Prognosen der Gesellschaft. Ohne sachliche Fehler sei die Vergangenheitsanalyse über drei Jahre durchgeführt worden und hinreichend differenziert dargestellt worden, was gerade auch die Entwicklung der einzelnen Bilanzpositionen betreffe. Eine anlassbezogene Zweckplanung liege keinesfalls vor; vielmehr werde die Planungsrechnung im Herbst eines Jahres durch den Vorstand erstellt und Anfang des Folgejahres wie auch hier am 11.2.2016 durch den Aufsichtsrat genehmigt. Die Planungsrechnung für das Budgetjahr sei Anfang 2016 erstellt worden. Auf Ebene der Landesgesellschaften erfolge eine detaillierte Umsatz- und Kostenplanung für die einzelnen Segmente. Für das erste Planjahr 2015/16 gebe es eine auf den realisierten Ist-Zahlen der ersten drei Quartale des Jahres 2015 und der Budgetplanung für das erste Quartal 2016 beruhende Planung. Durch die Länge der Mittelfristplanung von zehn Jahren werde die Gesellschaft in einen eingeschwungenen Zustand überführt. Die Planung bilde Erwartungswerte ab. Die Rechnungslegung nach IFRS kenne zudem das Vorsichtsprinzip nicht, weshalb die entsprechende Rüge ins Leere gehe.
- (2) Bezüglich der einzelnen Planansätze müsse deren Plausibilität bejaht werden.
- (a) Die Umsatzplanung gehe von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von etwa 12,5 % aus, was sogar die Markterwartungen übertreffe sowie deutlich über dem durchschnittlichen Umsatzwachstum von Vergleichsunternehmen, das nach Kapitalmarktschätzungen jährlich 4,5 % betragen werde. Ab



2020 könne von keinen Wachstumsraten in einer Größenordnung von 10 bis 11 % p.a. ausgegangen werden, weil dies angesichts der markt- und wettbewerbsseitigen Risiken wie hoher Wettbewerbsintensität, geringen Markteintrittsbarrieren und einem zunehmenden Fachkräftemangel jeder sachlichen Grundlage entbehre. Aufgrund der zunehmenden Positionierung im margenstarken Beratungsgeschäft erwarte die Gesellschaft ein hohes Wachstum in den Segmenten Beratung, Integration & Schulung sowie Managed Security Services. In den produktorientierten Segmenten Technologieverkauf und Support Services herrsche ein starker Wettbewerbsdruck. Das Bewertungsgutachten analysiere auch den steigenden Bedarf zur Prävention vor Cyberkriminalität. Die sich aus dem Fachkräftemangel ergebenden Risiken müsse die Gesellschaft in die Planung einfließen lassen. Angesichts der hohen Fragmentierung des IT-Sicherheitsmarktes und verhältnismäßig geringer Markteintrittsbarrieren komme es nicht zu verbesserten Gewinnmargen als Folge eines voranschreitenden Komplexitätsgrades in der IT-Landschaft.

- (b) Die Aufwandsplanung enthalte bei den Personalkosten signifikante positive Skaleneffekte, weshalb es nicht zutrefte, der Personalaufwand steige ab 2017/18 schneller als der Umsatz. Eine Bereinigung in der Phase I bei den Umstrukturierungskosten verbiete sich, weil diese Kosten unabkömmlich für das Erreichen des Wachstums und der Verbesserung der Profitabilität des Unternehmens seien. Bei den Posten „Reallokationen“ handele es sich ausschließlich um einen gesellschaftsinternen Korrekturposten, um die Kosten des Umsatzes im internen Rechnungswesen auf Materialaufwand und andere operative Kosten im externen Rechnungswesen abzuleiten. Die hohe Bedeutung des Materialaufwandes entspreche der Struktur des

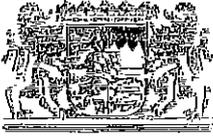


Unternehmens, das neben dem Beratungsgeschäft ein produktorientiertes Geschäft anbiete und dabei als Reseller der Produkte von Drittanbietern auftrete, indem es Hardware, Software und Support Services-Verträge Dritter an seine Kunden vertreibe. Daher tauche der Einkaufswert in der G+V-Rechnung als Materialaufwand auf.

- (c) Die Konzerninnenfinanzierung beruhe auf dem mit der abgeschlossenen Cash Management-Rahmenvertrag, auf dessen Basis die Gesellschaft zum 31.3.2015 einen Betrag von € 59,1 Mio. zur Sicherstellung der Liquiditätsausstattung bei einem Zinssatz von 0,54 % in Anspruch genommen habe. Zudem habe es zum selben Stichtag gegenüber der NTT Finance Corp. Verbindlichkeiten in Höhe von € 4,1 Mio. zur Finanzierung von Kundenkrediten gegeben. Daher handele es sich hier um Fremdkapital, dessen Bestand und die darauf zu berücksichtigenden Zinsen bei der Finanzbedarfsrechnung berücksichtigt worden seien. Unechte Synergien seien vollumfänglich abgebildet worden; dies gelte vor allem für die Nutzung des Vertriebskanals des japanischen Mutterkonzerns. Das Einsparen formalen Aufwands durch den Squeeze out und eine durch diese Maßnahme gewonnene Flexibilität und Reaktionsfähigkeit auf Änderungen im wirtschaftlichen Umfeld seien als echte Synergien nicht zu berücksichtigen.
- (d) Bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses seien die Investitionen, nicht die Abschreibungen der letzten drei Jahre zur Grundlage der Reinvestitionsrate gemacht worden. Angesichts der Unsicherheit der Zinsentwicklung sei es sachgerecht, im Terminal Value vereinfachend zumindest den Basiszinssatz anzusetzen.



- (e) Die Ausschüttungsquote in der Detailplanungsphase entspreche dem Unternehmenskonzept, das angesichts des Ziels von Investitionen in Wachstum und aufgrund der hohen Verschuldung und des niedrigen Eigenkapitalbestands keine Spielräume für Ausschüttungen zulasse. Eine Ausschüttung bereits ab dem Geschäftsjahr 2019/20 hätte negative Effekte auf die Kapitalstruktur und höhere Kapitalkosten zur Folge. Eine fiktive Zurechnung der Thesaurierung in der Detailplanungsphase sei gerade nicht erfolgt. In der Ewigen Rente erfolge die Ausschüttung äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage, weshalb der Ansatz von 50 % angesichts der bei deutschen Unternehmen langfristig zu beobachtenden Ausschüttungsquote in Höhe von etwa 50 % nicht korrigiert werden müsse.
- b. Der Kapitalisierungszinssatz sei insgesamt methodisch und inhaltlich zutreffend ermittelt worden.
- (1) Die Ableitung des Basiszinssatzes auf Grundlage der Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode entspreche allgemein anerkannter Praxis. Die Existenz von Credit Default Swaps rechtfertige keine Kürzung. Die vorgenommene Aufrundung könne gleichfalls nicht beanstandet werden.
- (2) Der notwendigerweise und zwingend anzusetzende Risikozuschlag sei zutreffend mit Hilfe des (Tax-)CAPM ermittelt worden, das sich durch hohe Praktikabilität auszeichne. Angesichts der niedrigen, zum Teil sogar negativen Rendite deutscher Bundesanleihen, der Auswirkungen der Finanz- und Euroschuldenkrise mit dem nicht wieder ausgeglichenen Anstieg der längstfristigen Interbankenzinsen und aufgrund empirischer Untersuchungen zur impliziten Marktrisikoprämie müsse die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als zutref-



fend angesetzt eingestuft werden. Ebenso sei der angenommene Beta-Faktor sachgerecht, nachdem 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 und die Peer Group sachgerecht zusammengesetzt sei. Die Verschuldung der Gesellschaft spiegele sich beim ordnungsgemäß durchgeführten Relevanz sachgerecht wider.

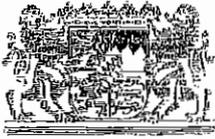
- (3) Ebenso wenig bestehe Korrekturbedarf beim Ansatz eines Wachstumsabschlags von 0,75 %. Maßgeblich sei dabei der Umfang, in dem zu erwartende Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten an die Kunden weitergegeben werden könnten, was nicht mit der allgemeinen, über einen breiten Warenkorb abgeleiteten allgemeinen Inflationsrate gleichzusetzen sei. Angesichts der Abhängigkeit der unternehmensspezifischen Inflation von externen Gegebenheiten wie Marktstellung, Wettbewerbssituation und Preissensibilität der Kunden könne der Wachstumsabschlag auch unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegen. Dies führe nicht zu einem Schrumpfen des Unternehmens, weil man in der Realität nicht von einer Vollausschüttung ausgehen dürfe und diese Argumentation die Wechselbeziehungen zwischen thesaurierungsbedingtem und inflationsbedingtem Wachstum vernachlässige. Angesichts des intensiven Wettbewerbs sowie der deutlichen Konjunkturabhängigkeit wichtiger Abnehmerbranchen rechtfertige sich ein höherer Wachstumsabschlag auch nicht aus unternehmens- oder marktspezifischen Besonderheiten. Bei der NTT Com Security AG bleibe das produktorientierte Geschäft des Technologieverkaufs und der Support Services mit einem Umsatzanteil von 60 % am Ende von Phase I eine wesentliche Komponente der zu Stundensätze nicht tragfähig sein könne.

- c. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen müsse nicht in den Unternehmenswert einfließen. Bei allen drei nicht operativen Gesellschaften seien die



Verbindlichkeiten höher als die Vermögenswerte; aus Wesentlichkeitsgründen komme es auch nicht zur Ausweisung einer stillen Last. Der gesamte Zahlungsmittelstand der Gesellschaft müsse als betriebsnotwendig eingeordnet werden; bei einer Untergrenze der betriebsnotwendigen Liquidität von € 5 Mio. entspreche dies weniger als 1,5 % der operativen Kosten und damit einer Reichweite von nicht einmal einer Woche. Auch benötige die NTT Com Security AG neben der operativen Liquidität auch das Kapital, um die zu Beginn der Detailplanungsphase erwarteten operativen Verluste abzudecken.

- d. Der als Barabfindung herangezogene Börsenkurs von € 7,11 je Aktie entspreche den Vorgaben der Rechtsprechung, nachdem der Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntmachung des Squeeze out-Verlangens liege. Vereinzelte Börsenkurse dürfe man nicht berücksichtigen. Eine Hochrechnung entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Entwicklung verbiete sich angesichts einer Zeitspanne von weniger als fünf Monaten zwischen der Bekanntgabe und der Hauptversammlung.
 - e. Auch mit anderen Erwägungen lasse sich eine Erhöhung nicht begründen. Dies gelte zunächst für gezahlte Vorerwerbspreise, weil diese für die Berechnung der Abfindung ohne Bedeutung seien. Ebenso könne eine höhere Barabfindung nicht aus dem Argument der Notwendigkeit der Ersatzinvestition mit den dabei anfallenden Neben- und Zusatzkosten hergeleitet werden. Auch lasse sich aus dem Grenznutzengedanken die Unangemessenheit der Barabfindung nicht begründen. Die Problematik des Formwechsels samt des angenommenen Rechtsmissbrauchs könne im Spruchverfahren nicht überprüft werden. Bei Prognoseunsicherheiten sei der Mittel- bzw. Erwartungswert maßgeblich.
4. a. Mit Beschluss vom 31.1.2017 (Bl. 157 d.A.) hat das Landgericht München I
zur gemeinsamen Vertreterin



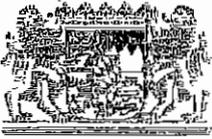
der nicht selbst als Antragstellerin am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Der Vorsitzende hat mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 158 d.A.) die Veröffentlichung der Bekanntmachung ihrer Bestellung im Bundesanzeiger veranlasst. Die gemeinsame Vertreterin rügt neben der Vernachlässigung der hohen Wachstumserwartungen in den Märkten, in denen die Gesellschaft tätig ist, und der damit verbundenen Fehlerhaftigkeit eines Abfalls des Umsatzwachstums auf 6,2 bis 6,5 % ab dem Geschäftsjahr 2017/18 vor allem den zu hoch angesetzten Beta-Faktor auf der Grundlage der Peer Group statt des originären Beta-Faktors, eine überhöhte Marktrisikoprämie sowie einen angesichts der Zielerwartungen der Europäischen Zentralbank zur Höhe der Inflationsrate und der aktuellen Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland um den Jahreswechsel 2016/17 zu niedrig angesetzten Wachstumsabschlag.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 6.7.2017 und vom 7.12.2017 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von –

und

– mündlich angehört. Ferner hat das Gericht mit Beschluss vom 10.7.2017 (Bl. 256/261 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, in einer ergänzenden Stellungnahme vor allem zu Fragen der Planung einschließlich der Thesaurierung, des Kapitalisierungszinssatzes und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Stellung zu nehmen sowie Alternativberechnungen mit geänderten Parametern vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 6.7.2017 (Bl. 217/240 d.A.) und vom 7.12.2017 (Bl. 320/340 d.A.) sowie die allen Beteiligten zugestellten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer vom 6.10.2017 (Bl. 282/306 d.A.) und vom 11.12.2017 (Bl. 344/345 d.A.), mit der ein Formelfehler berichtigt wurde.

- c. Die Antragsteller zu 36) und 37) haben jeweils mit Schriftsätzen vom 17.7.2017 (Bl. 270 und 272 d.A.) ihre Anträge zurückgenommen.



5. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 6.7.2017 (Bl. 217/240 d.A.) und vom 7.12.2017 (Bl. 320/340 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind – soweit über sie nach den beiden Rücknahmen noch zu entscheiden war – zulässig und begründet, weil die angemessene Barabfindung auf € 7,78 je Aktie festzusetzen und entsprechend der gesetzlichen Regelung seit dem 4.6.2016 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen ist.

I.

Die Anträge aller im Verfahren verbliebenen Antragsteller sind zulässig.

1. Diese Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der NTT Com Security AG im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärseseigenschaft 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 NTT Com Security AG sein; vielmehr ist die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses am 2.6.2016 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 Aktionärserschaft zum maßgeblichen Stichtag am 2.6.2016 von vornherein nicht bestritten oder durch entsprechende Erklärungen unstreitig 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.

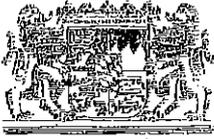
Dem kann namentlich auch nicht entgegen gehalten werden, einige Antragsteller hätten den Nachweis der Antragsberechtigung erst nach dem Ablauf der Drei-Monats-Frist geführt. Die Kammer geht in Übereinstimmung mit der h. M. in Rechtsprechung und Literatur davon aus, dass die Darlegung der Aktionärserschaft zum maßgeblichen Zeitpunkt genügt und der Nachweis bis zum Erlass der Entscheidung erbracht werden kann (so insbesondere BGHZ 177, 131, 136 ff. = NZG 2008, 658, 659 f. = AG 2008, 659, 660 ff. = NJW-RR 2008, 1355, 1356 = ZIP 2008, 1471, 1473 f. = WM 2008, 1502, 1503 f. = DB 2008, 1735, 1756 ff.; OLG Frankfurt AG 2006, 290 f.; AG 2008, 550, 551; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 20; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 14; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 3 SpruchG Rdn. 16).

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 3.6.2016, weshalb



die Frist dann am 3.9.2016 endete. Da der 3.9.2016 ein Samstag 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 5.9.2016. 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 dies von § 4 Abs. 2 SpruchG verlangt wird.
 - a. Dies gilt auch für den Antragsteller zu 17), dessen Vortrag, „betroffener Minderheitsaktionär“ gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG „gewesen zu sein“ als ausreichend angesehen werden muss. An die Tiefe der Darlegung dürfen keine überzogenen Anforderungen gestellt werden, was insbesondere dann gilt, wenn der Antragsteller wie hier zulässigerweise anwaltlich nicht vertreten ist (so auch: Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 4 Rdn. 7 a). 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. 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 dieses Antragsschriftsatzes, ebenfalls berücksichtigt werden. Zudem ist bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen zu beachten, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366,



369 f. = NJW 1992, 105; BGH NJW-RR 2010, 357; G. Vollkommer in: Zöller, ZPO, 32. Aufl., Einleitung Rdn. 99). Die zitierte Formulierung im Antragschriftsatz macht hinreichend deutlich, dass der Antragsteller in Folge der Eintragung des Verschmelzungsvertrages seine Aktionärsenschaft verloren hat, zumal er auch eine Bescheinigung seiner Depotbank beifügte, aus der sich dieser Verlust als Folge eines Squeeze outs ergab. In seinem Antragschriftsatz verwies der Antragsteller zu 17) insbesondere auf die Tatsache, dass alle Aktien der Gesellschaft aufgrund des Squeeze out auf die Antragsgegnerin übertragen werden. Da auch in diesem Zusammenhang die Formulierung „betroffener Minderheitsaktionär“ gewählt wurde, muss dies als hinreichende Darlegung der Antragsberechtigung gesehen werden.

b. Die Antragsteller zu 21) und zu 22) haben in ihrem Antrag auch die Antragsgegnerin zutreffend bezeichnet, wie es von § 4 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 Nr. 1 SpruchG verlangt wird.

(1) Zwar muss davon ausgegangen werden, dass die falsche Bezeichnung des Antragsgegners im Gegensatz zu einer teilweise in der Literatur vertretenen Auffassung (vgl. Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 11 SpruchG Rdn. 11; Krieger/Mennicke in: Lutter, UmwG, 4. Aufl., Rdn. 11 zu § 4 SpruchG; Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., zu § 4 SpruchG Rdn. 13) die Unzulässigkeit des Antrags zur Folge hat, vermag dem die Kammer mit der überwiegend in der Literatur vertretenen Auffassung nicht zu folgen (vgl. Wasmann in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 5 Rdn. 2; Klöcker/Frowein, SpruchG, § 5 Rdn. 1; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 5 Rdn. 1; Volhard in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., § 9 Rdn. 7; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026 f.; Wasmann WM 2003, 821, 824; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1261). Für diese Ansicht sprechen insbesondere gesetzessystematische Über-



legungen. Zum einen handelt es sich bei dem Spruchverfahren um ein reines Antragsverfahren und beim Spruchverfahrensgesetz um ein reines Verfahrensgesetz. Zum anderen aber muss berücksichtigt werden, dass nur ein zulässiger Antrag, mithin ein von einem Antragsberechtigten fristgerecht gestellter und hinreichend begründeter Antrag, ein Spruchverfahren in Gang setzen kann. Dabei ist insbesondere zu berücksichtigen, dass im Falle eines zulässigen Antrags auch der Gemeinsame Vertreter zu bestellen wäre, dessen Kosten aufgrund von § 6 Abs. 2 SpruchG der Antragsgegnerin zu tragen hat. Dann aber muss gefordert werden, dass auch die Bezeichnung des richtigen Antragsgegners als Frage der Zulässigkeit anzusehen ist. Hierfür spricht auch der Wille des Gesetzgebers, dass auch andere Begründungsdefizite wie beispielsweise eine nicht ausreichende Begründung der Unangemessenheit der Kompensation zur Unzulässigkeit eines Antrags führen soll (vgl. BT- Drucks. 15/371 S. 22).

- (2) Die gemäß § 133 BGB analog erfolgende Auslegung der Schriftsätze der anwaltlich nicht vertretenen Antragsteller zu 21) und zu 22) zeigt indes, dass sie die richtige Antragsgegnerin benannt haben. Dies resultiert zum einen daraus, dass sie in ihren Anträgen rechtlich zutreffend darauf hingewiesen haben, Antragsgegner sei der Hauptaktionär; dies war im Zeitpunkt der beschlussfassenden Hauptversammlung die mit der Eintragung der Umfirmierung in das Handelsregister des Amtsgerichts München am 2.6.2016 als im Geschäftsbetrieb auftrat und zwischenzeitlich in eine GmbH umgewandelt wurde. Im Rubrum des Antragsschriftsatzes wird auf die ehemalige m als Antragsgegnerin ausdrücklich hingewiesen, die tatsächlich zum Zeitpunkt der Hauptversammlung Hauptaktionärin der NTT Com Security AG war. Wenn dann diese Gesellschaft als Antragsgegnerin bezeichnet wird, muss darin unter Berücksichtigung der bereits oben unter B. I. 3. a. dargestellten Aus-



legungsgrundsätze für verfahrensbezogene Erklärungen von einer unschädlichen Falschbezeichnung ausgegangen werden.

- c. Auch die Antragsteller zu 26) und zu 27) haben ihre Antragsberechtigung hinreichend dargelegt und im Anschluss daran nachgewiesen. Sie haben in ihrem Antragschriftsatz ausgeführt, „... bis zu ihrer Zwangsenteignung Aktien der NTT Com Security AG“ gehalten zu haben. Auch wenn dies gemeinschaftlich erfolgte, kann allein aus der Bezeichnung als Antragsteller zu 1) und Antragstellerin zu 2) in dem Antragschriftsatz nicht angenommen werden, dass beide zwingend unterschiedliche Aktien hielten und nicht gemeinsam berechtigt waren. Eine derartige Annahme wäre mit den bereits geschilderten Grundsätzen zur Auslegung von Verfahrensanträgen nicht vereinbar.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

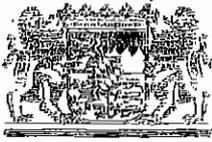


4. Die Beteiligtenfähigkeit der Antragstellerin zu 11) muss für das hier vorliegende Spruchverfahren bejaht werden. Nach §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sind beteiligtenfähig Vereinigungen, soweit ihnen ein Recht zustehen kann. Der BGH hat zwar bezüglich der Partei- und Rechtsfähigkeit einer Erbengemeinschaft wiederholt entschieden, dass diese zu verneinen sei, weil die Miterbengemeinschaft nicht auf Dauer, sondern auf Auseinandersetzung angelegt sei und nicht über eigene Organe verfüge, durch die sie im Rechtsverkehr handeln könnte; deshalb soll sie kein eigenständiges, handlungsfähiges Rechtssubjekt sein, sondern lediglich eine gesamthänderisch verbundene Personenmehrheit, der mit dem Nachlass ein Sondervermögen zugeordnet ist (vgl. BGH NJW 2002, 3389, 3390 = WM 2002, 393, 394 = WuM 2002, 601, 602 = NZM 2002, 950, 951 = FamRZ 2002, 1621 f. = RPfleger 2002, 625 f. = ZMR 2002, 907, 908 = MDR 2002, 81; NJW 2006, 3715 f. = WuM 2006, 695 = NZM 2006, 944, 945 = FamRZ 2007, 41, 42 = DNotZ 2006, 134, 135 = RPfleger 2007, 75, 76 = ZMR 2007, 26, 27; Staudinger-Löhnig, BGB, Neubearb. 2016, § 2032 Rdn. 4; Palandt-Weidlich, BGB, a.a.O., Einf v § 2032 Rdn. 1; Erman-Bayer, BGB, 14. Aufl., § 2032 Rdn. 1; a.A. Grunewald AcP 197 [1997], S. 305 ff.; Eberl-Boges ZEV 2002, 125, 127 ff.). Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, inwieweit der von der überwiegend vertretenen Auffassung zur fehlenden Rechts- und Parteifähigkeit einer Miterbengemeinschaft zu folgen ist. Die vom BGH im Zivilprozessrecht entwickelten Grundsätze lassen sich nämlich angesichts der Besonderheiten des Aktienrechts nicht auf die Beteiligtenfähigkeit im Spruchverfahren übertragen. Die über die Verweisungsnorm des § 17 Abs. 1 SpruchG anwendbare Regelung des § 8 Nr. 2 FamFG geht nämlich von einem im Vergleich zur Parteifähigkeit des § 50 ZPO weiteren Begriff der Beteiligtenfähigkeit aus, der dazu führt, dass angesichts der Besonderheiten des materiellen Aktienrechts eine Miterbengemeinschaft Beteiligte eines Spruchverfahrens sein kann. Es ist weithin unstrittig, dass eine Miterbengemeinschaft Aktien halten kann, wie dies insbesondere von § 69 Abs. 1 und Abs. 3 Satz 2 AktG vorausgesetzt wird (vgl. nur Staudinger-Löhnig, BGB, a.a.O., § 2032 Rdn. 31; Cahn in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 69 Rdn. 6; Bezenberger in: Schmidt/Lutter, 3. Aufl., § 69 Rdn. 3; Lohr in: Heidel, Aktienrecht und Kapital-



marktrecht, a.a.O., § 69 Rdn. 4). Steht eine Aktie mehreren Berechtigten zu, so können sie die Rechte aus der Aktie gemäß § 69 Abs. 1 AktG nur durch einen gemeinschaftlichen Vertreter ausüben. Zudem muss auch aus der Regelung über die Empfangszuständigkeit von Willenserklärungen gegenüber mehreren Erben in § 69 Abs. 3 Satz 2 AktG die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Erbengemeinschaft vom Regelungsgehalt des § 69 AktG erfasst sein muss. Die weitere Voraussetzung des § 69 Abs. 1 AktG in Form der Bestellung eines gemeinsamen Vertreters durch die Antragstellerin zu 5) ist gleichfalls zu bejahen, weil in einem Rechtsstreit ein gemeinsamer Verfahrensbevollmächtigter zugleich deren Vertreter gegenüber der Gesellschaft oder nach einer das Aktieneigentum berührenden Strukturmaßnahme wie einen Squeeze out gegenüber dem Hauptaktionär sein kann (vgl. Bezenberger in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 69 Rdn. 7). Dann aber kann der Erbengemeinschaft ein Recht zustehen. Als Aktionärin hat sie nämlich einen Anspruch auf eine angemessene Kompensation. Damit einhergehen muss aber die verfahrensrechtliche Möglichkeit, die Angemessenheit der von der Hauptversammlung beschlossenen Kompensation in einem Spruchverfahren gerichtlich überprüfen zu lassen. Folglich muss die Erbengemeinschaft auch beteiligtenfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sein (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

5. Die Antragsteller zu 4), 10) und 14) haben wirksame Anträge gestellt.
 - a. Der Antrag des Antragstellers zu 4) entspricht der Form der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 23 Abs. 1 Satz 5 FamFG. Die aufgrund der Verweisungsregelung in § 17 Abs. 1 SpruchG anwendbare Vorschrift des § 23 Abs. 1 Satz 5 FamFG bestimmt, dass der Antrag von dem Antragsteller oder seinem Bevollmächtigten unterschrieben werden soll. Der Antragsschriftsatz aus dem Verfahren 5HK O 11784/16, das zu diesem führenden Verfahren hinverbunden wurde, wurde von _____ aus der Kanzlei des Antragstellers zu 4) unterzeichnet. Daher kommt es nicht entscheidungserheblich darauf an, ob ein nicht unterschriebener Antrag



wirksam ist, wenn es sich dabei nicht nur um einen Entwurf handelt, sondern die Antragschrift mit dem Willen des Urhebers bei Gericht eingehen soll (so BGH FGPrax 2011, 41; KG FamRZ 2012, 920 f.; Sternal in: Keidel, FamFG, 19. Aufl., § 23 Rdn. 42; Ulrici in: Münchener Kommentar zum FamFG, 2. Aufl., § 23 Rdn. 39; Ahn-Roth in: Prütting/Helms, FamFG, 4. Aufl., § 23 Rdn. 17; Feskorn in: Zöller, ZPO, a.a.O., § 23 FamFG Rdn. 5) oder ob entsprechend den Ausführungen in der Begründung zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung (vgl. BT-Drucks. 16/6308 S. 186) die Unterschrift als zwingendes Formerfordernis anzusehen ist, wenn es dort heißt, dass der Antrag zu unterschreiben ist (so Bumiller/Harders, FamFG, 10. Aufl., § 23 Rdn. 14; Brinkmann in: Schulte-Bunert/Weinreich, FamFG, 3. Aufl., § 23 Rdn. 26).

- b. Die Anträge der minderjährigen Antragsteller zu 10) und zu 14) wurden wirksam gestellt. Die Unwirksamkeit resultiert nicht aus dem Fehlen einer wirksam erteilten Verfahrensvollmacht für ihren Verfahrensbevollmächtigten, auch wenn dieser ihr Vater ist.

(1) Zwar wird davon auszugehen sein, dass die Erteilung einer Vollmacht und damit auch einer Verfahrensvollmacht als rechtlich nachteiliges Geschäft unter §§ 107, 111 BGB fällt (vgl. KG NJW 2012, 2293; allgemein zur Vollmachtserteilung Schmitt in: Münchener Kommentar zum BGB, 7. Aufl., § 111 Rdn. 10; Erman-H.F. Müller, BGB, 15. Aufl., § 111 Rdn. 2; Staudinger-Klump, BGB, Neubearb. 2017, § 111 Rdn. 16). Für eine wirksam erteilte Genehmigung durch beide Eltern fehlt es daran, dass §§ 1629 Abs. 2 Satz 1, 1795 Abs. 1 Nr. 1 BGB eingreifen, wonach die minderjährigen Antragsteller insoweit nicht von Vater und Mutter vertreten werden können, als nach § 1795 ein Vormund von der Vertretung des Kindes ausgeschlossen ist. Dies muss vorliegend bejaht werden, weil der Vormund den Mündel bei einem Rechtsgeschäft zwischen einem der Verwandten des Mündels in gerade Linie einerseits und dem Mündel andererseits



nicht vertreten kann, es sei denn, dass das Rechtsgeschäft ausschließlich in der Erfüllung einer Verbindlichkeit besteht, wovon nicht ausgegangen werden kann. Die Ausnahme, wonach der Ausschluss der Vertretung nicht für Rechtsgeschäfte gilt, die dem Mündel bzw. dem Minderjährigen lediglich rechtliche Vorteile bringen (vgl. BGH FamRZ 1975, 480 f.; Palandt-Götz, BGB, 77. Aufl., § 1795 Rdn. 4 und 13) greift bei der Erteilung einer Vollmacht und damit auch einer Verfahrensvollmacht aus den oben bereits genannten Gründen nicht ein.

- (2) Allerdings haben die Eltern jedenfalls unmittelbar einen Antrag im Namen der Antragsteller zu 10) und zu 14) gestellt, der auch wirksam ist. Dabei muss nämlich davon ausgegangen werden, dass die Mutter der drei minderjährigen Antragsteller den Vater konkludent bevollmächtigt hat, den Antrag auch in ihrem Namen für die beiden Kinder zu stellen.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 7,78 je Aktie beträgt. Dieser Betrag ist seit dem 5.6.2016 unter Anrechnung geleisteter Zahlungen mit einem Zinssatz in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

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; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

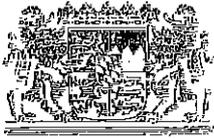
1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 281), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der NTT Com Security AG zugrunde gelegt werden kann. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP



2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11).

- 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). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).



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

(1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung der NTT Com Security AG zugrunde lagen.

(a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind. Die Abfindungsprüfer untersuchten bei diesen Prüfungshandlungen die Jahre 2012 bis 2014 sowie das drei Monate währende Rumpfgeschäftsjahr 2015. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurden dabei die notwendigen Bereinigungen vorgenommen, um eine bessere Vergleichbarkeit zu erreichen, wobei dies vor allem auf die beiden Akquisitionen der BDG AG und der Infotrust AG im Jahre 2014 zurückzuführen sind. Der im Jahr 2012 erfolgte Verkauf der Softwarerechte führte zu einer Bereinigung um den erzielten Erlös; in Zukunft wurden hier Lizenzaufwendungen berücksichtigt. Die kalkulatorischen Leasingkosten sind im Jahr 2012 berücksichtigt und entsprechend berichtigt worden, worauf die Abfindungsprüfer bei ihrer Anhörung hingewiesen haben; dadurch wird entsprechend den Erkenntnissen im Prüfungsbericht die Vergleichbarkeit mit den Folgemonaten, in denen die Lizenzvereinbarung wirksam war, sichergestellt. Dasselbe gilt für die Bereinigung um Kosten der Abfindungen sowie von Erträgen und Aufwendungen aus Wechselkursdifferenzen, die Kursgewinne bzw. -verluste aus Fremdwährungen betreffen. Insgesamt fiel bei der Analyse der Vergangenheit auf, dass die Ist-Zahlen – mit Ausnahme des Jahres 2012 – geringere Erlöse und ein niedrigeres EBITDA ausweisen als in der Planung angenommen. Auch zum Stichtag der Hauptversamm-



lung lagen die Ist-Zahlen der fünf Monate des ersten Planjahres mit Stand Februar 2016 geringfügig unter den Planwerten. Daraus aber kann noch nicht der Rückschluss auf eine unzulängliche Planung in der Zukunft gezogen werden. Zum einen muss gesehen werden, dass die Abweichungen nach den Erkenntnissen sowohl der Bewertungsgutachter wie auch der Abfindungsprüfer nachvollziehbar sind. Gerade die Abhängigkeit von der Gewinnung von Großaufträgen erschwert die Planung und damit auch die Prognosesicherheit. Zudem weisen sie in ihren Berichten nachvollziehbar auf den Preisdruck namentlich im Technologiesgeschäft in den deutschsprachigen Ländern sowie den sich gerade auch im Jahr 2012 noch auswirkenden Verlust eines Großkunden in den Vereinigten Staaten von Amerika im Jahr 2011 hin. Auch muss beachtet werden, dass die Gesellschaft Maßnahmen zur Verbesserung des Planungsprozesses und ein restriktiveres Cash-Management implementiert hat. Die Freiheitsgrade der Regionen bei der Budgetierung wurden eingeschränkt, um zukünftig eine höhere Konsistenz und Belastbarkeit der Planungen zu erreichen. Das restriktivere Cash-Management soll dazu beitragen, künftige Planabweichungen frühzeitig zu erkennen, wodurch Maßnahmen zur Gegensteuerung veranlasst werden können.

Dagegen ist es nicht statthaft, die in die Zukunft gerichteten Planungen zu bereinigen, wie dies vereinzelt von Seiten der Antragsteller gefordert wurde. Dies wäre mit dem Wesen des Ertragswertverfahrens, das die Ermittlung der in der Zukunft liegenden Überschüsse zum maßgeblichen Gegenstand hat, nicht vereinbar.

- (b) Eine unzulässige Anlassplanung mit dem Ziel der Ermittlung einer niedrigen Barabfindung im Interesse und mit Einflussnahme der japanischen Konzernmuttergesellschaft lässt sich nach den



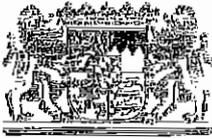
Erkenntnissen von und nicht bejahen. Bei der NTT Com Security AG gibt es einen standardisierten Planungsverlauf, der bottom up erfolgt und im Herbst eines Jahres beginnt. Für das erste Planjahr 2015/16 gab es eine Hochrechnung, die auf den Ist-Zahlen des dritten Quartals mit den Zahlen von April bis Dezember 2015 und einer Hochrechnung des letzten Quartals des Geschäftsjahres von Januar bis März 2016 beruht. Die bottom up erfolgende Budgetplanung für 2016/17 wurde Anfang 2016 erstellt, wobei diese Planung nach Regionen separat erfolgt. Pro Region kam es zusätzlich zu einer Kosten- und Umsatzplanung auf der Ebene der vier Segment. Diese individuell erstellten Planungen wurden auf Konzernebene zusammengefasst und mit den Overhead-Kosten bei der Zentrale in Ismaning verdichtet. Eine top down-Planung gab es bei der Gesellschaft nicht. Gerade der Umstand der Planung bottom up spricht gegen die Möglichkeit einer Einflussnahme durch die Antragsgegnerin. Da die Gesellschaft im Wesentlichen im Projektgeschäft ihre Umsätze erwirtschaftet, war eine derartige detaillierte Planung nur für zwei Jahre möglich – für die folgenden Geschäftsjahre von 2017/18 bis 2024/25 kam es zu einer Fortschreibung der Planannahmen dergestalt, dass in jeder einzelnen Region die Umsatzerlöse fortgeschrieben wurden, woraus dann das EBITDA abgeleitet wurde. Dabei wurden aber gerade nicht einheitliche Wachstumsraten für die einzelnen Regionen angesetzt.

Aus der Dauer der Planung einschließlich der Mittelfristplanung von zehn Jahren lässt sich zur Überzeugung der Kammer kein Anhaltspunkt für eine ausschließlich zu Zwecken des Squeeze out erstellte Anlassplanung ableiten. wies darauf hin, dass es bei der Gesellschaft eine strategische Neuausrichtung in Form des Aufbaus des beratungsintensiven Geschäfts mit den beiden Segmenten Managed Security Services und Bera-



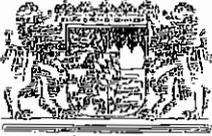
tung, Integration & Schulung gegeben habe. Im Zeitraum der Hochrechnung sowie der Budgetplanung soll die Gesellschaft noch negative Ergebnisse erzielen, obwohl sie mit dem neuen Konzept zukunftsorientiert Gewinne erwirtschaften möchte. Zudem kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass nach dem nicht bestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin die Entscheidung zu dieser Veränderung des Geschäftsmodells zeitlich deutlich vorgelagert war. Es ist durchaus nachvollziehbar, dass dieses neue Modell zwischen der Bekanntgabe des Squeeze out im November 2015 und der Erstellung des Prüfungsberichts nicht implementiert werden konnte. Daher konnte dies für den Squeeze out und die vorzunehmende Unternehmensbewertung keine Rolle spielen, weshalb aus dieser Tatsache kein Hinweis auf eine Anlassplanung abzuleiten ist. Zudem wurden unter dem zuvor praktizierten Geschäftsmodell in den Jahren 2012 bis 2014 sowie im Rumpfgeschäftsjahr 2015 lediglich im Jahr 2012 ein positives EBITDA und EBIT erzielt. Auch diese Entwicklung spricht dafür, dass die Entscheidung zur Neuausrichtung früher gefallen sein muss als die zum Squeeze out.

Aus der Existenz des „Master Professional Services Agreement“ vom 28.9. 2012 zwischen der NTT Com Security AG und ihrer japanischen Muttergesellschaft kann nicht abgeleitet werden, die Planung stamme in Wahrheit von der Muttergesellschaft. Diese Vereinbarung umfasst die Wartung von intellectual property, die Entwicklung der Next Generation-Plattform sowie von neuen Funktionen und Modulen für intellectual property und ähnlichen Dienstleistungen. Angesichts dieses Inhalts kann nicht auf die Möglichkeit einer Beeinflussung der Planung geschlossen werden. Ebenso wenig fand eine Überwachung oder Beeinflussung der Planung durch die im Rahmen eines seit Juli 2010 bestehenden Vertrages zur Überlassung bestimmter Mitarbeiter zwischen diesen beiden Gesellschaften statt. Die auf-



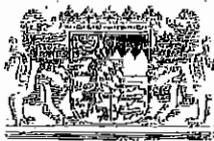
grund dieses Vertrages überlassenen Mitarbeiter sind nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer in die Organisation der NTT Com Security AG eingebunden und unterstanden deren Management. Dann aber können sie auch nicht Planvorstellungen der Obergesellschaft umsetzen. Dies gilt namentlich auch deshalb, weil die Planung bottom up von der Ebene der einzelnen Regionen durchgeführt wurde. Die Aufgabe dieser Mitarbeiter liegt darin, japanspezifische Produkte für die Konzernobergesellschaft zu programmieren, nachdem die NTT Com Security AG selbst nur über wenige Mitarbeiter verfügt.

- (c) Die mit zehn Jahren angesetzte Dauer der Detailplanungsphase entspricht den Besonderheiten des Bewertungsobjekts und muss folglich nicht korrigiert werden. Zwar wird regelmäßig eine drei- bis fünfjährige Dauer der Phase I als ausreichend angesehen. Die Zeitspanne, die die Detailplanungsphase umfasst, ist indes abhängig von der Stellung der Branche und den angebotenen Produkten und Dienstleistungen. Die bei der NTT Com Security AG auftretenden Besonderheiten machten allerdings eine Verlängerung zwingend erforderlich, weil nur so erreicht werden kann, dass am Ende der Phase I ein Gleichgewichtszustand erreicht werden kann (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 312). Die Annahme, angesichts des technologischen Fortschritts und einer in den Geschäftsberichten enthaltenen Prognosedauer von jeweils nur zwei Jahren dürfe die Phase I nicht länger dauern, kann nicht zu sachgerechten Ergebnissen führen, wie im Termin vom 6.7.2017 erläutert hat. In den letzten Jahren der Vergangenheitsanalyse erzielte die Gesellschaft ab 2013 nur negative Ergebnisse, die dann einen Wandel des Geschäftsmodells mit dem Ausbau beratungsintensiven Geschäfts nach sich zog. Im Zeitraum der Hochrechnung und

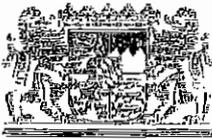


der Budgetplanung soll die Gesellschaft indes auch nach den Planannahmen nur negative Ergebnisse erzielen. Dies hätte aber gegebenenfalls einen negativen Ertragswert zur Folge haben können. Andererseits ging die Gesellschaft auf der Grundlage des neuen Konzepts und dem damit verbundenen Wachstum davon aus, in Zukunft Gewinne zu erwirtschaften. Dann aber ist mit dem Ende des Zeitraums, über den es Hochrechnungen und Budgetplanungen gab, ein eingeschwungener Zustand noch nicht erreicht. Dies ist erst dann der Fall, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 97). Das bei der Gesellschaft infolge ihrer Umstrukturierung vorhandene Wachstumspotenzial, das dann auch ab dem Geschäftsjahr 2019/20 positive Ergebnisse zeitigen soll, würde bei einer kürzeren Detailplanungsphase nicht zutreffend abgebildet. Angesichts dessen musste eine Verlängerung vorgenommen werden, um einen eingeschwungenen Zustand herbeizuführen.

- (d) Die Planung selbst stammt entsprechend den im Verlaufe der Anhörung gewonnen Erkenntnissen bis zum EBIT von der Ge-



sellschaft, nicht von den Bewertungsgutachtern. Die G+V-Rechnung wurde so übernommen, wie sie von der Gesellschaft aufgestellt wurde. Soweit die Wirtschaftsprüfer von Anpassungen vornahmen, betrafen diese das Finanzergebnis mit der Finanzbedarfsberechnung sowie die Steuerplanung, bei der Auswirkungen der bestehenden Verlustvorträge und des steuerlichen Einlagenkontos von für die Ermittlung des Unternehmenswerts berechnet wurden. Aus diesen Maßnahmen kann jedoch nicht geschlossen werden, die Planung stamme nicht von der NTT Com Security AG. Die Anpassungen beim Finanz- und Steuerergebnis beruhen auf der notwendigen bewertungstechnischen Modellierung, weil ohne sie kein stichtagsbezogener Unternehmenswert ermittelt werden kann. Für den Zeitraum der Ewigen Rente können bereits begriffsnotwendig keinerlei konkrete Planungen der Gesellschaft vorliegen; angesichts dessen musste es zur Fortschreibung durch die Bewertungsgutachter kommen, die indes auf den Planannahmen der Gesellschaft für die Zeit der Detailplanungsphase aufbauen konnte. Nachdem es bei der Gesellschaft keine eigenständige Bilanzplanung gab, konnte auch diese von erstellt werden, wobei dies entsprechend den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer in Abstimmung mit der Gesellschaft geschah. Dabei konnte die nach der nicht bestrittenen Aussage von Herrn Wirtschaftsprüfer Fechner von auf die Investitionsplanung als Teil der Planbilanz zurückgegriffen werden. Dabei spiegelt die Investitionsplanung mit einer steigenden Zahl von Laptops und Hardware für die Mitarbeiter als wesentliche Investition auch das verstärkt auf Beratung setzende Modell wider. Der Vorstand verabschiedete die gesamte Planung für die Geschäftsjahre 2015/16 bis 2024/25 final; der Aufsichtsrat nahm hiervon in seiner Sitzung vom 11.2.2016 Kenntnis. Daraus muss dann aber zwingend auch die Schlussfolgerung gezogen

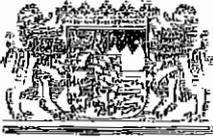


werden, dass sich namentlich der Vorstand als das für die Planung unmittelbar verantwortliche Organ auch die bewertungstechnischen Modifikationen auf den Ebenen unterhalb des EBIT und für den Terminal Value in vollem Umfang zu eigen gemacht hat. Insoweit unterscheidet sich der Sachverhalt auch grundlegend von demjenigen, der dem Beschluss des Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 12.11.2015, Az. I-26 W 9/14 (AktE) zugrunde lag, bei dem der Vorstand gerade nicht die von den Bewertungsgutachtern vorgenommenen Änderungen der Planungsannahmen akzeptieren wollte.

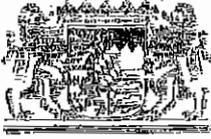
- (e) Die Planung verletzt nicht Grundprinzipien der Planung. Zwar erfolgte sie auf den Grundlagen der Rechnungslegung der Gesellschaft; allerdings kann darin gerade kein Verstoß gegen den Grundsatz gesehen werden, eine Planung dürfe nicht dem Vorsichtsprinzip folgendem. Die Rechnungslegung erfolgte nämlich gerade nicht nach dem HGB, sondern vielmehr nach IFRS. Diesen internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen ist indes das Vorsichtsprinzip, das der Rechnungslegung nach HGB zugrunde liegt und in der Unternehmensbewertung nicht angewandt werden kann, fremd. Angesichts dessen kann ein Verstoß gegen allgemeine Planungsgrundsätze nicht bejaht werden.

- (2) Die Planung selbst ist zur Überzeugung der Kammer plausibel und bedarf demzufolge auch keiner Korrekturen.

- (a) Dies gilt zunächst für die Umsatzplanung mit einer Steigerung von € 321,528 Mio. im Geschäftsjahr 2015/16 auf € 662,5 Mio. am Ende der Detailplanungsphase.



(aa) Die angenommene Entwicklung der Umsatzerlöse mit einem sehr hohen Anstieg vom Forecast 2015/16 auf das erste Planjahr um rund 26 % auf € 405,385 Mio. und einer sich danach abflachenden Entwicklung bis 2019/20 steht nicht im Widerspruch zur allgemeinen Marktsituation mit einem Trend hin zu einer zunehmenden Bedeutung von Digitalisierung und IT-Sicherheit, die – je nach Studie zum Bewertungsstichtag – Wachstumsraten für Deutschland von über 8 % und international von mindestens 10 % vorhersagen; andere Analysen gehen von Wachstumsraten zwischen 12 und 15 % aus. Im gesamten Zeitraum der Detailplanungsphase weist die Planung ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsatzerlöse von 9,4 % aus. Dabei darf indes nicht vernachlässigt werden, dass die Detailplanungsphase weit über den Zeitraum hinausreicht, der von den herangezogenen Studien abgedeckt wird, nachdem diese nur einen Zeitraum bis 2019 bzw. 2021 umfassen. Die vom Antragsteller zu 15) herangezogene Studie führt selbst aus, sie weise höhere Wachstumsraten als die von anderen Analysten genannten 8 bis 10 % aus. Die von der NTT Com Security angenommenen Umsatzsteigerungen belaufen sich im Zeitraum des zwölf Monate umfassenden Jahres 2014 bis 2019/20 auf ein CAGR von 12,3 %, das jedenfalls keinesfalls als unterdurchschnittlich im Vergleich zu den Aussagen der Analysten bezeichnet werden kann. Der Schwerpunkt des Wachstums liegt dabei in den Segmenten Beratung, Integration & Schulung sowie Managed Security Services und dabei vor allem in den beiden ersten Jahren. Die Studie von Technavio weist eine weltweite Wachstumsrate für den Zeitraum von 2015 bis 2019 in Höhe von 10 % für den IT-Sicherheitsmarkt, von 9,5 % für den IT-



nachdem die Planung von einem Trend hin zum Beratungsgeschäft und gerade nicht zum Technologieverkauf ausgeht, was angesichts der Margenentwicklung auch sehr gut nachvollziehbar ist. Im Technologieverkauf sank die Marge von 29 % im Jahr 2012 auf 20,9 % im Rumpfgeschäftsjahr 2015, was einer der tragenden Gründe für den Wechsel hin zum beratungslastigen Geschäft kam, wo die Planung von deutlich höheren Wachstumsraten angeht, die nach dem Rückgang zum Planjahr 2018/19 hin wieder steigen sollen.

Der vergleichsweise hohe Anstieg in den beiden ersten Jahren hat seine Ursache nach den Berichten der Bewertungsgutachter und der Abfindungsprüfer vor allem in den Auswirkungen des Ausbaus des Vertriebsteams in Großbritannien sowie der Neukundengewinnung in Deutschland, Österreich und der Schweiz im Segment Beratung, Integration und Schulung sowie auf den in der Vergangenheit durchgeführten Investitionen im Vertrieb und Akquisitionen. Wenn diese Maßnahmen etabliert sind, ist es nachvollziehbar, dass sich in den Folgejahren die Wachstumsraten abschwächen, weil sich dann die beseitigten Schwächen der Vergangenheit nicht mehr auswirken und damit das Ausgangsniveau für prozentuale Umsatzsteigerungen schon rein rechnerisch deutlich höher liegt.

- (bb) Die Planung lässt vorhandenes Potenzial aus der Gefahrenabwehr vor Cyberkriminalität nicht unberücksichtigt. Dieser Schutz vor diesen neuartigen Kriminalitätsformen stellt gerade die Basis für das Wachstumspotenzial dar, wobei dies namentlich auch für den vermehrten Einsatz von Clouds gilt. wies bei ihrer Anhörung ausdrücklich darauf hin, dass gerade diese Faktoren entspre-



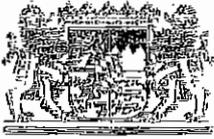
chend in die Planung eingeflossen sind und die daraus resultierenden hohen Wachstumsmöglichkeiten entsprechend abgebildet wurden.

- (cc) Ein höheres Wachstumspotenzial kann nicht aus der globalen Aufstellung und daraus resultierenden vermeintlichen Wettbewerbsvorteilen abgeleitet werden. Die Abfindungsprüfer erläuterten in diesem Zusammenhang nämlich, dass auch dieser Umstand der Tätigkeit in einer Vielzahl von Regionen weltweit einschließlich der Einbindung in den japanischen Mutterkonzern in der Vergangenheit den erwirtschafteten Verlusten in zweistelliger Millionenhöhe nicht entgegengewirkt hat. Wenn dann im Laufe der Detailplanungsphase dennoch Gewinne in zweistelliger Millionenhöhe erzielt werden sollen, müssen die sich aus einer internationalen Aufstellung ergebenden Chancen eingerechnet worden sein, ohne dass diese unterschätzt wären. Der Markt, in dem die Gesellschaft tätig ist, weist nämlich einen hohen Fragmentierungsgrad mit hohem Wettbewerb und niedrigen Markteintrittsbarrieren auf. Eine komplexer werdende IT-Landschaft mit steigenden Anforderungen an das Know how kann auch nicht als anlagen- und kapitalintensiv angesehen werden, weshalb die Markteintrittsbarrieren eben nicht besonders hoch sind, woraus dann auch keine steigenden Gewinnmargen abzuleiten wären. Gerade die Wettbewerbssituation am Markt stellt sich so dar, dass die NTT Com Security AG zudem mit klassischen Technologiegesellschaften wie Palo Alto Networks Inc. zu tun hat, die durch ihre Marktstellung hohe Gehälter zahlen können. Aber auch IT-Dienstleister wie IBM, T-Systems oder HP konkurrieren am Markt, in dem große Konsolidierungstendenzen zu erkennen sind. Im



Wettbewerb um globale Großprojekte bedarf es einer gewissen Größe, um erfolgreich akquirieren zu können, was bei der NTT Com Security AG nicht ohne Weiteres der Fall ist. Andererseits benötigen auch kleine lokale Unternehmen IT-Sicherheit, die dann in gleicher Weise kleinere lokale Anbieter bestellen und liefern können. Zudem ist mittlerweile die Tendenz zu beobachten, dass sich Mitarbeiter mit ihren Teams selbstständig machen und dann selbst als Wettbewerber auftreten oder von Kunden der Gesellschaft abgeworben werden, was nachvollziehbar ist, wenn auf die Kompetenz der einzelnen Person und weniger des Unternehmens als solchem Wert gelegt wird. Angesichts dessen sieht sich die Gesellschaft nachvollziehbar einem erheblichen Wettbewerbsdruck ausgesetzt, der ihre eigenen Wachstumsmöglichkeiten limitiert.

Der Fachkräftemangel wirkt sich nicht als Markteintrittsbarriere aus; vielmehr handelt es sich um einen Faktor, der das Wachstum des Geschäfts begrenzt. Diese Aussage erachtet die Kammer deshalb als zutreffend, weil Fachkräftemangel dazu führt, dass qualifizierte Fachkräfte vielfach zu größeren Unternehmen wechseln werden, nachdem diese regelmäßig in der Lage sein werden, höhere Gehälter zu zahlen. Angesichts der Wettbewerbsintensität wird ein kleinerer Anbieter diese Gehälter entweder nicht zahlen können mit negativen Folgen für den Umsatz, weil er gerade für das beratungsintensive Geschäft nicht über genügend Mitarbeiter verfügt, oder aber er sieht sich gezwungen, preisgünstiger anzubieten, weshalb er für den selben Umsatz mehr Geschäft akquirieren und Abstriche bei den Margen machen muss.



(ee) Eine Korrektur der Planannahmen rechtfertigt sich nicht aus der geringen Konjunkturanfälligkeit des Segments „Support Services“. Hier werden Wartungsdienstleistungen und Supportdienste angeboten, wobei diese in Phase I nunmehr rund um die Uhr 24 Stunden erfolgt, was auf Basis langfristiger Wartungsverträge erfolgt und des Bezugs von Drittarbeitern erfolgt. Die hohen Wachstumsraten in den beiden ersten Jahren beruhen entsprechend den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer nachvollziehbar auf der Ausweitung auf den 24-Stunden Service sowie die geplante Erweiterung des Serviceangebots in Großbritannien. Ab dem Geschäftsjahr 2017/18 soll es zu einer Stabilisierung des Geschäfts in diesem Segment mit Wachstumsraten von ca. 5 % p.a. kommen, nachdem in diesem Segment kein großes Potenzial gesehen werden kann, auch wenn es nicht so konkurrenzfähig sein sollte. Gerade wenn dieses Geschäft auf langfristigen Verträgen beruht, hat jedes Unternehmen eine gewisse Sicherheit; andererseits führt dies dazu, dass das Gewinnen von Neukunden schwieriger wird und vielfach dann wiederum nur über Zugeständnisse beim Preis möglich ist, weshalb Umsatzsteigerungen dann nur über die Menge erreicht werden können. Eine Ausweitung des Service über ein 24-Stunden-Angebot hinaus ist ausgeschlossen, weshalb die Auswirkungen dieser Maßnahme plausibel auf die beiden ersten Jahre beschränkt werden konnten.

(ee) Die sich aus den Restrukturierungen ergebenden Prozessoptimierungen wurden in der Planung der Jahre 2016 und 2017 hinreichend abgebildet. In diesem Zeitraum geht die Gesellschaft von Wachstumsraten von 21 % bzw. 25 % aus. Dies bedeutet eine deutliche Steigerung des Um-



satzes im Vergleich zu den Jahren der Vergangenheitsanalyse von 2012 bis 2014, als die Gesellschaft ihren Umsatz um durchschnittlich 13,5 % p.a. steigern konnte.

- (ff) Ebenso flossen in die Planung Maßnahmen ein, der Gefahr des Verlustes von Großkunden entgegenzuwirken. Wenn Vertriebsstrukturen bereits in der jüngeren Vergangenheit ausgedehnt wurden und dies auch nach dem Stichtag der Hauptversammlung fortgeführt werden soll, muss dies als geeignete Maßnahme zur Bindung von Großkunden an das Unternehmen angesehen werden. Zudem fanden die Abfindungsprüfer nach der Aussage von keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass Verluste von Großkunden explizit in die Planung eingeflossen sein könnten. Hiergegen spricht schon die Annahme steigender Umsatzerlöse.
- (b) Die Aufwandsplanung der NTT Com Security AG muss entsprechend den von den Abfindungsprüfern vermittelten Informationen als plausibel eingestuft werden.
- (aa) Die Entwicklung der Umsatzkostenquote lässt keinen Rückschluss auf eine unplausible Kostenplanung zu. Dabei kann namentlich nicht davon ausgegangen werden, es komme zu einem Anstieg von durchschnittlich 60 % aus dem Zeitraum der Vergangenheitsanalyse auf rund 80 % zu Beginn und von etwa 75 % im Durchschnitt der Detailplanungsphase. Diese Rüge übersieht nämlich, dass das externe Berichtswesen, aus dem diese Zahlen abgeleitet wurden, auf dem Gesamtkostenverfahren beruht, während die Gesellschaft zu ihrer internen Unternehmensplanung und -steuerung sich am Umsatzkostenverfahren orientiert.



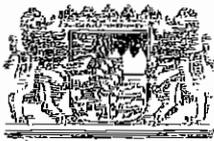
Bei einem am Umsatzkostenverfahren orientierten Ausweis stieg im Zeitraum vom Geschäftsjahr 2012 bis zum Rumpfgeschäftsjahr 2015 die Umsatzkostenquote von 71 % auf 79,1 %. Da hierin auch Personalaufwendungen enthalten sind, muss sie demgemäß über der Materialaufwandsquote liegen. Ursächlich für diese Entwicklung war nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer entsprechend ihrer Darstellung in der ergänzenden Stellungnahme vom 6.10.2017 der zunehmende Preisverfall im Segment Technologieverkauf sowie die Entwicklung von Lizenzaufwendungen für die Nutzung der MSS-Plattform der NTT Com Security (Japan) KK, die in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 nicht bzw. nur teilweise in den Umsatzkosten enthalten waren. Demgegenüber geht die Planung der Gesellschaft von einem Rückgang der Umsatzkostenquote von 79,1 % im Rumpfgeschäftsjahr 2015 auf 73 % am Ende der Detailplanungsphase aus. Diese geplante Entwicklung beruht auf dem zunehmenden Anteil der Umsatzerlöse in den Segmenten Beratung, Integration & Schulung und Managed Security Services, die eine deutlich niedrigere Umsatzkostenquote als die beiden anderen Segmente aufweisen, sowie in den Planungen, in diesen beiden starken Segmenten die Umsatzkostenquote durch eine bessere Auslastung der Berater und ein effektives Projektcontrolling weiter zu verringern. Geringe Kosten sollen auch durch die neu entwickelte MSS-Plattform entstehen.

- (bb) Kein Korrekturbedarf besteht bei den angesetzten Personalaufwendungen, weil die Ansätze hierzu plausibel sind. Soweit geltend gemacht wurde, das Umsatzwachstum liege ab 2017/18 unter dem Wachstum der Personalaufwen-



dungen, steht dies nicht mit den Gegebenheiten der Planung in Einklang. Eine Anpassung der prognostizierten Personalkosten ist folglich nicht veranlasst. Im Geschäftsjahr 2017/18 steht Umsatzerlösen von € 430,429 Mio. ein Personalaufwand von € 87,091 gegenüber, mithin eine Personalaufwandsquote von 20,2 %. Am Ende der Detailplanungsphase sollen sich die Personalkosten auf € 122,767 Mio. belaufen, denen Umsatzerlöse von € 662,5 Mio. gegenüberstehen, was einer gesunkenen Personalaufwandsquote von 18,5 % entspricht. Diese liegt auch deutlich unter den Werten aus dem Zeitraum der Vergangenheitsanalyse, als sie zwischen 28,3 % im Rumpfgeschäftsjahr 2015 und 22,9 % im Ist des Jahres 2014 lagen. Auch die durchschnittliche Steigerungsrate pro Jahr liegt mit 7,1 % unter der der Umsatzerlöse, bei denen dieser Wert 9,4 % betragen soll. Damit aber sind durchaus relevante Skaleneffekte in der Planung abgebildet. Allerdings führt diese Entwicklung mit einer höheren Zahl von Beratern und demzufolge einer absoluten Steigerung der Personalkosten für die auf den einzelnen Projekten eingesetzten Berater zu einer Steigerung der Kosten des Umsatzes, weshalb die Umsatzkostenquote nicht stärker sinken kann als geplant.

Die Entwicklung der Mitarbeiterzahlen mit ihrem Einfluss auf den Personalaufwand und dann aber auch auf die Möglichkeit einer höheren Umsatzsteigerung, wie sie aus öffentlich zugänglichen Quellen für das Geschäftsjahr 2016/17 rechtfertigt nicht die Annahme einer widersprüchlichen Planung. Die Antragsgegnerin hat mit Schriftsatz vom 27.7.2017 unwidersprochen und nachvollziehbar vortragen, dass der Anstieg der Mitarbeiter bei NTT Security (Australia) Pty Ltd. auf einer außerplanmäßigen und



nicht vorhersehbaren Übernahme von 35 Mitarbeitern von Dimension Data Australia beruhte. Ebenso wenig konnte der Vorstand die Auswirkungen des Erwerbs der Solutionary Inc., USA im Juli 2016 und damit mehr als drei Monate nach dem Stichtag vorhersehen. Diese Unternehmen gehörten nicht zu den Gesellschaften, an denen die NTT Com Security AG unmittelbar oder mittelbar entsprechend der Darstellung der Konzernstruktur auf Seite 16 des Prüfungsberichts 100 %-ige Beteiligungen hielt.

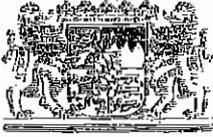
- (cc) Die Darstellung der Reallokationen erfolgt ergebnisneutral und hat keinen Einfluss auf die geplanten Aufwendungen der NTT Com Security AG, wie die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme dargestellt haben. Diese Position stellt einen Korrekturposten dar, um die Kosten des Umsatzes im internen Berichtswesen der Gesellschaft auf Materialaufwand und andere operative Kosten im externen Rechnungswesen aufzuteilen. Folglich bewirken sie lediglich einen unterschiedlichen Ausweis von Kosten. Es handelt sich somit gerade nicht um Aufwendungen, die vom NTT-Mutterkonzern auf die NTT Com Security AG abgewälzt werden. Maßgeblich für die Beurteilung der Planungsrechnung sind vielmehr der Nettopersonalaufwand sowie die Umsatzkosten. Diese beinhalten in den Segmenten „Support Services“ und „Technologieverkauf“ die Kosten für die Erbringung von Instandhaltungsdienstleistungen von externen Anbietern sowie für den Erwerb von Hard- und Softwares. In den beiden anderen Segmenten Beratung, Integration & Services und Managed Security Services umfassen sie in erster Linie Personalkosten in Form von Tagessätzen für die auf den Aufträgen eingesetzten Berater sowie interne Verrechnungs-



posten für die Entwicklung der verschiedenen Plattformen. Im Planungszeitraum sinkt deshalb auch die Umsatzkostenquote entsprechend den obigen Darstellungen. Gerade diese Entwicklung zeigt die Auswirkungen der Umstrukturierung, nachdem vor allem die neu entwickelte MSS-Plattform zu einer geringeren Kostenbasis führt. Auch wenn für die Umsatzsteigerung eine höhere Zahlung von Beratern durch den Wechsel des Geschäftsmodells hin zum personalintensiven Beratungsgeschäft die Personalkosten steigen, wird dies kompensiert durch andere Maßnahmen, die zu einem Anstieg der Rohertragsmarge im Lauf der Detailplanungsphase von 20,9 % im Rumpfgeschäftsjahr 2015/16 bis auf 27 % im Geschäftsjahr 2024/25 führen soll.

(dd) Die mangelnde Plausibilität der Planung lässt sich nicht mit der Höhe des Materialaufwands in Relation zu den Vorräten begründen. Diese Rüge übersieht nämlich, dass die Gesellschaft neben den Vorräten in Höhe von € 3,832 Mio. zum bewertungstechnischen Stichtag am 31.3.2015 auch über „abgegrenzten Materialaufwand“ in Höhe von € 61,317 Mio. verfügt. Dieser Posten wird nach Fälligkeitsstruktur entsprechend auf die kurz- und langfristigen Vermögenswerte aufgeteilt. Hierzu gehören im Wesentlichen Auszahlungen für von Lieferanten bezogene Wartungsverträge, die im abgelaufenen Geschäftsjahr noch keinen Aufwand darstellen; während der Erbringung der Dienstleistungen werden die entsprechenden Posten jeweils rationalerlich ergebniswirksam abgebaut.

(ee) Die Umstrukturierungskosten dürfen in Phase I nicht bereinigt werden. Sie sind nämlich notwendig, um das ge-



plante Wachstum zu erreichen und die Ertragskraft der NTT Com Security AG zu verbessern. Anderenfalls würden sich die Ergebnisse der Gesellschaft verschlechtern.

- (ff) Auch wenn die Verwaltungsaufwendungen in den Jahren 2012/13. und 2013/14 deutlich unterhalb der Zahlen der Detailplanungsphase lagen, führt dies nicht zu einem Korrekturbedarf. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2016 um 1,998 Mio. oder rund ein Drittel im Vergleich zum Vorjahr basiert auf höheren Ausgaben für die Erweiterung der Infrastruktur der NTT Com Security-Gruppe, wodurch das künftige Umsatzwachstum in den dann wesentlichen Bereichen Beratung, Integration & Service und Managed Security Services technisch realisiert werden kann. Die Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang in ihrer ergänzenden Stellungnahme aber auch auf den Rückgang der Quote der Verwaltungsaufwendungen in Relation zu den Umsatzerlösen hin, wobei der Verwaltungsaufwand im letzten Jahr der Detailplanungsphase, in dem mehr als dreimal so hohe Umsätze wie im ersten Jahr der Vergangenheitsanalyse 2012 erzielt werden sollen, mit € 10,296 Mio. nur um € 43.000,- über den Verwaltungsaufwendungen des Jahres 2012 liegen soll. Auch diese Entwicklung macht deutlich, dass die Planung gerade keine unplausibel hohen Verwaltungsaufwendungen vorsieht.
- (3) Das aus diesen Zahlen abgeleitete EBITDA verhält sich nicht widersprüchlich zu Prognosen der Gesellschaft in den Konzernlagebericht für das Rumpfgeschäftsjahr 2015 mit einem prognostizierten Umsatzwachstum auf über € 290 Mio. und einem EBITDA zwischen € 2 Mio. und € 5 Mio. wies nämlich darauf hin, dass diese Prognose nicht mehr den aktuellen Stand zum Zeitpunkt ihrer Prü-



fung reflektiert. Zu diesem Zeitpunkt lagen bereits die Ist-Zahlen aus dem Zwischenbericht für das 1. Halbjahr 2015/16 vom September 2016 vor. Diese gingen bereits von deutlich verschlechterten Zahlen mit einer EBITDA-Prognose nur noch zwischen € - 4 Mio. und € 0 aus. In die Bewertung der Gesellschaft floss dann das EBITDA zum 31.12.2015 mit dem Ist-Wert von € - 7.293.216,55 ein, das sich bis zum 28.2.2016 auf € - 10.655.593,56 verschlechterte, ohne dass daraus Konsequenzen zu Lasten der Minderheitsaktionäre gezogen wurden, nachdem die Plannahmen zum 30.3.2016 von einem niedrigeren EBITDA von € 9,597 Mio. ausgingen.

- (4) Die Ansätze zur Finanzierung wie auch den Synergien müssen angesichts ihrer Plausibilität nicht verändert werden.
- (a) Die der Bewertung zugrunde gelegten Annahmen zur Finanzierung erfolgten sachgerecht. Der kurzfristige Zinssatz von 0,54 % aus dem Cashpool-Vertrag muss nicht bei den Finanzierungsannahmen in der Ewigen Rente angesetzt werden. Da es im Zeitraum der Ewigen Rente keine Planannahmen der Gesellschaft mehr gibt, die zugrunde gelegt werden müssten, lässt sich der kurzfristige Zinssatz des Cashpool-Vertrages nicht ansetzen. Ein langfristiges Zinsniveau lässt sich vorliegend indes sachgerecht aus dem Basiszinssatz ableiten, weil auch dieser in die Ewigkeit gerichtet ist.
- (b) Die Konzerninnenfinanzierung der Gesellschaft, die entsprechend dem geprüften Konzernabschluss zum 31.3.2015 zu Finanzschulden in Höhe von € 64,146 führte und die im Wesentlichen gegenüber der
bestanden, beruhen auf dem Cash Management-Rahmenvertrag, der die Einräumung von Kreditlinien zum Gegenstand hat. Diese Kreditlinie gegenüber der Muttergesell-

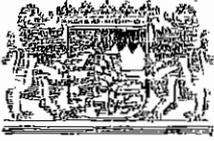


schaft war zum bewertungstechnischen Stichtag in Höhe von € 59,135 Mio. in Anspruch genommen. Dem Cash Pooling innerhalb eines Konzernverbundes muss dabei Fremdkapitalcharakter zugemessen werden; anderenfalls würden die Regelungen in §§ 57 Abs. 1 Satz 3 AktG, 30 Abs. 1 Satz 2 GmbHG keinen Sinn machen. Wenn derartige Verträge und darauf beruhende Zahlungen Eigenkapitalcharakter hätten, hätte der Gesetzgeber keine Regelungen über die Zulässigkeit von Leistungen, die durch einen vollwertigen Gegenleistungs- und Rückgewähranspruch gegen den Aktionär gedeckt sind, treffen müssen, nachdem der Normzweck von § 57 AktG ebenso wie der von § 30 GmbHG in der Erhaltung des Grundkapitals zu sehen ist (vgl. Hüffer/Koch, AktG, 12. Aufl., § 57 Rdn. 1; auch Drygala in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 57 Rdn. 9; Verse in: Scholz, GmbHG, 12. Aufl., § 30 Rdn. 1).

- (c) In die Planung mussten Synergien in einem über den Umfang ihrer Berücksichtigung hinausgehenden Maß nicht aufgenommen werden. 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. BayObLG AG 1996, 127, 128; OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; OLG Düsseldorf AG 2017, 712, 714; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen. Die zu berücksichtigenden Synergien flossen sachgerecht in die Planung ein.



(aa) wies im Termin vom 7.12.2017 darauf hin, dass es sich dabei vor allem um Ergänzungen beim Vertriebsnetz für neue Kunden handelt. Die NTT Com Security AG nutzt einen Vertriebskanal des Mutterkonzerns; diese Kanäle werden bedient durch die NTT Com Security (Japan) KK. Software und Know how-Nutzung, also intellectual property, werden zur Verfügung gestellt. Die NTT Com Security AG veräußerte dieses immaterielle Wirtschaftsgut und erhielt es anschließend über ein Lizenzverhältnis zur Nutzung zur Verfügung gestellt. Nunmehr entrichtet die NTT Com Security-Gruppe eine Lizenzgebühr in Höhe von 12 % der erzielten Umsätze. Demgemäß steigen die Lizenzaufwendungen von € 5,3 Mio. im ersten Planjahr auf € 12,4 Mio. im letzten Planjahr. Die Höhe der Lizenzaufwendungen muss als marktüblichen Gepflogenheiten entsprechend angesehen werden. Zum einen beruht sie auf einer vertraglich festgelegten Vereinbarung. Zum anderen muss gesehen werden, dass es sich vorliegend um einen faktischen Konzern handelt, in dem nachteilige Maßnahme zu Lasten der abhängigen Gesellschaft durch die beherrschte Gesellschaft aufgrund der Regelung in § 311 AktG ausgeglichen werden müssen, nachdem die NTT Com Security AG in Deutschland ansässig ist und nach den Grundsätzen des Kollisionsrechts diese Vorschrift zur Anwendung gelangt. Aus dem nach § 313 AktG erstellten Abhängigkeitsbericht, den [redacted] und [redacted] für ihre Prüfung einsahen, ergaben sich keine Hinweis auf nachteilige Geschäfte im Zusammenhang mit den Lizenzaufwendungen. Dann aber konnten diese Ergebnisse der weiteren Vorgehensweise zugrunde gelegt werden. Der Abschlussprüfer übernimmt für den von ihm erstellten Abhängigkeitsbericht aufgrund von § 313 Abs. 1 AktG ent-



sprechende Verantwortung. Es gibt keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, dass diese Abhängigkeitsberichte unzutreffend sein könnten, weshalb sie von den Abfindungsprüfern zugrunde gelegt werden konnten (vgl. hierzu und zur vergleichbaren Situation des Jahresabschlusses OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az. 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5 HK O 18865/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13).

Die im Jahr 2013 gegründete NTT Com Security (Japan) KK beschränkt sich in ihrer Geschäftstätigkeit im Wesentlichen auf das Segment Managed Security Services und ist ausschließlich für gesellschaftsinterne Aufträge verantwortlich. Die Vergütung dieser Gesellschaft erfolgt nach dem nicht bestrittenen und damit gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden geltenden Vortrag der Antragsgegnerin über eine konzerninterne Marge. Der Vergleich der beiden Planungsrechnungen zeigt, dass rund 10 % der Umsätze der NTT Com Security AG durch die NTT Com Security (Japan) KK generiert werden und dieser Geschäftsbereich auch in der Planungsrechnung abgebildet ist.

- (bb) Für das Entstehen von Aufwendungen für die Fortentwicklung der Produkte zugunsten des japanischen Mutterkonzerns konnten die Abfindungsprüfer keine Anhaltspunkte finden, die zugunsten der Minderheitsaktionäre in den Unternehmenswert hätten einfließen müssen. Auch hier konnten und dem Abhängigkeitsbericht nichts dazu entnehmen, es wäre in diesem



Zusammenhang zu ausgleichspflichtigen Maßnahmen gekommen.

- (cc) Einsparungen aus dem Wegfall der Kosten für eine (Publikums-)Hauptversammlung sowie positive Auswirkungen einer gewonnenen Flexibilität am Markt können als echte Synergien nicht in die Ertragswertermittlung einfließen. Das Unternehmen ist so zu bewerten, wie es liegt und steht – mithin ohne die Auswirkungen der Strukturmaßnahme. Demgemäß muss bei der Ermittlung des Ertragswerts unterstellt werden, dass es auch in Zukunft Publikumshauptversammlungen geben würde und die Gesellschaft auch keine stärkere Flexibilität hat, wie es als Folge des Squeeze out von Seiten einiger Antragsteller vorgetragen wurde.

Angesichts dessen berechnet sich das EBIT in der Detailplanungsphase folgendermaßen anhand der Planung der Gesellschaft, wobei angesichts des Vorhandenseins einer Planung der NTT Com Security AG das EBIT namentlich nicht aus den Werten der Peer Group abgeleitet werden darf:

Gewinn- und Verlust-Rechnung	FC	Plan	Plan	Plan	Plan
in TEUR	FY15/16	FY16/17	FY17/18	FY18/19	FY19/20
Umsatzerlöse	321.528	405.385	430.429	457.199	485.830
Umsatzwachstum	21,7%	26,1%	6,2%	6,2%	6,3%
Kosten des Umsatzes	-254.750	-306.975	-324.813	-343.740	-363.826
Rohertrag	66.778	98.411	105.616	113.459	122.004
Rohergebnismarge	20,8%	24,3%	24,5%	24,8%	25,1%
Personalaufwand	-60.809	-83.413	-87.091	-91.388	-95.912
Sonstige betriebliche Erträge					
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15.688	-21.231	-20.729	-21.343	-21.971
EBITDA	-9.719	-6.233	-2.204	728	4.121
EBITDA-Marge	-3,0%	-1,5%	-0,5%	0,2%	0,8%
Abschreibungen	-2.580	-2.298	-2.367	-2.438	-2.511
EBIT	-12.299	-8.531	-4.571	-1.710	1.610
EBIT-Marge	-3,8%	-2,1%	-1,1%	-0,4%	0,3%



Gewinn- und Verlust-Rechnung	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
in TEUR	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	14-24/25
Umsatzerlöse	516.469	549.279	584.423	622.096	662.500	9,4%
<i>Umsatzwachstum</i>	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	
Kosten des Umsatzes	-385.148	-407.787	-431.489	-456.649	-483.365	8,9%
Rohertrag	131.321	141.492	152.934	165.447	179.135	10,9%
<i>Rohergebnismarge</i>	25,4%	25,8%	26,2%	26,6%	27,0%	
Personalaufwand	-100.697	-105.752	-111.099	-116.764	-122.767	7,1%
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	-	-	n/a
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-22.619	-23.285	-23.963	-24.661	-25.381	6,0%
EBITDA	8.005	12.455	17.872	24.022	30.987	n/a
<i>EBITDA-Marge</i>	1,6%	2,3%	3,1%	3,9%	4,7%	
Abschreibungen	-2.586	-2.662	-2.740	-2.822	-2.905	-0,6%
EBIT	5.419	9.793	15.132	21.200	28.082	n/a
<i>EBIT-Marge</i>	1,0%	1,8%	2,6%	3,4%	4,2%	

(5) In dem Zeitraum der Ewigen Rente bedarf es keiner Anpassungen.

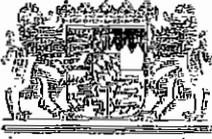
- (a) Ein fehlerhafter Ansatz resultiert nicht aus dem Ansatz des Anstiegs der Umsatzerlöse um 0,75 %, auch wenn dieser unter der erwarteten allgemeinen Inflationsrate liegt. Wesentlich ist bereits in diesem Zusammenhang – und nicht erst beim Wachstumsabschlag – die unternehmensspezifische Inflationsrate, aus der sich ergibt, inwieweit Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite über die Absatzpreise an die Kunden der Gesellschaft weitergegeben werden können. Dies konnte der Vergangenheit bei der NTT Com Security AG angesichts der absatzseitigen Gegebenheiten wie namentlich der Markt- und Wettbewerbslage nicht in vollem Umfang geschehen, wie
 erläutert hat. Dabei griff sie als wesentlichen Indikator auf die Entwicklung der Rohertrags- oder der EBITDA-Marge hin. Beide entwickelten sich rückläufig. Unter Zugrundelegung der internen, auf dem Umsatzkostenverfahren beruhenden Zahlen



ging die Rohertragsmarge von 2012 bis zum Rumpfgeschäftsjahr 2015 von 29 % über 27,8 % und 23,5 % auf 20,9 % zurück.

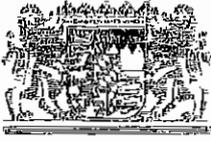
Durch Personalabbau kann dieser Tendenz auch im Terminal Value keinesfalls entgegengewirkt werden. Entlassungen führen im beratungsintensiven Geschäftsbereich nämlich dann zu sinkenden Umsätzen. Ein Mehr an Beraterstunden und damit verbunden steigende Umsätze lassen sich folglich nur über die Einstellung von Mitarbeitern erreichen. Die Bewertungsgutachter von [redacted] verwiesen zudem auf den vor allem im Segment Technologieverkauf, aber auch im Support Service zu beobachtenden Preisverfall hin.

In der Zukunft der Ewigen Rente sieht die Kammer mit Blick auf die in den Anhörungen der Abfindungsprüfer geschilderte Markt- und Wettbewerbssituation nicht die Möglichkeit, größere Preissteigerungen und damit höhere Umsatzerlöse durchzusetzen. [redacted] und [redacted] verwiesen insbesondere auf die von ihnen zur Plausibilisierung herangezogenen Marktstudien von IDC; Worldwide IT-Security Products 2014 - 2018, die im Dezember 2014 erschien und ebenfalls auf entsprechenden Preisdruck hinwies. Zudem führen die Folgen des IT-Fachkräftemangels zu einem zunehmenden Preisdruck, auch wenn dieses Risiko grundsätzlich alle Unternehmen am Markt trifft. Der Wettbewerb um Fachkräfte wird weiter zunehmen, weshalb es in der Folge zu einem zunehmenden Gehaltsniveau für qualifizierte IT-Fachkräfte kommen wird, was generell steigende Personalkosten zur Folge hat. Diese können von großen Unternehmen wie Symantec, McAfee oder Trend Micro besser kompensiert werden; zudem versuchen gerade diese Unternehmen durch Akquisitionen Wettbewerber zu übernehmen und dadurch weiter zu wachsen, wie auch der Studie von Technavio zu entnehmen ist. Dann aber werden kleinere Unternehmen in



diesem fragmentierten Markt dem häufig nur über den Preis begegnen können, was indes zur Folge hat, dass das Umsatzwachstum in der Ewigen Rente mit ihrem allgemeinen Zustand nicht die allgemeine Inflationsrate erreichen kann. Ein erheblicher Wettbewerbsdruck ist auch darin begründet, dass die Markteintrittsbarrieren in dieser IT-Sicherheitsbranche – wie bereits ausgeführt – vergleichsweise gering sind. Die Abfindungsprüfer wiesen darauf hin, dass gerade in dem Bereich IT-Sicherheit für Start up-Unternehmen sehr gute Chancen bestehen, am Markt rasch voranzukommen und sich dort zu behaupten. Dies steht in Einklang mit vorhandenen Studien. In der IDC-Studie vom Dezember 2014 ist explizit die Aussage enthalten, es gebe für Start ups große Gelegenheiten, in den Markt einzutreten. Damit aber steigt durch eine erhöhte Zahl von Wettbewerbern wiederum der Druck auf die Preise, weil das Halten oder gar das Gewinnen von Marktanteilen dann vielfach nur über niedrigere Preise möglich ist. Gestiegene Compliance-Anforderungen führen nicht zu unüberwindlichen Markteintrittsbarrieren; im Grundsatz treffen diese zwar alle Unternehmen, wobei der Schwerpunkt hier auf Großunternehmen liegt, die eine eigene Compliance-Organisation benötigen. Allein aus den damit verbundenen Aufwendungen der Großunternehmen kann aber nicht die Schlussfolgerung gezogen werden, dies würde zu einer erheblichen Verbesserung der Umsatzaussichten eines Unternehmens wie der NTT Com Security AG führen.

- (b) Die steigenden Investitionen für die Fortentwicklung selbst erstellter Software rechtfertigen kein höheres Wachstumspotential im Terminal Value. In der IT-Branche nimmt die Länge der Produktionszyklen ab, weshalb in kürzeren Zeiträumen steigende Investitionen in die IT-Infrastruktur sowohl bei der Software als auch der Hardware notwendig werden. Bei verkürzten Produk-



tionszyklen müssen die Kosten über einen kürzeren Zeitraum verteilt werden. Neben einem erhöhten Risiko hat dies vor allem auch nachteilige Auswirkungen auf das Wachstum der Gesellschaft, nachdem diese die erworbene Software an die Bedürfnisse der Kunden anpassen muss, diese Software aber nicht selbst entwickelt. Daher sind auch Effizienzsteigerungen über die angenommene Umsatzsteigerung in der Ewigen Rente hinreichend abgebildet.

- (c) Aus den höheren Wachstumsraten in der Phase I kann kein fehlerhafter Ansatz der Wachstumsrate von 0,75 % abgeleitet werden. Am Ende der Detailplanungsphase war bei der NTT Com Security AG ein sehr hohes Wachstumsniveau erreicht, von dem ausgehend und gerade nicht – wie dies in anderen von der Kammer entschiedenen Fällen sachgerecht war – von einem Durchschnitt der Detailplanungsphase ausgehend die Überleitung in die Ewige Rente erfolgte. Diese Wachstumsraten können gerade wegen der Zyklizität der Wirtschaftsentwicklung nicht unverändert fortgeschrieben werden. Dies gilt namentlich auch deshalb, weil im eingeschwungenen Zustand eben keine Änderungen des Geschäftsmodells mehr angenommen werden, die in der Detailplanungsphase für die entsprechenden Wachstumsraten beim Umsatz verantwortlich zeichneten.
- (d) Die Reinvestitionsrate ist im Terminal Value nicht zu hoch angesetzt worden. Durch ihren Ansatz wird der Notwendigkeit der Substanzerhaltung im Terminal Value Rechnung getragen. Annahmegemäß kann es in der Ewigen Rente nur noch zu Ersatzinvestitionen kommen, nachdem sich das Unternehmen im eingeschwungenen Zustand befindet und daher keine Erweiterungsinvestitionen angesetzt werden (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung,



a.a.O., S. 336; 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 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13).

Die Ableitung der Reinvestitionsrate in Höhe von € 2,5 Mio. erfolgte vorliegend sachgerecht aus dem Durchschnitt der letzten drei Jahre der Detailplanungsphase, in denen sich die geplanten Investitionen auf € 2,3 Mio., € 2,4 Mio. und € 3,7 Mio. belaufen sollen. Dabei ist der höhere Betrag des letzten Jahres einzubeziehen, weil es dabei um die Entwicklung einer Plattform geht, die bei der Gesellschaft alle drei Jahre vorgenommen wird, während in den übrigen Jahren die Investitionen im Wesentlichen in Laptops und andere Büroausstattung erfolgen. Die Berücksichtigung der alle drei Jahre notwendigen Reinvestition führt dazu, dass die Reinvestitionsrate angemessen festgesetzt ist.

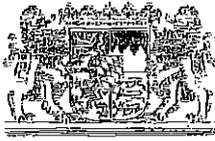
- (6) Die im Terminal Value angenommene Thesaurierungsquote von 50 % und die damit verbundenen weiteren Ansätze bedürfen keiner Veränderung.
- (a) Anders als in der Detailplanungsphase kann bei der Festlegung der Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente nicht auf die Planung des Unternehmens zurückgegriffen werden, weil es eine solche ab den Jahren 2025/26 ff. nicht mehr gibt. Angesichts dessen ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Der Kammer sind die von den Prüfern genannten



marktüblichen Werte auch aus anderen Spruchverfahren bekannt, weshalb gegen den Ansatz einer innerhalb der genannten Bandbreite von Ausschüttungsquoten, die zwischen 40 und 60 % bzw. 70 % liegt, angesiedelte Ausschüttungsquote von 50 % keine Bedenken bestehen.

Dem kann nicht entgegen gehalten werden, in der Vergangenheit wie auch der Detailplanungsphase komme es zu keinerlei Ausschüttungen. Dies beruht auf den Erwägungen des Vorstands für die Detailplanungsphase, wie die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme herausgearbeitet haben. Die Planung der Gesellschaft selbst setzt auf der Bilanz zum 31.3.2015 auf, in der ein negatives Eigenkapital von € Minus 17,214 Mio. ausgewiesen ist und das aufgrund der nach der Planung der Gesellschaft zunächst bis zum Geschäftsjahr 2018/19 weiter auflaufenden Verluste weiter sinken wird. Aufgrund des Abbaus auch von Verlustvorträgen wird bis zum Ende der Phase I im Geschäftsjahr 2024/25 trotz positiver Ergebnisse vom Vorstand nicht mit Ausschüttungen geplant. Weiterhin ist zu sehen, dass die Eigenkapitalquote der Gesellschaft bei rund 6,5 % liegt, während entsprechend den verfügbaren Daten der Jahre 2014 bis 2016 die Eigenkapitalquote der Peer Group-Unternehmen – mit Ausnahme von Unisys Corp. – zu meist deutlich über den Werten der NCC Com Security AG in den Detailplanungsphase lag.

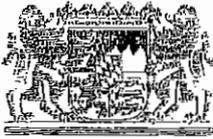
- (b) Die Annahme einer effektiven Ertragssteuer auf Thesaurierung in Höhe von 13,1875 % bedarf keiner Korrektur. Es entspricht der ständigen Rechtsprechung insbesondere auch der Kammer, dass der Ansatz des hälftigen Steuersatzes zuzüglich des Solidaritätszuschlages eine sachgerechte Typisierung darstellt, die von der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen ausgeht, die auch auf der Thesaurierung von Gewinnen beruht.



Auf dieser Grundlage berechnen sich die zu kapitalisierenden Überschüsse wie folgt:

Ertragswert	FC	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
in TEUR	FY15/16	FY16/17	FY17/18	FY18/19	FY19/20	FY20/21
EBIT	-12.299	-8.531	-4.571	-1.710	1.610	5.419
Finanzergebnis	-358	-365	-411	-429	-429	-408
Cashflowrelevante Anpassungen in der ewigen Rente	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Unternehmensteuern	-12.657	-8.896	-4.982	-2.139	1.180	5.012
Unternehmensteuer	0	0	0	0	-51	-158
Ergebnis nach Unternehmensteuern	-12.657	-8.896	-4.982	-2.139	1.129	4.854
<i>Ausschüttungsquote</i>	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	0	0	0	0	0	0
Ertragsteuer auf Ausschüttung	0	0	0	0	0	0
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	0	0	0
Effektive Ertragsteuer auf Thesaurierung	0	0	0	0	0	0
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0	0	0	0	0	0

Ertragswert	Plan	Plan	Plan	Plan	Ewige
in TEUR	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	Rente
EBIT	9.793	15.132	21.200	28.082	28.540
Finanzergebnis	-369	-310	-225	-117	-94
Cashflowrelevante Anpassungen in der ewigen Rente	0	0	0	0	57
Ergebnis vor Unternehmensteuern	9.424	14.823	20.975	27.965	28.502
Unternehmensteuer	-895	-2.647	-4.059	-5.666	-6.833
Ergebnis nach Unternehmensteuern	8.529	12.176	16.916	22.299	21.669
<i>Ausschüttungsquote</i>	0%	0%	0%	0%	50%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	0	0	0	0	10.834
Ertragsteuer auf Ausschüttung	0	0	0	0	-2.380
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	0	10.834
Effektive Ertragsteuer auf Thesaurierung	0	0	0	0	-1.429
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0	0	0	0	17.860



- b. Der Wert der so ermittelten Überschüsse in Höhe von € 17,860 Mio. muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.

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

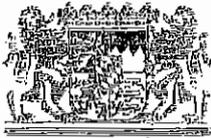
- (1) Der Basiszinssatz war dabei in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 1,25 % vor Steuern und 0,92 % nach Steuern festzusetzen.

- (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hin-



sichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166; 1170; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit der von der Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abge-



stellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. In einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung errechnet sich ein exakter Basiszinssatz von insgesamt 1,13601 % vor Steuern, nicht von 1,1232 % vor Steuern, weil der Tag der Hauptversammlung beim Referenzzeitraum entgegen der Auffassung des Antragstellers zu 15) nicht einzubeziehen ist. Dies ergibt sich aus allgemeinen Grundsätzen zur Fristenberechnung im Aktienrecht, wenn – wie bei der Unternehmensbewertung – auf einen bestimmten Stichtag abzustellen ist und ein Zeitraum davon maßgeblich ist. § 121 Abs. 7 Satz 1 AktG enthält eine Regelung, wonach bei Fristen und Terminen, die von der Versammlung zurückberechnet werden, der Tag der Hauptversammlung nicht mitzurechnen ist. In gleicher Weise wird für die Ermittlung des Referenzzeitraums für den Börsenkurs nach § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO der Tag der Bekanntmachung als maßgebliches Datum nicht mitgerechnet; vielmehr wird hier der Tag vor der Bekanntmachung als letzter Tag der Frist bzw. des Referenzzeitraums angesehen (vgl. Wackerbarth in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 31 WpÜG Rdn. 39; Krause in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, 2. Aufl., § 5 WpÜG-AngVO Rdn. 1). Gerade aus diesen Vorgaben ist dann aber die Schlussfolgerung zu ziehen, dass der Referenzzeitraum zur Ermittlung des Basiszinssatzes am Tag vor der Hauptversammlung endet und der Tag der Hauptversammlung nicht einzubeziehen ist.



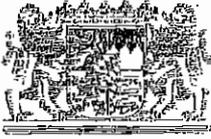
Der so ermittelte Basiszinssatz von 1,13601 % durfte auf 1,25 % vor Steuern aufgerundet werden. Einer Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 1,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

- (b) Der Ansatz eines fiktiv konstant wachsenden Zahlungsstroms bedeutet keinen Widerspruch zum Wachstum in der Detailplanungsphase. Zum einen führt der Ansatz der tatsächlich geplanten Zahlungsüberschüsse in der Detailplanungsphase zu keinem abweichenden Basiszinssatz. Zum anderen ist der Kapitalisierungszinssatz wesentlich für die Herstellung der Beziehung zu den alternativen Anlagemöglichkeiten und unterscheidet sich daher grundlegend vom Wachstum der Umsatzerlöse und der Überschüsse in der Detailplanungsphase.
- (c) 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 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; 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 26513/11).

- (d) 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 stattfin-



denden Alternativenanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728 f.; LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und in den Jahren der Detailplanungsphase auf 8,27 %, 8,78 %, 9,07 %, 8,96 %, 8,77 %, 8,45 %, 8,07 %, 7,66 %, 7,20 % und 6,69 % sowie in der Ewigen Rente auf 6,16 % festzusetzen ist.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt



NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

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

(aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG



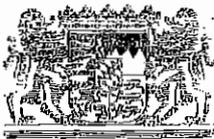
2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

(bb) Die Kammer vermag indes der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern



Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; LG München I AG 2016, 95, 99; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des 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).



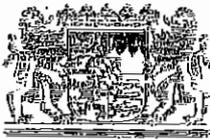
(b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlags ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.

(aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen (a.A. OLG Frankfurt AG 2017, 790, 793 f. = Der Konzern 2018, 74, 78).

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die



künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; ebenso und ausführlich zur Problematik Knoll WiSt 2016, 248 ff.; auch Zeidler/Tschöpel/Bertram CF 2014, 70, 72 f.). Auch die Tatsache, dass im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 2016 im Zusammenhang mit Bewertungskennzahlen für den deutschen Aktienmarkt auf die impliziten Eigenkapitalkosten abgestellt wird und diese im Rahmen



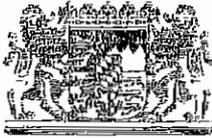
eines Dividendenbarwertmodells herangezogen werden, ändert nichts an den hier geäußerten Bedenken gegen den Ansatz der impliziten Marktrisikoprämie und deren Ableitung aus Analystenschätzungen, die eben den Blick „nur“ von außen auf ein Unternehmen haben und vielfach auch interessengeleitet sind. Vor allem aber weist der Beitrag im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank 04/2016 selbst darauf hin, dass die Beantwortung der Frage nach einem gerechtfertigten Bewertungsniveau nicht im Rahmen des Dividendenbarwertmodells allein erfolgen könne. Auch wird ausgeführt, dass es immer wieder auch Perioden gebe, in denen die Aktienrisikoprämie und die impliziten Eigenkapitalkosten sich nicht parallel entwickelten. So wird gerade auch auf den Sommer 2014 verwiesen, ab dem zwar die impliziten Aktienrisikoprämien, nicht aber die Risikoindikatoren stiegen. Auch in der zweiten Jahreshälfte 2010 kam es nach diesem Bericht zu einem starken Anstieg der Aktienrisikoprämie als auch der Eigenkapitalkosten, ohne dass andere Risikoindikatoren reagiert hätten.

Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach



der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamterwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszi/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxis-handbuch 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.

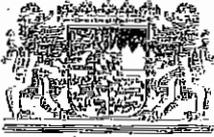
Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen 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.

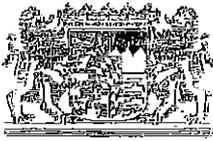
Der Ansatz eines Wertes von 5,5 % nach Steuern für die Marktrisikoprämie, wie dies im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angenommen wurde, kann auch aus einem anderen Grund nicht als zwingend und angemessen bezeichnet werden. In anderen Untersuchungen wurde nämlich abgeleitet, dass es infolge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

für Zeitpunkte bereits vor dem hier maßgeblichen Stichtag (z.B. im Rahmen des Squeeze out bei der Gameforge Berlin AG zum Stichtag 5.6.2013) 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:

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 %, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Andererseits kann nicht verkannt werden, dass die in diesem Zusammenhang vielfach angestellten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze der Ansatz zumindest einer leicht ansteigenden Marktrisikoprämie nicht von der Hand zu weisen ist. Auch unter Berücksichtigung der in anderen Spruchverfahren gewonnenen Erkenntnisse sieht die Kammer eine Marktrisikoprämie von 5 % als angemessen an.



Dem können namentlich nicht die Erwägungen aus dem Gesetzgebungsverfahren zur Neufassung des Erbschaftsteuergesetzes entgegen gehalten werden, in dessen Verlaufe es zu einer Änderung des für das vereinfachte Ertragswertverfahren geltenden Vorschrift des § 203 BewG gekommen ist. Eine unmittelbare Übernahme der Regelung aus § 203 Abs. 1 BewG kann nicht vorgenommen werden, weil die Bewertungsanlässe zu unterschiedlich sind. Das Bewertungsgesetz zielt auf eine standardisierende Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer und kann deshalb auch auf vereinfachende Bewertungsparameter zurückzugreifen. Demgegenüber ist das Ertragswertverfahren gerade bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie beispielsweise einem Squeeze out darauf gerichtet, im Einzelfall den zutreffenden Unternehmenswert zu ermitteln, der auch den verfassungsrechtlichen Anforderungen aus Art. 14 Abs. 1 GG an eine volle Kompensation der von einer derartigen Maßnahme betroffenen Minderheitsaktionäre genügen muss. Daher ist aus dem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 % in § 203 BewG kein zwingender Rückschluss auf eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zu ziehen. Auch der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern entfernt sich nicht in einer nicht hinnehmbaren Weise von den Überlegungen des Gesetzgebers zur Marktrisikoprämie, zumal der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages kein erhöhtes Investitionsrisiko bei Unternehmen aufgrund der Niedrigzinsphase annahm (vgl. insgesamt zu § 203 BewG n. F. BT-Drucks. 18/8911 S. 47).

Ebenso wenig kann diesem Ansatz das von einigen Antragstellern zitierte Sachverständigengutachten von



aus einem anderen, beim Landgericht Hannover geführten Verfahren entgegeng gehalten werden, das der Kammer aus einer Reihe anderer Spruchverfahren bekannt ist. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht in frage gestellt. Allerdings sieht die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkte unter dem Wert der Stehle-Studie liegt. Dabei verweist er aber im Folgenden auf weitere Aspekte, die wiederum zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie führen sollen, ohne diese dann allerdings hinreichend exakt zu beziffern. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 30.3.2016, also mehr als sieben Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes sehr deutlich nach unten bewegt hatte.

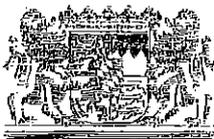
weist selbst darauf hin, es sei fraglich, ob zu diesem Stichtag eine Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen der Unsicherheiten der Finanzkrise bereits in vollem Umfang eingepreist war. Er verweist zudem auf eine erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer in Zeiten der Krise, die sich in einer erhöhten Marktrisikoprämie auswirken kann. Angesichts dessen können die Erkenntnisse von

nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.



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

Entscheidend gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors spricht die mangelnde Liquidität der Aktie der NTT Com Security AG. Die in einem Zeitraum von fünf Jahren zum 18.11.2015 als dem Tag vor der Bekanntmachung der Squeeze out-Absicht an die Kapitalmärkte ermittelten Bid-Ask-Spreads betragen bei einem Zeitraum von fünf Jahren monatlich 4,2 % und einem Zeitraum von zwei Jahren wöchentlich 4,37 %. 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. Die Bid-Ask-Spreads der Aktien der NTT Com Security AG liegen in allen Zeiträumen deutlich über dem Grenzwert von maximal 1,25 %, bis zu dem von einer li-



quiden Aktie ausgegangen wird (in diese Richtung auch OLG Frankfurt AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 76).

Allerdings zeigen auch andere Gesichtspunkte, dass die Aktie nicht hinreichend liquide war. Die Abfindungsprüfer wiesen im Termin vom 10.12.2017 dabei insbesondere auf den Umstand hin, dass in einem Zwei-Jahres-Zeitraum lediglich 0,01204 % der Aktien pro Tag gehandelt wurden; im Fünf-Jahres-Zeitraum waren es 0,01452 % aller Aktien. Bei den Handelstagen ist im Vergleich zur Peer Group auch ein deutlich geringeres Handelsvolumen zu verzeichnen. Während die Peer Group-Unternehmen im Durchschnitt an 93 bis 99 % der Handelstage auch Handel verzeichneten, fand auf der Basis von zwei Jahren mit 500 Handelstagen an lediglich 60 % dieser Tage und im 5-Jahres-Zeitraum mit 1.250 Handelstagen an 70 % der Handelstage tatsächlich Handel statt. Eine Gesamtschau bereits dieser wesentlichen Erwägungen zur Liquidität der Aktien zeigt, dass sie als illiquide einzustufen ist, weshalb der originäre Beta-Faktor der Gesellschaft nicht herangezogen werden kann.

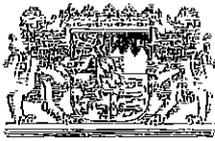
- (cc) Der demgemäß aus einer Peer Group abzuleitende Beta-Faktor der NTT Com Security AG war zur Überzeugung der Kammer hinsichtlich des operativen Risikos auf 1,20 unverschuldet festzusetzen. Die Zusammensetzung der Peer Group bedarf dabei keiner Korrektur. Die Abfindungsprüfer haben in ihrem Prüfungsbericht insgesamt vier Berechnungsarten herangezogen, wobei sie jeweils von zwei- und fünfjährigen Renditeintervallen ausgingen und diese gegen einen lokalen wie auch gegen einen internationalen Index regressierten. Der gerundete Durch-



schnitt dieser Beta-Faktoren ergab dann gleichfalls einen Wert von 1,2 unverschuldet, den auch die Bewertungsgutachter ermittelten, indem sie von einem fünfjährigen Renditeintervall mit monatlichen Renditepunkten ausgingen und diese gegen den MSCI World Index regressierten.

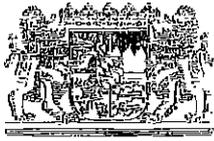
Für die Auswahl der Peer Group-Unternehmen wesentlich ist die Vergleichbarkeit hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente bzw. des Diversifikationsgrades und der Produktart, hinsichtlich der regionalen Abdeckung und gegebenenfalls auch hinsichtlich ihrer Größe (vgl. Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 47). Diese unmittelbare Vergleichbarkeit muss bei den herangezogenen Unternehmen der Peer Group bejaht werden. Alle Unternehmen bieten ihren Kunden Produkte bzw. Dienstleistungen aus dem Bereich der IT-Sicherheit an und sind somit mit der NTT Com Security AG zu vergleichen. Die Größe ist dabei nicht zwingend ein Ausschlusskriterium – wesentlicher sind vor allem das Geschäftsmodell und die Produktpalette sowie die damit bedienten Märkte, was gleichfalls zur Vergleichbarkeit führt, nachdem die Peer Group-Unternehmen ähnliche Märkte international wie die NTT Com Security AG bedienen.

Allein aus der Größe kann auch kein den Beta-Faktor unzulässig zu Ungunsten der Minderheitsaktionäre verzerrendes Moment abgeleitet werden, wie die Analyse der Beta-Faktoren der drei größten Unternehmen Cisco Systems Inc., Palo Alto Networks Inc. und Symantec Corp. deutlich macht. Lediglich Cisco Systems Inc. hat bei allen vier Varianten der Ermittlung des Beta-Faktors einen über dem Durchschnitt der Peer Group liegenden Beta-Faktor.



Palo Alto Networks Inc. weist einen unverschuldeten Beta-Faktor auf, der bei einer Regression gegen den nationalen Index nahezu identisch mit dem Durchschnitt der gesamten Peer Group, während er gegen den MSCI World Index bei einem zweijährigen Renditeintervall mit 1,03 deutlich niedriger und bei fünf Jahren monatlich mit 1,60 deutlich über dem Durchschnitt liegt. Dabei kann dieses Unternehmen auch mit einem Renditeintervall von fünf Jahren berücksichtigt werden, auch wenn es nicht über den gesamten Zeitraum notiert war. Die von den Abfindungsprüfern herangezogenen Bloomberg-Daten ergaben nämlich Werte, die vor allem bei der Regression gegen den nationalen Index nahezu identisch mit dem Zwei-Jahres-Zeitraum waren. Symantec Corp. weist wiederum bei allen vier Regressionsmöglichkeiten Werte auf, die deutlich unterhalb des Durchschnitts angesiedelt sind. Demgemäß ändert sich der Mittelwert der Peer Group auch ohne die drei „Branchenriesen“ nahezu nicht.

Auch kann nicht alleine davon ausgegangen werden, dass Unternehmen mit einer höheren Ertragsmarge zwingend einem höheren Risiko ausgesetzt seien. Dies zeigt sich exemplarisch an Fortinet Inc. mit einer EBIT-Marge von 2 %, die die Antragsgegnerin in ihrer Antragerwiderung unwidersprochen dargestellt hat und auf die auch der Antragsteller zu 15) in seiner Replik abstellt. Der Beta-Faktor dieses Unternehmens liegt je nach Regressionsmethode unverschuldet zwischen 1,32 und 1,85, wie der Tabelle auf Seite 24 der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer zu entnehmen ist. Das Unternehmen mit der größten EBIT-Marge von 52 % – gis Check Point Software Technologies Ltd. – weist dagegen über alle Regressionsmöglichkeiten einen deutlich unter dem Durchschnitt



der Peer Group liegenden Beta- Faktor auf, auch wenn dieses Unternehmen nicht in jeder Hinsicht mit der NTT Com Security vergleichbar ist; dies steht allerdings der Aufnahme in die Peer Group nicht entgegen, weil eine absolute Identität der Vergleichsunternehmen ohnehin nicht zu erreichen ist. Diese Gegenüberstellung zeigt indes, dass eine hohe Ertragsmarge allein kein Indiz für ein höheres Risiko ist, nachdem dieses vor allem vom Geschäftsmodell abhängig ist.

Die Tatsache, dass die herangezogenen Vergleichsunternehmen mit Ausnahme der Bechtle AG im Ausland ansässig sind, führt nicht zur Unvergleichbarkeit der Unternehmen. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14). Dies resultiert neben der Verflechtung der Kapital- und Aktienmärkte vor allem auch aus der Erwägung heraus, dass nahezu alle Unternehmen der Peer Group in gleicher Weise wie die Gesellschaft auf internationalen Märkten tätig sind.

Vasco Data Security International Inc. konnte in die Peer Group aufgenommen werden, weil dieses Unternehmen von seinem Geschäftsmodell her sehr wohl mit der NTT Com Security AG vergleichbar ist. Wie die Gesellschaft bietet Vasco Data Security International Inc. explizit Produkte aus dem Bereich der Online-Sicherheit und der e-



Signatur an. Damit aber agiert es im Markt der digitalen Sicherheit, in dem auch die NTT Com Security ein Wettbewerber ist.

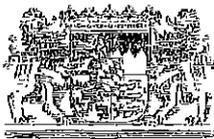
Demgegenüber musste eine Einbeziehung der Cancom SE in die Peer Group nicht erfolgen, weil dieses Unternehmen seinen Schwerpunkt im Geschäft mit Cloud-Services hat und – anders als die NTT Com Security AG und die weiteren herangezogenen Peer Group-Unternehmen – die IT-Sicherheit nicht als Hauptgeschäftsfeld sieht. Das ganzheitliche Produkt- und Dienstleistungsangebot der Cancom SE umfasst nicht explizit IT-Sicherheit und Cyber-Security. Daher ist es in Übereinstimmung mit der Einschätzung der Abfindungsprüfer gerechtfertigt, Cancom SE nicht heranzuziehen. Abgesehen davon zeigen veröffentlichte Beta-Faktoren dieses Unternehmens bis einschließlich dem 31.12.2015 (vgl. Franken/Schulte/Brunner/Dörschell, Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung – Unternehmens- und Branchenanalysen 2016/2017, 4. Aufl., S. 268), dass diese zwischen 2011 und 2014 bei einem einjährigen Erhebungszeitraum nie unter 1,14 und damit nur geringfügig niedriger als der Durchschnitt der Peer Group lagen; erst im Jahr 2015 wurde bei einem einjährigen Erhebungszeitraum mit 51 Datenpunkten ein raw Beta von 0,40 ermittelt; allerdings bestehen erhebliche Zweifel hinsichtlich der Aussagefähigkeit dieses Wertes, weil das Bestimmtheitsmaß R^2 in diesem Jahr nur mehr 0,08 betragen hat. Dieses Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Dieser Wert von 0,08 besagt, dass lediglich 8 % des Risikos der Aktie durch Marktfaktoren



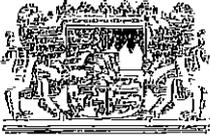
bestimmt werden. Dieser Wert spricht gegen die statistische Signifikanz des Beta-Faktors der Cancom SE für den Ein-Jahreszeitraum des Jahres 2015. Angesichts dessen kann auch nicht zwingend davon ausgegangen werden, durch die Einbeziehung dieses Unternehmens würde es zu einem deutlich niedrigeren Beta-Faktor kommen.

Auf ein Branchen-Beta musste nicht zurückgegriffen werden, weil es eine hinreichende Zahl von Unternehmen gibt, die mit dem Bewertungsobjekt gut vergleichbar sind und folglich eine Peer Group zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos herangezogen werden konnte. In die Berechnung über einen Branchen-Beta fließen zu viele Unternehmen ein, die mit dem Bewertungsobjekt nicht oder jedenfalls kaum vergleichbar sind (vgl. LG München I, Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14), weshalb darauf jedenfalls im vorliegenden Fall nicht abgestellt werden muss.

- (dd) Neben dem operativen Risiko muss auch das Finanzierungsstrukturrisiko, wie es mit Hilfe der Beta-Faktoren ermittelt wird, einfließen. Demgemäß erhöht sich das Risiko der Eigenkapitalgeber mit steigender Verschuldung des Unternehmens, weshalb dann der operative unverschuldete Beta-Faktor im Wege des Relevanz angepasst werden muss. Vorliegend steigt die Verschuldung der Gesellschaft insbesondere infolge der Notwendigkeit der Verlustfinanzierung bis einschließlich zum Geschäftsjahr 2018/19 an. Erst ab dem Geschäftsjahr 2019/20 sehen die Planannahmen ein positives EBIT vor, was dann auch zu einem sinkenden Verschuldungsgrad und einem sinkenden verschuldeten Beta-Faktor führt.

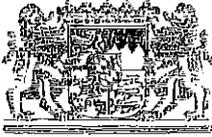


- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag mit Werten zwischen 9,07 % und 6,69 % in der Detailplanungsphase sowie von 6,16 % im Terminal Value steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, die insgesamt als überdurchschnittlich eingestuft werden müssen. Die Gesellschaft ist im globalen IT-Sicherheitsmarkt tätig, in dem sich zweifelsohne erhebliche Wachstumschancen bieten, nachdem durch die Zunahme des Cloud Computing auch die Nachfrage nach Produkten zur Netzwerksicherheit wesentlich steigen wird. Ebenso kann die Gesellschaft von einer zunehmenden Nachfrage nach ihren Produkten durch die zunehmende Vernetzung einer Vielzahl von Gegenständen profitieren, zu der es im Rahmen des „Internet der Dinge“ kommen wird, nachdem dieses die Grundlage für das Zukunftsprojekt „Industrie 4.0“ in Deutschland darstellt. Das Marktvolumen für diesen Bereich soll von 2013 bis 2020 jährlich um rund 20 % steigern, weshalb auch die Nachfrage nach IT-Sicherheitsprodukten zunehmen wird. Auch wird sich die Überwachung des Datenverkehrs mit umfassend eingesetzten Sensoren in der IT-Infrastruktur positiv auf die Anbieter der IT-Sicherheit auswirken. Ebenso wird es steigenden Bedarf nach Produkten zur Verbesserung der IT-Sicherheit geben wegen der zunehmenden Notwendigkeit des Schutzes vor Cyberkriminalität und vor Hacker-Angriffen. Andererseits ergeben sich aus der Struktur des Marktes auch erhebliche Risiken für die NTT Com Security AG. Der Markt weist einen hohen Fragmentierungsgrad auf, wie im Bewertungsgutachten von [redacted] wie auch dem Prüfungsbericht von [redacted] dargestellt ist. Eine Studie der IDC vom Dezember 2014 macht deutlich, dass im Jahr 2013 ca. 67 % des IT-Sicherheitsproduktmarktes auf insgesamt bereits 24 Anbieter entfällt. Auch der IT-Sicherheitsdienstleistungsmarkt ist ähnlich zersplittert. Daraus muss eine hohe Wettbewerbsintensität ab-

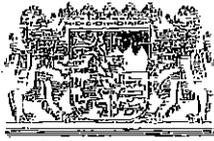


gleitet werden, die noch durch geringe Markteintrittsbarrieren und eine hohe Geschwindigkeit des technologischen Fortschritts verstärkt wird; weil stets neue Wettbewerber auftreten. Gerade das allgemein zu beobachtende Wachstum des Marktes macht ihn attraktiv für neue Wettbewerber. Ebenso erhöht der erhebliche Fachkräftemangel in diesem Bereich das Risiko – wenn es der Gesellschaft nicht gelingt, hochqualifizierte Fachkräfte zu gewinnen, verschlechtern sich ihre Aussichten am Markt. Ein ganz wesentlicher Faktor, der zu dem Ergebnis eines überdurchschnittlichen Risikos beiträgt, ist die ambitionierte Planung der Gesellschaft, die vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung in der Vergangenheit und der ersten Jahre der Detailplanungsphase zu sehen ist, als die Gesellschaft negative Ergebnisse erzielte, die dann zu sehr hohen Wachstumsraten beim EBIT führen, das von € 1,61 Mio. im Geschäftsjahr 2019/20 auf € 28,082 Mio. im Geschäftsjahr 2024/25 ansteigen soll. Diese Planannahmen bergen das Risiko der auch deutlichen Verfehlung in sich. Nicht außer Betracht gelassen werden kann auch die Tatsache, dass zumindest ein Teil der Abnehmer von Produkten und Beratungsdienstleistungen der Gesellschaft in Damit aber liegt das operative Risiko gerade wegen der Unsicherheit, inwieweit die Restrukturierung der Gesellschaft den gewünschten Erfolg nach sich zieht, über dem Risiko des Gesamtmarktes. Daneben muss aus den oben genannten Gründen auch das Finanzierungsstrukturrisiko der Gesellschaft als risikoerhöhend beachtet werden.

- (3) Der mit 0,75 % in der Ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.
 - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen

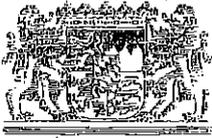


Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 134). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.



Im Zeitraum ab 2025/26 kann nicht davon ausgegangen werden, die Gesellschaft werde in der Lage sein, dauerhaft ein wertsteigendes Wachstum in Höhe der (allgemeinen) Inflationsrate zu erwirtschaften. In der Vergangenheit bereits war sie nicht in der Lage, Preissteigerungen in vollem Umfang auf ihre Abnehmer abzuwälzen, wie dies namentlich das Segment Technologieverkauf zeigt, wo die Rohergebnismarge von 29 % im Geschäftsjahr 2012 auf 20,9 % im Rumpfgeschäftsjahr als Folge des zunehmenden Preisverfalls gesunken ist. Dem kann durch die Möglichkeit der Erhöhung von Stundensätzen im Beratungssegment nicht in einem Umfang entgegengewirkt werden, der dazu führen würde, die Gesellschaft könnte zumindest ein Wachstum im Umfang der allgemeinen Preissteigerungsrate erzielen. Zum einen muss gesehen werden, dass diese Möglichkeit bereits in der kontinuierlich steigenden Rohertragsmarge reflektiert ist. Eine noch stärkere Weitergabe von Preissteigerungen kann indes angesichts des intensiven Wettbewerbs in der IT-Sicherheitsbranche, der auch über den Preis ausgefochten wird, und der branchenüblichen Mitarbeiterfluktuation nicht angenommen werden.

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



ales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingtem Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Der Unternehmenswert der Gesellschaft bildet dabei auch das thesaurierungsbedingte Wachstum durch die fiktive Hinzurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung ab. In ihrer ergänzenden Stellungnahme erläuterten die Abfindungsprüfer, dass sich aus einer Umrechnung der fiktiv thesaurierten Beträge in einen Wachstumsabschlag überschlägig bereits ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag von etwa 5,17% ergebe. Zusammen mit dem tatsächlich berücksichtigten, ausschließlich das preisbedingte Wachstum widerspiegelnden Wachstumsabschlag von 0,75 % ergibt sich im Terminal Value dann eine Wachstumsrate von rund 5,92 %.

Neuere Studien aus der Literatur rechtfertigen keine andere Beurteilung, wie der Kammer aus mehreren anderen Verfahren überzeugend dargestellt wurde, in denen insbesondere auch als gerichtlich bestellter Sachverständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie von (BewP 2011, 24) führt nicht zu einer abweichenden Beurteilung, auch wenn 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.

Ebenso wenig führt eine Dissertation von Bork zu abweichenden Erkenntnissen. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Etwas anderes lässt sich nicht aus einer Untersuchung von Schüler/Lampenius ableiten, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum zwischen 1985 und 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflationschätzern 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



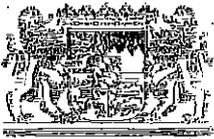
Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von Knoll geht indes von der erwarteten langfristigen Inflation seitens der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2 % aus, was indes nicht hinreichend die relevanten Veränderungen des Preisniveaus auf der Grundlage von Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen berücksichtigt.

Somit ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag am 31.3.2015 ein Ertragswert der NTT Com Security AG von € 117,97 Mio., der dann auf den allein maßgeblichen Bewertungsstichtag der Hauptversammlung am 30.3.2016 aufzuzinsen ist, woraus sich dann der Ertragswert von € 128,813 Mio. entsprechend der nachstehend Tabelle errechnet.

Ertragswert in TEUR	FC FY15/16	Plan FY16/17	Plan FY17/18	Plan FY18/19	Plan FY19/20	Plan FY20/21
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Kapitalisierungszinssatz	9,19%	9,70%	9,99%	9,88%	9,69%	9,37%
Barwertfaktor	0,9158	0,8348	0,7590	0,6908	0,6298	0,5758
Barwerte zum 31.3.	0	0	0	0	0	0

Ertragswert in TEUR	Plan FY21/22	Plan FY22/23	Plan FY23/24	Plan FY24/25	Ewige Rente
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0	0	0	0	17.860
Kapitalisierungszinssatz	8,99%	8,58%	8,12%	7,61%	6,33%
Barwertfaktor	0,5283	0,4866	0,4500	0,4182	6,6053
Barwerte zum 31.3.	0	0	0	0	117.970

Ertragswert zum 31.3.2015	117.970
Aufzinsung	10.843
Ertragswert zum 30.3.2016	128.813



c. Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen mussten nicht angesetzt werden.

(1) Dies gilt zunächst für die drei Beteiligungen an den nicht operativen Gesellschaften NTTCS Management AG, Integralis ME FZ LLC sowie Articon-Integralis SAS. Die Bewertung dieser drei Gesellschaften erfolgte ausweislich der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 6.10.2017 auf der Grundlage der Buchwerte der Bilanzen, die zu einem negativen Wert von € 82.000,-- führte, der allerdings aus Wesentlichkeitsgründen nicht als stille Last angesetzt wurde. Namentlich die NTTCS Management AG weist alleine Verbindlichkeiten wegen Körperschaftsteuer in Höhe von € 272.000,-- auf, die sonstige Bankguthaben, Schecks und flüssige Mittel in einem Umfang von insgesamt € 247.000,-- bereits deutlich übersteigen. Hinzu kommen vor allem weitere kurzfristige Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie ausstehende Rechnungen für die Abfindungsprüfung und Bewertung von insgesamt € 56.000,-- sowie weitere kurzfristige Verbindlichkeiten von € 3.000,--. Bei der Integralis ME-FZ LLC stehen flüssigen Mitteln von insgesamt € 22.000,-- sonstige kurzfristige Rückstellungen in gleicher Höhe gegenüber, während bei der Articon-Integralis SAS die Verbindlichkeiten die sonstigen Bankguthaben, Schecks und flüssige Mittel übersteigen, weshalb sich bei diesem Unternehmen ein negativer Buchwert von € 3.000,-- ergibt. Da die Gesellschaften operativ nicht tätig sind, kann ein positiver Ertragswert nicht festgestellt werden.

(2) Die vorhandene Liquidität musste auch nicht teilweise als nicht betriebsnotwendig eingestuft werden, auch wenn die Gesellschaft zum bewertungstechnischen Stichtag am 31.3.2015 über einen Liquiditätsbestand von rund € 30 Mio. verfügte. Allein die Tatsache, dass die Abfindungsprüfer eine Untergrenze für operative Liquidität in Höhe von € 5 Mio., was weniger als 1,5 % der operativen Kosten aus-



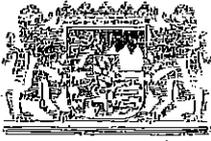
macht und damit eine Reichweite von weniger einer Woche hat, rechtfertigt kein anderes Ergebnis. Der Rest der vorhandenen Liquidität wird nämlich benötigt, um operative Verluste abzudecken, wie sie in den ersten vier Jahren der Detailplanungsphase erwartet werden. Da zudem im Laufe der Detailplanungsphase nach den Planungen der Gesellschaft die zum 31.3.2015 in Höhe von € 64,1 Mio. bestehenden Finanzverbindlichkeiten zurückgeführt werden sollen, muss der gesamte Liquiditätsbestand als betriebsnotwendig eingestuft werden. Gerade die Rückführung der Finanzverbindlichkeiten entsprechend den Planungen wirkt sich über einen sinkenden Risikozuschlag zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.

- (3) Die im In- und Ausland bestehenden Verlustvorträge waren auf der Ebene der einzelnen Tochtergesellschaften in der Detailplanungsphase bei angesetzten positiven Ergebnissen bereits steuermindernd berücksichtigt oder bei weiteren Verlusten fortgeschrieben worden. Sofern Verlustvorträge bis zum Ende von Phase I nicht vollständig abgebaut waren, wurde die daraus resultierende Steuerersparnis im Termin Value als Annuität steuermindernd zum Abzug gebracht. Ähnlich wurde nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer mit dem steuerlichen Einlagekonto verfahren, aus dem gemäß § 27 KStG steuerfrei Ausschüttungen vorgenommen werden können. Der sich hieraus ergebende Steuervorteil wurde in der Ewigen Rente gleichfalls als Annuität berücksichtigt. Dann aber würde eine nochmalige Berücksichtigung als Sonderwert eine unzulässige Doppelerfassung bedeuten.
- (4) Eine Berücksichtigung der von der Gesellschaft gehaltenen Marken und anderen Schutzrechte „als Sonderwert konnte nicht erfolgen. Deshalb musste deren Wert 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; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/16; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Somit ergibt sich ein mit dem Ertragswert identischer Unternehmenswert der Gesellschaft von € 128,813 Mio. zum Stichtag der Hauptversammlung am 30.3.2016. Bei 16.548.998 Aktien resultiert daraus eine Barabfindung von € 7,78 je Aktie. Dabei sind die von der NTT Com Security AG gehaltenen eigenen Aktien nicht zu berücksichtigen. Soweit eine Mindermeinung in der Literatur davon ausgeht, angesichts der Konzernneutralität des Squeeze out seien auch diese Aktien abfindungsberechtigt (vgl. Habersack in: Emmerich: Habersack, Aktienrecht- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 6; Heidel/Lochner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 2; Habersack ZIP 2001, 1230, 1236), kann dem nicht gefolgt werden. Die von der Aktiengesellschaft gehaltenen eigenen Aktien gehen nicht auf den Hauptaktionär über. Sie werden wie alle Anteile, für die § 16 Abs. 4 AktG gilt, von dem Rechtsübergang nicht erfasst, weil ein entsprechendes Interesse des Hauptaktionärs hieran nicht angenommen werden kann. Auch erzwingt der Regelungszweck des Squeeze out nicht den Rechtsübergang auf den Hauptaktionär. Durch diese Maßnahme soll der Hauptaktionär in seiner unternehmerischen Handlungsfreiheit gestärkt werden (so ausdrücklich BT-Drucks. 14/7034 S. 31 f.). Dem liefe es indes zuwider, wenn eigene Aktien der Aktiengesellschaft kraft Gesetzes, also ohne den erklärten Willen auf den Hauptaktionär



übergangen und dieser verpflichtet wäre, die Gesellschaft deshalb mittels Barabfindung zu entschädigen. Dem Zweck wird bereits hinreichend entsprochen, wenn der Hauptaktionär nicht länger mit der Ausübung zwingender Minderheitsrechte rechnen muss und ein Anfechtungsrisiko bei Hauptversammlungsbeschlüssen ausgeschlossen ist. Aufgrund von § 71 b AktG besteht aus eigenen Aktien kein Stimmrecht, weshalb auch insoweit dem Gesetzeszweck Genüge getan ist. Diese Sichtweise steht auch in Einklang mit der Regelung in §§ 327 a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 2 AktG, wonach auch bei der Berechnung der Schwelle von 95 % des Grundkapitals die eigenen Aktien der betroffenen Aktiengesellschaft nicht mitgezählt werden. Anders als bei der Eingliederung im Sinne des § 320 AktG muss die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin beim Squeeze out nicht zwingend Alleinaktionärin werden, nachdem eine Regelung die § 327 Abs. 1 Nr. 3 AktG über das Ende der Eingliederung im Falle des Verlustes der Eigenschaft als Alleinaktionärin in §§ 327 a ff. AktG nicht enthalten ist (vgl. Grunewald in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 327 e Rdn. 12; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 7; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 e Rdn. 25; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 327 e Rdn. 4; Holzborn/Müller in: Bürgers/Körber, AktG, 4. Aufl., § 327 b Rdn. 5; Lieder/Stange Der Konzern 2008, 617, 623 ff.; Riegger DB 2003, 541, 542 ff.).

Die so festzusetzende Barabfindung liegt um € 0,67 oder 9,42 % höher als die im Beschluss der Hauptversammlung festgesetzte Barabfindung von € 7,11, weshalb eine Erhöhung auszusprechen war. Dem kann nicht die Überlegung entgegengehalten werden, angesichts der auf § 287 Abs. 2 ZPO beruhenden Schätzung liege die Erhöhung noch innerhalb einer zulässigen Bandbreite, die die Angemessenheit der Kompensation nicht in Frage stelle. Es ist nämlich nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht auf der Basis von § 287 Abs. 1 ZPO

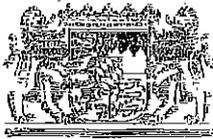


nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 21.12.2015, 5HK O 24402/13; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; in diese Richtung: OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puzskajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Da die Grenze von 5 % allerdings wie hier nicht unerheblich überschritten wird, muss insbesondere auch unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts der Minderheitsaktionäre aus Art. 14 Abs. 1 GG eine Erhöhung erfolgen. Abgesehen davon liegt die Differenz zum ermittelten Ertragswert deutlich über der Grenze von 10 %.

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

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

- (a) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern



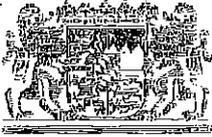
2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn. 4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des 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 nämlich 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 Prüfers zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG ge-



stützten 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). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

- (b) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin und verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Sie haben sowohl in ihrem Prüfungsbericht als auch bei der mündlichen Anhörung – soweit angezeigt – die von ihnen vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt. Sie haben dabei eingehend begründet, warum sie die Planannahmen für plausibel erachtet haben. Ebenso haben sie sich während ihrer Anhörung und in den ergänzenden schriftlichen Stellungnah-



men eingehend mit den Rügen der Antragsteller zu den einzelnen Bewertungsparametern auseinandergesetzt und beim Beta-Faktor eine im Vergleich zum Bewertungsgutachten von abweichende Ermittlung auf der Basis einer zudem nicht identischen Peer Group vorgenommen. Dies macht deutlich, dass sie sich ihrer Aufgaben und ihrer Stellung bewusst waren und die einzelnen Feststellungen von in der gutachterlichen Stellungnahme nicht kritiklos übernommen haben. Demgemäß haben sie namentlich für die Ermittlung des Risikozuschlags eine abweichend sich zusammensetzende Peer Group und eine andere Berechnungsmethode herangezogen, was indes zu keinem grundlegend anderen Ergebnis führte.

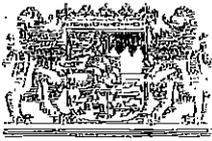
Der Verwertbarkeit ihrer Angaben kann auch nicht entgegengehalten werden, ihre Prüfungshandlungen oder der von ihnen erstellte Bericht hierzu seien unzureichend gewesen. Sie mussten während ihrer Prüfungshandlungen nicht auf Unterlagen zu den Unternehmenskäufen der BDG-AG und der Infotrust AG zurückgreifen. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurden die Zahlen bezüglich dieser beiden Gesellschaften bereinigt und angepasst. Bezüglich der gezahlten Kaufpreise mussten keine weiteren Plausibilisierungshandlungen vorgenommen werden, was sich vor allem bereits daraus ergibt, dass die Preise auf einer vertraglichen Vereinbarung beruhen und somit konsensual gefunden wurden, wobei der Ermittlung des Kaufpreises nicht zwingend ein objektivierter Unternehmens zugrunde liegt, weil dabei vielfach echte Synergien berücksichtigt werden, die der Erwerber mit dem erworbenen Unternehmen realisieren möchte, die aber bei einer Unternehmensbewertung wie hier außer Betracht bleiben müssen. Vor allem aber wurden die Verträge bereits im Jahr 2014 abgeschlossen, weshalb ihnen bei der Ermittlung des in die Zukunft gerichteten Ertragswerts keine wesentliche Bedeutung beigemessen werden kann. Zur Plausi-



bilisierung ihrer Annahmen zogen die Abfindungsprüfer in hinreichendem Umfang Markt- und Wettbewerbsanalysen heran, die in ihrem Prüfungsbericht auch jeweils näher bezeichnet wurden; eine eigenständige Wettbewerbs- oder Marktanalyse wird vom Gesetz nicht gefordert. Ebenso wurden die Kosten des Umsatzes bereits im Prüfungsbericht auf Seite 48 dergestalt beschrieben, dass dort ausdrücklich aufgeführt ist, welche Kosten in den einzelnen Segmenten zur Ermittlung des Rohertrags von den Umsatzerlösen abgezogen werden.

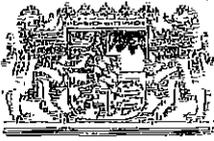
(2) Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht anzuordnen, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.

(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; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag



die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

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



Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK o 13182/15; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

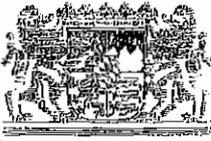
2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.
 - a. Dies gilt zunächst für den angesetzten Börsenkurs, nachdem dieser im allein maßgeblichen Referenzzeitraum mit € 7,11 unterhalb der mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelten angemessenen Barabfindung liegt.
 - (1) Der Ansatz eines auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht an die Kapitalmärkte am 19.11.2015 erfolgte rechtlich zutreffend.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quo-



talien 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, a.a.O., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: 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, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

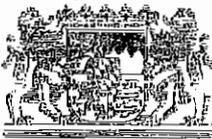
Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; nunmehr auch LG München I AG 2016, 95, 96; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/17; Paulsen in: Münchener Kom-



mentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 89 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.

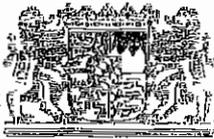
Daher muss namentlich nicht auf einen Stichtagskurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung oder auf den letzten festgestellten Kurs vor dem Wirksamwerden des Ausschlusses und der Übertragung der Aktien auf die Antragsgegnerin durch die Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister abgestellt werden.

- (2) Da die Hauptversammlung am 30.3.2016 stattfand also deutlich weniger als sechs Monate nach der Bekanntgabe der Absicht am 19.11.2015, kann auch nicht von einem längeren Zeitraum ausgegangen werden, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde. Ein Zeitraum von rund 4 1/2 Monaten kann 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 NTT Com Security AG zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der die Struktur der NTT Com Security AG, bei deren Bewertung auch Verflechtungen mit der in Japan ansässigen Muttergesellschaft einfließen mussten, berück-



sichtigt. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 1/2 Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866, 867 f. = ZIP 2014, 1784, 1786; Wasmann ZGR 2011, 83, 94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.). Soweit in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

- (3) Andere von Seiten einiger Antragsteller als maßgeblich bezeichneten Zeitpunkte oder Börsenkurse können nicht als relevant für die Ermittlung der Abfindung angesehen werden. Namentlich einem 52-Wochen-Hoch oder dem Jahresdurchschnitt aus dem Jahr 2015 fehlt die Stichtagsbezogenheit, nachdem die Hauptversammlung am 30.3.2016 stattfand. Ein einzelner Börsenkurs kann zudem auf Zufälligkeiten beruhen und daher nicht als maßgeblich angesetzt werden.
- 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 sogenann-



te „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



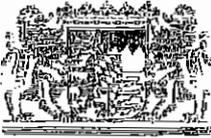
16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Vetter AG 1999, 569, 572). Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen. Abgesehen davon haben die Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht zumindest einen Teil der Vorerwerbspreise offengelegt, wobei diese ihnen bekannt gewordenen Preise unter der angebotenen Barabfindung lagen.

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



5781/15; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

- d. Ein Aufschlag auf die Barabfindung lässt sich nicht aus der Erwägung ableiten, die Barabfindung müsse auch die den Aktionären entstandenen Kosten für die Alternativanlagen erfassen. Eine Berücksichtigung dieser Kosten steht im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben aus § 327 b Abs. 1 AktG. Bei diesen Aufwendungen, die einem Aktionär erwachsen, handelt es sich nämlich nicht um die Verhältnisse der Gesellschaft. Daher sind sie nicht berücksichtigungsfähig (so bereits LG München I, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13).
3. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 2 1. Hs AktG.
 - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister, die hier am 3.6.2016 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung ab dem 4.6.2016 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handels-



register eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

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

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n. F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung von rund 9,42 % kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der feh-



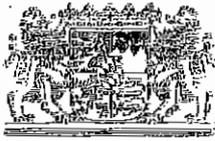
lenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich auf € 0,67 je Aktie. Bei insgesamt 880.712 außenstehenden abfindungsberechtigten Aktien errechnet sich aus der Multiplikation dieser beiden Zahlen ein Geschäftswert von € 590.077,04. 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.