Geschäftsnummer:
23 AktE 21/06

17.05.2013

Landgericht Mannheim

3. Kammer für Handelssachen

Beschluss

In Sachen

gegen

wegen gerichtlicher Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gem. §§ 327ff, 306 AktG

1. Der angemessene Abfindungsbetrag gem. §§ 327 a ff. AktG aufgrund des in der Hauptversammlung vom 15. Juli 2005 der Novasoft AG, Heidelberg, beschlossenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung wird auf € 4,45 je Inhaberaktie festgesetzt.

   Dieser Betrag ist ab dem 17.11.2006 mit jährlich 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

   Im Übrigen werden die weitergehenden Anträge zurückgewiesen.

2. Die Antragsgegnerin trägt die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre und die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller mit Ausnahme der Antragsteller Ziff. 22 , 39 , 44 , 51 , 52

3. Der Gegenstandswert wird auf 525.376,88 € festgesetzt.

Gründe

I.

Die Antragsteller begehren im Rahmen des Spruchverfahrens für ihren Ausschluss als Minderheitsaktionäre aus der Novasoft AG, Heidelberg, einen über den in der Hauptversammlung festgesetzten Abfindungsbetrag.

Die Antragsteller waren Minderheitsaktionäre der Novasoft AG in Heidelberg, deren Leistungsspektrum von der Beratung und Auswahl über die Einführung und den Betrieb von Produkten der SAP AG reicht. Sie betreut überwiegend Großkunden im Bereich Retail. Die Novasoft AG hielt zum Stichtag 15. Juli 2005 zahlreiche Beteiligungen an Unternehmen im Ausland. Ihr Grundkapital beläuft sich nach einer Herabsetzung im April 2005 auf rund 18.825.000,00 € und ist eingeteilt in 18.824.642 Inhaberaktien. Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 15. Juli 2005 hielt die Antragsgegnerin 95,02 % der Aktien.

Am 18. März 2010 wurde das Verlangen der Hauptaktionärin auf Ausschluss der Minderheitsaktionäre bekannt gemacht. Ein entsprechender Beschluss erfolgte in der Hauptversammlung vom 15. Juli 2005, in welcher als Abfindung ein Betrag von 3,89 € je Aktie festgesetzt wurde aufgrund eines von der ermittelten Betrages von 3,88 €, welcher vom gerichtlich bestellten Barabfindungsprüfer bestätigt worden war. Aufgrund der Eintragung im Handelsregister am 04. August 2006 gingen 938.173 Aktien auf die Antragsgegnerin über. Die letzte Bekanntmachung erfolgte am 17.11.2006. Anfechtungsprozesse gegen den Hauptversammlungsbeschluss hatten keinen Erfolg (LG Heidelberg, FO 104/05 KfH; OLG Karlsruhe 7 U 123/06).

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre sind der Auffassung, dass die Abfindung deutlich erhöht werden müsse, auch über den vom gerichtlich bestellten Sachverständigen ermittelten Betrag von 4,45 € hinaus.

Nach deren Auffassung müsse, wenn überhaupt, die Bewertungsrichtlinie IDW S 1 in der zum Stichtag 15. Juli 2005 maßgeblichen Fassung herangezogen werden.

Die zugrunde gelegte Planung der Novasoft AG sei unrealistisch pessimistisch und berücksichtige positive Zukunftsaussichten nicht hinreichend. Die Personal- und Materialaufwendungen würden zu hoch, die Umsatzerlöse zu niedrig angesetzt. Zum Teil rügen sie die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern bei der Ermittlung des Ertragswertes. Sie halten den Kapitalisierungszinssatz und den dabei in Ansatz gebrachten Basiszinssatz aus verschiedenen Gründen für zu hoch. Zum Teil wenden sie sich auch gegen den Ansatz eines Risikozuschlags, zumindest wird die in Ansatz gebrachte Höhe des Risikozuschlags kritisiert. Das bei der Ermittlung des Risikozuschlags angewendete CAPM bzw. Tax-CAPM-Modell halten zahlreiche Antragsteller nicht für geeignet. Der Betafaktor sei zu hoch, der Wachstumsabschlag zu niedrig in Ansatz gebracht worden.

Die Antragsteller bezweifeln zum Teil, dass das betriebsnotwendige Vermögen in der angemessenen Höhe in Ansatz gebracht wurde.

Eine höhere Abfindung sei auch aus dem Börsenkurs abzuleiten, wobei zumindest bei Einleitung des Verfahrens vertreten wurde, dass hier auf einen 3-Monats-Zeitraum vor der Hauptversammlung abzustellen sei.

Die Antragsteller b e a n t r a g e n

> eine gerichtliche Festsetzung der Abfindung über den in der Hauptversammlung beschlossenen Betrag von 3,89 € je Aktie hinaus.

Sie halten auch zum erheblichen Teil den vom Sachverständigen für angemessen erachteten Betrag von 4,45 € für unzureichend.

Die Antragsgegnerin b e a n t r a g t ,

> die Anträge zurückzuweisen.

Sie ist der Auffassung, dass der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag zutreffend und zumindest vertretbar sei, so dass für eine Höherfestsetzung keine Veranlassung bestehe.

Die Antragsgegnerin rügt zum Teil formelle Mängel, etwa, dass der Nachweis der Aktionärsstellung nicht innerhalb der Antragsfrist bei Gericht eingereicht sei.
Bei der Bewertung sei jeweils die aktuelle Version der Bewertungsrichtlinien IDW S 1 anzuwenden.
Die Planungen der Novasoft AG als Ausgangspunkt für die Ertragswertermittlung seien realistisch, im Gegenteil habe die nachfolgende Zeit gezeigt, dass die Zahlen eher zu hoch angesetzt seien. Synergieeffekte gerade durch den Squeeze out seien nicht zu berücksichtigen.
Die Antragsgegnerin verteidigt die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern und ihre Erwägungen hinsichtlich der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes.
Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei zutreffend ermittelt.
Maßgeblich für die Ermittlung des Börsenkurses sei ein Zeitraum von 3 Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme. Der Kurs in dem maßgeblichen 3monatigen Referenzzeitraum liege bei 3,71 €, so dass insoweit eine Erhöhung des festgesetzten Betrages von 3,89 € nicht verlangt werden könne.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Vorbringens der Parteien wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen verwiesen.

Das Gericht hat Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens, welches schriftlich weiter erläutert wurde.

Durch Beschluss vom 03.07.2009 wurden die Anträge der Antragsteller Ziff. 22 , Ziff. 39 , Ziff. 44 , Ziff. 51 und Ziff. 52 als unzulässig zurückgewiesen (AS 603 ff.). Dies wurde durch Beschluss des OLG Karlsruhe vom 18.09.2009 bestätigt.

II.

Die Anträge der im Verfahren verbliebenen Antragsteller sind zulässig und, zumindest teilweise, begründet.

Soweit nicht durch Beschluss vom 03.07.2009 (AS 603) Anträge als unzulässig zurückgewiesen wurden, sind sämtliche Anträge innerhalb der 3-Monatsfrist des § 4 Abs. 1 Spruchgesetz ordnungsgemäß gestellt und nach § 4 Abs. 2 Spruchgesetz ordnungsgemäß begründet worden.

Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin sieht die Kammer die Begründung der Antragstellerin (23 AktE 54/06) noch als ausreichend an. Die Begründung setzt sich jedenfalls mit den einzelnen Punkten, die für die Bestimmung des Ertragswertes von Bedeutung sind, kurz anhand der von der Antragsgegnerin zugrundegelegten Zahlen auseinander. Lässt man eine Antragstellung ohne anwaltliche Vertretung zu, dürfen die Anforderungen an die Anspruchsbegründung nicht überspannt werden.

Die Nachweise für die maßgebliche Aktionärseigenschaft zum Zeitpunkt der Eintragung im Handelsregister sind vorgelegt, wobei ausreichend ist, wenn nur die Darlegung innerhalb der 3-monatigen Antragsfrist erfolgt, der urkundliche Nachweis aber später (vgl. Hüffer, 9. Aufl., § 3 Spruchgesetz, Randnr. 7 m. w. N.).

Sonstige Bedenken hinsichtlich der Zulässigkeit bestehen nicht.

Die angemessene Abfindung nach §§ 327 a AktG ist auf 4,45 € je Aktie durch gerichtlichen Beschluss festzusetzen.

Mit der angemessenen Barabfindung soll den Minderheitsaktionären eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Aktionärsstellung zuteil werden (vgl. Spindler/Stilz/Singhof § 327 b Randnr. 4). Dabei ist zunächst der volle Wert des Unternehmens grundsätzlich unter Anwendung des Ertragswertsverfahrens zu ermitteln und dann auf die einzelne Aktie umzurechnen (Spindler/Stilz/Singhof a. a. O.; Hüffer, 9. Aufl., § 327 b Randnr. 5 jeweils m. w. N.).

Die Feststellungen der Kammer stützen sich auf die ausführlichen und überzeugenden Ausführungen des Sachverständigen in dem Gutachten vom 16. Dezember 2011, welches zu den Einwendungen der Beteiligten mit Datum vom 12. Dezember 2012 ergänzt wurde.

Bevor der Sachverständige die Planungsrechnungen der Novasoft AG überprüft, untersucht er zunächst zur Vorbereitung der diesbezüglichen Plausibilitätsprüfung, die letzten 3 Geschäftsjahre und nimmt dabei gewisse Modifikationen der Ergebnisse im Interesse einer besseren Vergleichbarkeit vor. Dies betrifft einmalige oder periodenfremde Sachverhalte wie die Eingliederung einer im Jahr 2004 neu erworbenen Gesellschaft.

Der Sachverständige analysiert sodann eingehend die Planungen der Novasoft AG hinsichtlich Umsatzerwartungen und Ertragslage beispielsweise anhand Erwartungen einschlägiger Branchenverbände wie BITKOM. Danach erscheinen die Planungen auch aufgrund der in der Vergangenheit festzustellenden relativen Zuverlässigkeit als plausibel aber ambitioniert. Hinweise darauf, dass die Planungen zu pessimistisch sind, finden sich jedenfalls nicht. Dabei weist insbesondere der Vertreter der außenstehenden Aktionäre zu Recht darauf hin, dass die Planungen des Unternehmens nur auf ihre Plausibilität zu überprüfen sind und bei Vorliegen einer vertretbaren Planung diese nicht durch eine andere, gleichfalls vertretbare ersetzt werden darf (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06, Randnr. 66 f.). Gegen diesen Grundsatz verstößt der Sachverständige auch nicht, wenn er in seinem Gutachten den Detailplanungszeitraum der Jahre 2005 bis 2007 um eine Grobplanungsphase für die Jahre 2008 bis 2012 ergänzt. Eine Abweichung von der Planung des Novasoft-Vorstands liegt nicht vor, da für diesen Zeitraum gar keine Planung gegeben ist und der Sachverständige an der Detailplanung für die unmittelbar vorausliegenden Jahre festhält. Nicht zu beanstanden ist, dass der Sachverständige an die vom Vorstand geplante Phase eine eigenständig entwickelte Grobplanungsphase anschließt. Zwar wird typischerweise die Planung in einem Zwei-Phasen-Modell ermittelt. Dies schließt aber nicht aus, eine Grobplanungsphase zwischen Detailplanungsphase und ewiger Rente dazwischenzuschieben (vgl. Peemöller/Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz, 5. Aufl., S. 398; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011, Az. 20 W 4/10, Randnr. 82; Emmerich/Habersack 5.Aufl., § 304 Randnr. 31 a).
Der Sachverständige hat in seiner Ergänzung überzeugend begründet, dass vor dem Übergang in einen Gleichgewichtszustand, den er dann für die Phase der ewigen Rente annimmt, zunächst noch die über die Detailplanungsphase hinausreichenden Effekte der hohen Wachstumsraten in Russland, China, Australien und Schweden zu berücksichtigen seien. Dies habe letztlich auch implizit berücksichtigt, allerdings ohne Offenlegung barwertäquivalent im nachhaltigen Ergebnis des Jahres 2008 verdichtet. Demgegenüber sei es seiner Ansicht nach vorzugswürdig, wenn auch im Ergebnis vergleichbar, diese besonderen Effekte vor Erreichen eines Gleichgewichtszustandes offen durch eine eigene Grobplanung auszuweisen.

Diese Überlegungen erscheinen überzeugend und schließen aus, den für die Zeit der ewigen Rente in Ansatz gebrachten Wachstumsabschlag von 1,5 % auf die Phase der Grobplanung anzuwenden. In diese sind die Umstände, denen mit dem Wachstumsabschlag Rechnung getragen werden soll, bereits eingeflossen, so dass es sich verbietet, den Abwälzungsmöglichkeiten von Inflationswirkungen noch einmal zusätzlich durch einen pauschalen Wachstumsabschlag Rechnung zu tragen.

Unter Berücksichtigung zu zahlender Steuern durch den Novasoftkonzern kommt der Gutachter im Ergebnis zu folgender Erfolgsrechnung:

Novasoft AG Konzern	Phase I 2005 Plan TEUR	2006 Plan TEUR	2007 Plan TEUR	Phase II 2008 Plan TEUR	2009 Plan TEUR	2010 Plan TEUR	2011 Plan TEUR	2012 Plan TEUR	Phase III 2013 ff. Plan TEUR
Umsatzerlöse	**67.314**	**72.261**	**76.026**	**77.167**	**78.324**	**79.499**	**80.691**	**81.902**	**83.130**
Materialaufwand	8.497	8.789	7.858	7.976	8.095	8.217	8.340	8.465	8.592
Rohertrag	**58.817**	**63.472**	**68.168**	**69.191**	**70.229**	**71.282**	**72.351**	**73.437**	**74.538**
Personalaufwand	40.025	42.983	45.269	45.948	46.637	47.336	48.046	48.767	49.499
Saldo so. betr. Ertr. / Aufw.	12.731	13.268	13.899	14.059	14.270	14.484	14.702	14.922	15.146
Mehrertrag ab 2008	0	0	0	485	632	796	978	1.180	1.198
EBITDA	**6.061**	**7.221**	**9.001**	**9.668**	**9.954**	**10.258**	**10.582**	**10.928**	**11.091**
Abschreibungen	667	688	715	726	736	747	759	770	782
EBIT	**5.394**	**6.534**	**8.286**	**8.943**	**9.218**	**9.510**	**9.823**	**10.158**	**10.310**
Finanzergebnis	211	184	163	228	224	219	214	209	214
EBT	**5.605**	**6.718**	**8.449**	**9.171**	**9.441**	**9.729**	**10.037**	**10.366**	**10.524**
Ertragsteuern	1.331	1.355	1.699	1.911	2.111	2.804	2.943	3.095	3.381
Jahresergbenis	**4.274**	**5.363**	**6.750**	**7.260**	**7.330**	**6.925**	**7.094**	**7.272**	**7.143**
Anteile Dritter am Jahresergebnis	**-22**	**-90**	**-115**	**-141**	**-153**	**-166**	**-181**	**-197**	**-200**
Konzernjahresergebnis	**4.252**	**5.273**	**6.635**	**7.119**	**7.177**	**6.759**	**6.913**	**7.075**	**6.944**
EBIT-Marge	*8,0%*	*9,0%*	*10,9%*	*11,6%*	*11,8%*	*12,0%*	*12,2%*	*12,4%*	*12,4%*

Abweichend von der früheren Bewertungspraxis geht der Sachverständige mit der neueren Entwicklung in der Betriebswirtschaftlehre (vgl. Peemöller/Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz, S. 439 f.; OLG Stuttgart Beschluss vom 4.5.2011, 20 W 11/08, Randnr. 150) davon aus, dass die Überschüsse nicht voll an die Anteileigner ausgezahlt, sondern teilweise thesauriert werden. Auf Basis der Untersuchung des bisherigen Ausschüttungsverhaltens, der Planung im Detailplanungszeitraum und der in anderen Unternehmen beobachteten Ausschüttungsquoten bringt er eine 50 %ige Thesaurierung in Ansatz. Angesichts der seinerzeit gegebenen Steuerfreiheit von Kursgewinnen führt die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese letztlich zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts.

Konsequenterweise bringt der Sachverständige dann bei den geplanten Ausschüttungen und auch beim Basiszinssatz den typisierten Steuersatz von 35 %in Ansatz, bei den Ausschüttungen gemäß dem seinerzeit geltenden Halbeinkünfteverfahren allerdings nur mit 17,5 %. Es erscheint überzeugend, angesichts der Fragestellung nach dem angemessenen Ausgleich für die Aktionäre auch die steuerliche Situation zu berücksichtigen. So wie auf der einen Seite der Risikozu-

schlag bei Aktien in Ansatz gebracht wird, muss auf der anderen Seite auch berücksichtigt werden, dass bei dem Halbeinkünfteverfahren die Erträge aus einer Anlage in Aktien steuerlich gegenüber einer Anlage in festverzinsliche Wertpapiere besser gestellt waren. Dabei ist im Interesse einer praktischen Handhabung die Verwendung eines typisierten Steuersatzes von 35 % unvermeidlich und weitgehend anerkannt (OLG Stuttgart Beschluss vom 4.5.2011, 20 W 11/08, Randnr. 176; kritisch Emmerich/Habersack § 304 Randnr. 34a)

Diese Berücksichtigung steuerlicher Aspekte entspricht dem mittlerweile überwiegend angewendeten Tax-CAPM-Verfahren (vgl. Peemöller/Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz, S. 386 ff.; OLG Karlsruhe Beschluss vom 12.4.2012 12 W 57/10 S. 34f.,Gutachten S. 75 m. w. N.). Ohne Bedeutung ist nach Auffassung der Kammer, ob zum Zeitpunkt des Stichtages 15.07.2005 diese Bewertungsmethoden bereits allgemein anerkannt waren oder ob seinerzeit die für die Aktionäre in der Regel günstigere ältere Fassung des IDW S 1 2000 galt. Bei den Bewertungsgrundsätzen des IDW S 1 handelt es sich nicht um Rechtsnormen, sondern um in Richtlinien gefasste neue betriebswirtschaftliche Erkenntnisse. Es widerspräche allgemeinen prozessualen Grundsätzen, würden neue Erkenntnisse nicht auch auf in der Vergangenheit liegende Tatbestände angewendet werden. Verschlösse man sich neuen Erkenntnissen, würde man akzeptieren, dass sehenden Auges unzutreffende Entschädigungsbeträge festgesetzt würden. Im Hinblick auf Art. 14 GG wäre dies ein bedenkliches Ergebnis. Nach Auffassung der Kammer ist deswegen auch in Kauf zu nehmen, dass in eine Jahre später erfolgende gerichtliche Entscheidung über die Höhe der Abfindung Erkenntnisse einfließen, die zum Zeitpunkt der Beschlussfassung in der Hauptversammlung noch nicht zur Verfügung standen (vgl. OLG Karlsruhe Beschluss vom 12.4.2012 12 W 57/10 S. 31f.; OLG Stuttgart Beschluss vom 4.5.2011, 20 W 11/08 Randnr. 105).

Nach der Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse sind diese nunmehr auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.
Dabei wird zunächst ein Basiszinssatz ermittelt für eine quasi risikofreie Kapitalmarktanlage. Dies ermittelt der Sachverständige anhand der Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode für Bundesanleihen, Bundesobligation und Bundesschatzbriefe für einen dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Zeitraum von 3 Monaten. Diese Methode entspricht, was der Sachverständige ausführlich ausführt, dem derzeitigen Stand der betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertung (vgl. OLG Karlsruhe Beschluss vom 12.4.2012 12 W 57/10 S. 36). Auch hier ist es im Ergebnis ohne Bedeutung, dass zum Zeitpunkt der Beschlussfassung die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve zwar schon diskutiert worden war, aber noch nicht allgemeinem Standard entsprach. Es gibt keinen Grund, sich neuen, besseren Erkenntnissen bei der Entscheidungsfindung zu entziehen. Die Funktion des Spruchverfahrens ist, nach besten Kenntnismöglichkeiten den vollen Wert des Unternehmens zu ermitteln, nicht nur lediglich eine bloße Plausibilitätsprüfung durchzuführen (vgl. aber KG Berlin Beschluss vom 19.5.2011 2 W

154/08 Randnr. 28ff). Angesichts der zahlreichen Variablen mit einem erheblichen Beurteilungsspielraum einer Unternehmensbewertung bestünde die Gefahr, dass der Hauptaktionär von vorneherein möglichst niedrige, aber noch plausible Variablen annimmt, so dass tendenziell zu niedrige Abfindungen das Ergebnis wären. Würde man dies noch zusätzlich mit einem Ermessensspielraum kombinieren, unterhalb dessen von einer Anpassung der Abfindungsbeträge abzusehen ist (vgl. OLG Stuttgart Beschluss vom 19.1.2011 20 W 3/09 Randnr. 257), würden die unvermeidlichen Spielräume, die ohnehin bei der Schätzung des Unternehmenswerts nach § 287 ZPO vorhanden sind, einseitig zu Lasten der ausscheidenden Aktionäre gehen.

Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank kommt der Sachverständige zu einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 4,00 %, gekürzt um die typisierte Ertragssteuer von 35 %, somit 2,60 %.

Im Rahmen der Ermittlung des Risikozuschlags geht der Sachverständige zunächst von einer Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % aus. Mit dem Risikozuschlag soll berücksichtigt werden, dass Anleger bei Aktien infolge eines höheren Risikos einen Zuschlag gegenüber einer Anlage in risikolosen Wertpapieren erwarten. Der Sachverständige setzt sich eingehend mit den verschiedenen Auffassungen und auch den verschiedenen Studien zur Höhe der Marktrisikoprämie auseinander. Insofern wird auf die Ausführungen S. 78 ff. des Gutachtens und S. 7 ff. der Gutachtenergänzung verwiesen. Es ist gerichtsbekannt, dass in der betriebswirtschaftlichen Diskussion zahlreiche Studien mit sehr unterschiedlichen Ergebnissen existieren und dass für die Ermittlung des Mittelwerts zum Teil auf das arithmetische Mittel, zum Teil für das geometrische Mittel und zum Teil auf eine Kombination von beiden abgestellt wird. Aufgabe des aktienrechtlichen Spruchverfahrens ist es nicht, die Entwicklung der Wirtschaftswissenschaften zu fordern und wirtschaftswissenschaftliche Streitfragen zu entscheiden. Die Vorgehensweise des Sachverständigen, der sich im Wesentlichen ausführlicher Begründung auf die Stehle-Studie aus dem Jahr 2004 stützt und das arithmetische Mittel befürwortet, ist jedenfalls eine nachvollziehbare und zulässige Grundlage für die Schätzung der angemessenen Abfindung. Dies gilt insbesondere für das gefundene Ergebnis von 5,5 % nach Steuern (vgl. OLG Karlsruhe Beschluss vom 12.4.2012 12 W 57/10 S. 38 ff.; Peemöller/Kunowski S. 322). Auch hier ist darauf hinzuweisen, dass bei einer Unternehmensbewertung zahlreiche Variablen bestehen mit erheblichen Beurteilungsspielräumen. Selbst wenn hier andere Beträge und andere Berechnungsmodi gleichermaßen vertretbar wären, würde die Kombination verschiedener Berechnungsmodelle die Gefahr inkonsistenter Ergebnisse erhöhen (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 06.02.2012, 12 W 69/08, S. 33). Solange die Annahmen des Sachverständigen vertretbar sind und keine Tendenz erkennen lassen, Beurteilungsspielräume stets in eine Richtung auszunutzen, erscheint es daher am Überzeugendsten, den Ansätzen eines Gutachters zum Erhalt einer in sich stimmigen und angemessenen Lösung zu folgen.

Diese Überlegung leitet weiter über zur Bestimmung des Betafaktors, mit dem Risikofaktoren, die nicht im Einflussbereich der Unternehmensleitung liegen, im Verhältnis zum Marktrisiko zum Ausdruck gebracht werden. Auch hier werden in der Betriebswirtschaftslehre verschiedene Methoden diskutiert, etwa die Verwendung von raw und adjusted Beta, die Frage der Verwendung des originären Betafaktors der zu untersuchenden Gesellschaft oder der einer peer group, bei welcher dann wieder zu untersuchen ist, welche Unternehmen im Rahmen der peer group aufzunehmen sind. Der Sachverständige setzt sich mit dieser Frage und den anderen Streitpunkten eingehend auseinander und kommt unter Berücksichtigung des unternehmenseigenen Betas und der Betafaktoren zweier peer groups zu einem unverschuldeten Betafaktor (adjusted) von 1,15. Er begründet dieses im Ergebnis über dem Marktdurchschnitt liegende Risiko damit, dass die Novasoft AG ausschließlich für SAP-Produkte Leistungen anbiete, der in Deutschland vorhandene Markt gesättigt sei, die diesbezüglichen Investitionen stark zyklisch anfielen und die Leistungserbringung stark vom Wissen und persönlichen Netzwerk ihrer Mitarbeiter abhänge. Diese Überlegungen erscheinen als Kontrolle des gefundenen Ergebnisses auch dem Gericht plausibel. Es besteht keine Veranlassung, von der zumindest gut vertretbaren Auffassung des Gutachters abzuweichen.

Bei der Ermittlung des Barwerts ist weiter ein Wachstumsabschlag vorzunehmen, der insbesondere berücksichtigt, dass, anders als bei einer Anlage in festverzinslichen Wertpapieren, ein Unternehmen teilweise in der Lage ist, inflationsbedingte Nachteile durch Rationalisierungsmaßnahmen abzufangen oder an Kunden weiterzugeben. Nicht vorzunehmen ist ein solcher Wachstumsabschlag für die Phase der Grobplanung, die von dem Gerichtsgutachter eingeführt wurde. Hier sind die mit dem Wachstumsabschlag zu berücksichtigenden Umstände bereits in die Planzahlen eingerechnet (siehe oben S. 13). Die Herleitung des Wachstumsabschlags ist in der Betriebswirtschaft in der Diskussion (vgl. die Darstellung bei Peemöller/Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz, S. 445 f., wo davon gesprochen wird, dass die Bestimmung des Wachstumsabschlags hohe Anforderungen an das Fingerspitzengefühl und die Prognosefähigkeit des Bewerters stellten). Im Ergebnis sind in der Bewertungspraxis Bandbreiten von 0 bis 3,25 % festzustellen (Peemöller/Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz, S. 450). Der Sachverständige liegt mit seiner Einschätzung von 1,50 % Wachstumsabschlag in der Mitte. Dass dieser Wert unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate liegt, begründet der Sachverständige überzeugend zunächst damit, dass empirische Untersuchungen zeigten, dass zukünftige Kostensteigerungen nicht voll auf den Kunden abgewälzt bzw. durch Effizienzsteigerungen aufgefangen werden könnten. Vor allem ist zu berücksichtigen, dass sich das zu erwartende Wachstum des Unternehmens nicht auf die 1,5 % beschränkt, sondern dass sich dieses zusätzlich durch thesaurierungsbedingtes Wachstum erhöht. Dies ist jedoch nach der vom Gutachten verwendeten Bewertungsmethode nicht durch die Erhöhung des Wachstumsabschlags in An-

satz gebracht worden, sondern bereits direkt bei der Erhöhung des Ertragswertes (vgl. Peemöller/Schießel/Bachmann/Amann, S. 646 ff.), was dann letztlich auch auf die Bemessung der Ausgleichshöhe durchschlägt.

Die Herleitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich somit wie folgt:

Kapitalkosten	Phase I				Phase II				Phase III
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 ff.
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Typ. Einkommensteuer	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%
Basiszinssatz nach Einkommensteuer	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%
Marktrisikoprämie nach Einkommensteuer	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor verschuldet	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Risikozuschlag	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%
Wachstumsrate	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,50%
Kapitalisierungszinssatz	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	7,43%

Unter Einbeziehung einer Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital in der Phase der ewigen Rente zur Sicherung der Eigenkapitalquote ergibt sich damit der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der Novasoft AG zum 01. Januar 2005 wie folgt:

Novasoft AG Stuttgart	Phase I				Phase II				Phase III
	2005 TEUR	2006 TEUR	2007 TEUR	2008 TEUR	2009 TEUR	2010 TEUR	2011 TEUR	2012 TEUR	2013 ff. TEUR
Jahresergebnis	4.252	5.273	6.635	7.119	7.177	6.759	6.913	7.075	6.944
Wachstumsthesaurierung	0	0	0	0	0	0	0	0	-309
Wertbeitrag aus Thesaurierung	2.126	2.636	3.318	3.559	3.588	3.379	3.457	3.537	3.163
Ausschüttungsquote	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	2.126	2.636	3.318	3.559	3.588	3.379	3.457	3.537	3.472
Dividendenbesteuerung	372	461	581	623	628	591	605	619	608
Nettoeinnahmen	3.880	4.811	6.055	6.496	6.549	6.167	6.308	6.456	6.027
Barwerte jeweils zum 31.12.	75.164	77.061	77.884	78.339	78.782	79.646	80.446	81.170	
Zwischensumme	79.044	81.872	83.938	84.835	85.331	85.813	86.754	87.625	6.027
Kapitalisierungszinssatz	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	7,4%
Barwertfaktor	0,9181	0,9181	0,9181	0,9181	0,9181	0,9181	0,9181	0,9181	13,4680
Barwerte jeweils zum 1.1.	72.567	75.164	77.061	77.884	78.339	78.782	79.646	80.446	81.170
Ertragswert zum 01.01.2005	72.567								

Hinzuzurechnen sind zu dem Ertragswert die Sonderwerte für das nichtbetriebsnotwendige Vermögen. Der Sachverständige beziffert diese nach überzeugender Prüfung der einzelnen Positionen insgesamt mit 7.533.000,00 € und kommt wie folgt zu einem Wert je Aktie von 4,45 €:

Ertragswert zum 1. Januar 2005	TEUR	72.567
Sonderwert Flugzeug		1.649
Sonderwert nicht betriebsnotwendige Liquidität		5.000
Sonderwerte Beteiligungen und sonstige Vermögenswerte		884
Unternehmenswert zum 1. Januar 2005	**TEUR**	**80.100**
Aufzinsungsfaktor		1,0470
Unternehmenswert zum 15. Juli 2005	**TEUR**	**83.863**
Anzahl Aktien		18 824.642
Wert je Aktie (in EUR)	**EUR**	**4,45**

Dieser fundamentalanalytisch gefundene Wert der Aktie ist nicht im Hinblick auf einen höheren Börsenkurs zu korrigieren.

Grundsätzlich ist zwar anerkannt, dass bei Bestehen eines Börsenkurses dieser die Untergrenze der anzubietenden Abfindung darstellt (vgl. Hüffer, § 327 b Randnr. 5 m. w. N.). Maßgeblich für die Überprüfung ist nach der neueren Rechtsprechung (BGH Beschluss vom 28.6.2011 II ZB 2/10 Randnr.8) ein 3-monatiger Referenzkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme. Nach den Feststellungen des Gutachters aufgrund der Mitteilung der BaFin, der deckungsgleich ist mit den Berechnungen auf der Basis von Bloomberg-Daten, ergibt sich bezogen auf den 3 monatigen Referenzzeitraum vor der ad-hoc-Meldung vom 18. März 2005 ein durchschnittlicher Börsenkurs von 3,71 €, so dass es für die Festsetzung der angemessenen Abfindung bei dem zuvor ermittelten Wert von 4,45 € verbleibt.

Die Verzinsung des Betrages wurde gem. § 327 b Abs. 2 AktG angeordnet.

Die Entscheidung über die Gerichtskosten beruht auf § 15 Abs. 2 S. 1 SpruchG. Da die Antragsteller eine erhebliche Erhöhung des Abfindungsbetrages erreichen konnten, erscheint es auch im Sinne von § 15 Abs. 2 S. 2 Spruchgesetz billig, der Antragsgegnerin die Erstattung deren Auslagen aufzuerlegen. Die Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin hinsichtlich der Vergütung für den gemeinsamen Vertreter ergibt sich aus § 6 Abs. 2 Spruchgesetz.

Der Gegenstandswert ist gem. § 15 Abs. 1 S. 2 Spruchgesetz wie folgt festzusetzen:

Erhöhungsbetrag 0,56 € x 938.173 Aktien der ausgeschiedenen Aktionäre = 525.376,88 €.