

Landgericht München I
5 HK O 21386/12



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen, durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht _____, Handelsrichter _____ und Handelsrichterin
nach mündlicher Verhandlung vom 10.10.2013 am 7.5.2014 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Comarch Software und Beratung AG zu leistende Barabfindung wird auf € 3,30 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung bereits geleisteter Zahlungen vom 3.10.2012 an mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an die Gemeinsame Vertreterin der nicht selbst am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu zahlende Vergütung werden auf € 200.000,-- festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Hauptversammlung der Comarch Software und Beratung AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) fasste am 13.8.2012 auf Verlangen der Antragsgegnerin den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung von € 2,95 je Aktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen, nachdem diese zum April 2012 hin mehr als 95 % der Aktien der Gesellschaft hielt. Infolge einer vereinfachten Kapitalherabsetzung im Jahr 2011 war das gezeichnete Kapital der Gesellschaft von € 6.480.000,- auf € 2.160.000,- gesunken; der Ertrag wurde zur Deckung des Bilanzverlustes eingesetzt. Im Anschluss daran kam es zu einer Kapitalerhöhung durch die Ausgabe von 4.053.072 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien auf € 6.213.072. Von den 6.213.072 Stückaktien waren 5.553.072 zum Handel an der Börse zugelassen. Am 10.4.2012 wurde die geplante Strukturmaßnahme des Squeeze out den Kapitalmärkten bekannt gegeben. Der durchschnittliche gewichtete Börsenkurs betrug in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe € 1,67 je Aktie.

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft besteht in der Entwicklung und dem Vertrieb von IT-Komplettlösungen und betriebswirtschaftlicher Standardsoftware sowie im Erbringen von Beratungs- und Serviceleistungen für rund 3.000 kleine und mittelständische Unternehmen, die von 13 Standorten aus in Deutschland, Österreich und der Schweiz betreut werden. Das Portfolio umfasst Unternehmenssoftware für ERP und Finance, die speziell auf die Anforderungen des Mittelstandes ausgerichtet ist, sowie Dienstleistungen zur Implementierung und Betreuung der Softwarelösungen. Zusätzlich bietet die Comarch Software und Beratung AG



Produkte und Dienstleistungen rund um die IT-Infrastruktur, von Server und Storage-Systemen über Netzwerke bis zu DMS/ECM-Lösungen. Ihre unternehmerischen Aktivitäten gliedern sich in die drei Geschäftsfelder Standardsoftware, Beratung und Systemintegration.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 13.8.2012 erstattete (im Folgenden:) ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Gesellschaft (Anlage AG 2). ermittelte dabei in Anwendung der Ertragswertmethode mit einer die Jahre 2012 bis 2015 umfassenden Detailplanungsphase unter Ansatz eines Basiszinssatzes von 2,25 % vor persönlichen Steuern und 1,66 % nach Steuern einen Unternehmenswert von € 18,332 Mio.. Bei der Kapitalisierung der künftigen Überschüsse legte neben dem Basiszinssatz unter Heranziehung des (Tax-)CAPM einen Risikozuschlag von 5,15 % im Jahre 2012, von 5,26 % im Jahr 2013, von 5,13 % im Jahr 2014, von 5,05 % im Jahr 2015 sowie in der Ewigen Rente von 5 % zugrunde, wobei von einer Marktrisikoprämie von 5 % nach persönlichen Steuern und einem unverschuldeten, aus einer Peer Group abgeleiteten Beta-Faktor von 1 ausgegangen wurde. Unter Abzug eines Wachstumsabschlages von 1 % setzte in der Ewigen Rente demgemäß einen Kapitalisierungszinssatz von 5,66 % an. Die vom Landgericht München I bestellten Abfindungsprüfer gelangten in ihrem Prüfungsbericht vom 27.6.2012 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin als Hauptaktionär festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der jeweiligen Prüfungsberichte und Unternehmensbewertungen wird in vollem Umfang auf das Bewertungsgutachten von vom 26.6.2012 (Anlage AG 2) sowie den Prüfungsbericht der Abfindungsprüfer und von (Anlage AG 3) Bezug genommen.



- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 1.10.2012 in das Handelsregister eingetragen und anschließend am 2.10.2012 bekannt gemacht. Zum Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses der Hauptversammlung vom 13.8.2012 in das Handelsregister waren alle Antragssteller Aktionäre der Comarch Software und Beratung AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 2.1.2013 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller geltend, die festgesetzte Barabfindung sei zu niedrig und daher unangemessen.
 - a. Der Unternehmenswert liege deutlich höher als in den beiden Gutachten angenommen.
 - (1) Dies ergebe sich bereits aus einer zu negativen Planung angesichts der Notwendigkeit, das im Vergleich zum Vorjahr erhöhte Ertragsniveau auch in den Folgejahren stärker zu berücksichtigen. Daher stelle sich auch der im Vergleich zum Jahr 2012 im Geschäftsjahr 2013 fast unverändert angesetzte Umsatz als nicht nachvollziehbar dar. Zudem bestehe auch in einer nachlassenden Konjunktur stets Bedarf nach Beratung und Service. Ebenso hätte die erfolgreiche Platzierung eines neuen Produktes am Markt – auch wegen des von der Gesellschaft im Jahr 2012 gewonnenen Großkundenpreises – stärker einfließen müssen. Die Planung lasse die Möglichkeit einer Ausdehnung der regionalen Tätigkeitsschwerpunkte über die deutschsprachigen Länder nach Osteuropa außer Betracht. Ein Widerspruch bestehe zwischen den Planannahmen und der von BITKOM 2013 prognostizierten Wachstumsrate von 4,1 % im Bereich der Anwendungssoftware und von 3 % im Bereich der IT-Dienstleistungen. Angesichts der von der Comarch Software und Beratung AG angebotenen vollständigen Wertschöpfungskette hätte gerade auch wegen der im Geschäftsjahr 2012 erfolgten Akquise eines Großkunden und



der Berücksichtigung zusätzlicher Großkunden ein stärkeres Umsatzwachstum angesetzt werden müssen. Daher sei das geplante Wachstum von 16 % zwischen 2012 und 2015 zu konservativ ausgefallen.

Die sich aus der zunehmenden Verwendung des Cloud Computing auch im Mittelstand und damit bei den Kunden der Gesellschaft ergebenden Effekte hätten positiver in die Planung einfließen müssen. Auch zeige der Vergleich mit der Peer Group eine zu niedrig ange setzte EBIT-Marge; wegen des Entfallens des hohen Entwicklungsaufwandes aus der Vergangenheit und der preiswerteren Vervielfältigung der Produkte müsse diese mindestens bei 10 % liegen. Der Einbruch des EBIT von 2012 auf 2013 könne nicht nachvollzogen werden. Das Bewertungsgutachten von reflektiere auch nicht hinreichend das Absinken der Entwicklungskosten entsprechend den Ausführungen im Lagebericht für das Geschäftsjahr 2010 und stehe insgesamt auch im Widerspruch zu den positiven Aussagen dieses Lageberichts. Unplausibel sei auch der lineare Anstieg der Personalkosten bei stagnierendem Wachstum; der starke Anstieg des Personalkostenanteils müsse als nicht nachvollziehbar eingestuft werden, was vor allem für das Geschäftsjahr 2013 mit einem Plus von 7 % gelte. Angesichts dieses Wachstums müsse auch der Umsatz stärker ansteigen. Ebenso hätten Synergieeffekte angesichts der Ausführungen im Geschäftsbericht 2011 in größerem Umfang in die Planung einfließen müssen. Unklar bleibe auch der Ansatz der Soll- und Habenzinsen in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente.

Erforderlich sei auch die Eliminierung der Abschreibungen auf immaterielle Wirtschaftsgüter, weil es sich dabei um eine rein buchhalterische Größe handele, der kein wirtschaftlicher Wertverzehr gegenüber stehe. Fraglich sei auch, inwieweit die Aufwendungen aus Bera-



tungs- und Entwicklungskosten, aus denen sich das deutlich negative sonstige betriebliche Ergebnis begründe, einem Drittvergleich standhielten.

Bei einem wachstumsstarken IT-Unternehmen müsse die Detailplanungsphase I verlängert werden, weshalb nicht bereits ab 2016 von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden könne. Ebenso stelle sich die Durchschnittsbildung angesichts des Auslaufens eines neuen Produkts im Jahr 2013 als fehlerhaft dar. Die EBIT-Marge müsse im eingeschwungenen Zustand höher als mit 5,85 % angesetzt werden, weil ein ERP-Software-Unternehmen die Abläufe schlank halten müsse und dieser Wert unter den Markterwartungen liege. Fehlerhaft erfolge der Ansatz der immateriellen Abschreibungen in der Ewigen Rente. Unklar sei die Buchung der Verlustvorträge für Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, die näher dargelegt werden müssten.

Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente widerspreche den Branchengepflogenheiten. Auch bedürfe das organische Wachstum in der Ewigen Rente keiner Eigenkapitalunterlegung. Der Ansatz der effektiven Steuern auf Wertsteigerungen in Höhe von rund 13,2 % müsse als überhöht bezeichnet werden.

- (2) Der Kapitalisierungszinssatz sei insgesamt zu hoch angesetzt worden. Dies gelte bereits für den Basiszinssatz, der maximal 2 % betragen dürfe, zumal zum Stichtag der Hauptversammlung nur deutlich niedrigere tagesaktuelle Zinssätze zur Verfügung stünden. Ebenso hätte das Bestehen von Credit Default Swaps zinsmindernd berücksichtigt werden müssen. Die angenommenen Marktrisikoprämie von 5 % müsse gleichfalls resultiert werden. Dies ergebe sich bereits aus der Ungeeignetheit des (Tax-)CAPM zu deren Ermittlung unter



Ansatz eines arithmetischen Mittels mit einjährigem Anlagehorizont. Das unternehmensspezifische Risiko der Comarch Software und Beratung AG müsse durch den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors ermittelt werden und nicht über die Annahme einer zudem fehlerhaft zusammengesetzten Peer Group. Gerade die Hereinnahme der NetSuite Inc. widerspreche den sonstigen Erwägungen zu dieser Gesellschaft, wenn deren Umsatzwachstum von über 20 % p.a. als Ausreißer angesehen werde. Der Wachstumsabschlag müsse angesichts der zu erwartenden Inflationsrate und der Tätigkeit der Gesellschaft in einem dynamischen Wachstumsmarkt erhöht werden. Der Ansatz eines unter der zu erwartenden Inflationsrate liegenden Wachstumsabschlags führe zu einem realen Schrumpfen der Gesellschaft.

- (3) Ein Teil der freien Liquidität müsse als nichtbetriebsnotwendig eingestuft werden. Ebenso hätten steuerliche Verlustvorträge als Sonderwert einfließen müssen. Der Wert der Markenrechte dürfe nicht außer Betracht bleiben.
 - b. Die festgesetzte Barabfindung berücksichtige fehlerhaft nicht den Börsenkurs zum Bewertungsstichtag; auch zum letzten Handelstag habe dieser mit € 3,03 deutlich über der festgelegten Barabfindung gelegen. Die Höhe der Barabfindung stehe weiterhin im Widerspruch zu den sich aus von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen ergebenden Verpflichtungen. Zudem müsse das öffentliche Übernahmeangebot bei der Höhe der Barabfindung berücksichtigt werden.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge. Zur Begründung beruft sie sich im Wesentlichen bereits darauf, keiner der Anträge erfülle die Anforderungen an zulässige Bewertungsprüfungen, weil aus ihnen nicht entnommen werden könne, die tatsächlich vorgenommene Bewertung sei



unvertretbar und daher falsch. In jedem Fall aber seien alle erhobenen Rügen unzutreffend und die Barabfindung folglich angemessen.

a. Der Ertragswert sei entsprechend den gesetzlichen Vorgaben ermittelt worden.

(1) Die Planung beruhe auf zutreffenden und daran orientierten Annahmen und sei auch nicht in sich widersprüchlich. Dies zeige sich schon an der Überlegung, dass der ermittelte Ertragswert 77 % über dem im maßgeblichen Referenzzeitraum ermittelten Börsenkurs liege und sogar im Zeitraum zwischen der Bekanntgabe des Ausschlussverlangens und der festgelegten Barabfindung mit durchschnittlich € 2,86 unter der Barabfindung von € 2,95 geblieben sei.

(2) Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe gleichfalls keiner Korrektur. Die Ermittlung des Basiszinssatzes nach der Svensson-Methode unter Ableitung aus der Zinsstrukturkurve entspreche dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz; bereits für eine Laufzeit von 20 Jahren ergebe sich ein Zinssatz von 2,31 % mit danach steigender Tendenz, weshalb die zulässigerweise vorgenommene Rundung ohnehin nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre ausfalle. Die Existenz von Credit Default Swaps belege nicht das Ausfallrisiko festverzinslicher Bundeswertpapiere. Die Ermittlung der Marktisikoprämie unter Anwendung des (Tax-)CAPM beruhe auf einem geeigneten Kapitalmarktpreisbildungsmodell und entspreche dem Stand der Wissenschaft. Mit dem Sinken des Basiszinssatzes auf einen absoluten Tiefstand gehe ein deutlich höheres Risiko der Erwartungshaltung der Investoren einher. Dies führe zu einer höheren Marktisikoprämie. Der originäre Beta-Faktor der Comarch Software und Beratung AG taue nicht zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, weil eine ausreichende statistische Signifikanz ebenso fehle wie eine hinreichende historischen Vergleichbarkeit. Daher müsse der



über die ordnungsgemäß zusammengesetzte Peer Group ermittelte Beta-Faktor herangezogen werden. Der Wachstumsabschlag müsse gleichfalls nicht korrigiert werden, weil es unrealistisch sei, unbegrenzt positiv erzielbare Überrenditen anzunehmen. Eine volle Überwältzbarkeit der zukünftigen Inflationsrate bedeute ein unendliches Steigen der zu kapitalisierenden Überschüsse. Zudem müsse eine korrespondierende Thesaurierung unterstellt werden.

(3) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen gebe es bei der Gesellschaft angesichts des Effekts der Vorauszahlungen für Wartungsleistungen nicht, nachdem diese Mittel im Laufe eines Jahres aufgebraucht würden. Die gesonderte Bewertung der Marke „Comarch Software und Beratung“ scheidet aus, weil die dort vorhandenen immateriellen Vermögenswerte zum betriebsnotwendigen Vermögen zu zählen seien.

b. Der über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe ermittelte Börsenkurs könne angesichts eines gewichteten Durchschnittskurses von € 1,67 vorliegend keine Rolle spielen.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 17.5.2013 (Bl. 85 d.A.)

zur gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 86 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Bestellung der gemeinsamen Vertreterin im Bundesanzeiger veranlasst. Die gemeinsame Vertreterin rügt neben der fehlerhaften Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vor allem auch die Hochrechnung des ersten Halbjahres 2012 angesichts dessen Beendigung zum Zeitpunkt der Hauptversammlung, eine Übergewichtung der Belastungen aus den Krisenjahren und der Eurokrise sowie die fehlende Berücksichti-



gung des extrem gestiegenen Betriebsergebnisses sowie von Cashflow im Finanzmittelbestand.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 10.10.2013 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer aus der

und , angehört. Zudem hat das Gericht mit Beschluss vom 10.10.2013 (Bl. 132 f. d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, zu der Problematik des Finanzmittelbestandes schriftlich ergänzend Stellung zu nehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung der Abfindungsprüfer wird in vollem Umfang Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 10.10.2013 (Bl. 118/140 d.A.) sowie die ergänzende Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 18.10.2013 (Bl. 171/173 d.A.).

- c. Soweit der Antrag der Antragstellerin zu 63) zunächst an eine Zivilkammer adressiert hat, hat sich die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I mit Beschluss vom 7.2.2013, Az. 38 O 28419/12 (Bl. 8/11 d.A. dieses Verfahrens) für funktionell unzuständig erklärt und den Rechtsstreit an die funktionell zuständige 5. Kammer für Handelssachen verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschluss vom 15.2.2013, Az. 5 HK O 28419/12 (Bl. 12 d.A.) – wie alle anderen bei dieser Kammer eingegangenen Anträge auch – zu diesem führenden Verfahren 5 HK O 21386/12 hinzuverbunden.
5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 10.10.2013 (Bl. 118/140 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer (höheren) angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet. Die angemessene Barabfindung war auf einen ab dem 3.10.2012 zu verzinsenden Betrag von € 3,30 je Aktie der Comarch Software und Beratung AG festzusetzen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister am 1.10.2012 Aktionäre der Comarch Software und Beratung AG waren. Da die Antragsgegnerin den entsprechenden Vortrag der Antragsteller nicht bestritten hat, gilt er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.
2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung erfolgte am 2.10.2012, weshalb die Frist am 2.1.2013 endete. An diesem Tag gingen spätestens alle Anträge beim Landgericht München I zumindest per Telefax und damit fristwährend ein. Dies gilt auch für den Antrag der Antragstellerin zu 63), der am 28.12.2012 per Telefax bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e) GVG funktionell zuständigen Kammer des Landgerichts Mün-



chen I eingegangen ist. Daher kann auch insoweit an der Fristwahrung keinerlei Zweifel bestehen.

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 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind.

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

Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken (vgl. nur Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puszkajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein



gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puskajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rdn. 7 f. zu § 4 SpruchG). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretetheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305 § 4 SpruchG Rdn. 8). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.; 2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996; ZIP 2013, 1664, 1665; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 22 f.). Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsrüge generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht.

- b. Diesen Anforderungen werden die Antragsschriften aller Antragsteller gerecht. Es kann namentlich nicht verlangt werden, sie müssten darlegen, warum die angenommenen Bewertungsparameter willkürlich und folglich unvertretbar seien. Dies gilt gerade auch im Bereich des Kapitalisierungszinssatzes, zu dem nahezu alle Antragsteller Ausführungen gemacht haben, dass namentlich der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % zu hoch



sei; vielfach wurde auch der unterbliebene Ansatz des originären Beta-Faktors der Gesellschaft gerügt. Auch wenn in dem Prüfungsbericht und dem Bewertungsgutachten von Ausführungen zur Begründung des Ansatzes der einzelnen Elemente des Kapitalisierungszinssatzes gemacht wurden, kann von einem Antragsteller im Spruchverfahren nicht verlangt werden, er müsse diese Erkenntnisse als fehlerhaft widerlegen. Abgesehen davon ist darauf hinzuweisen, dass der Ansatz des arithmetischen Mittels mit einem einjährigen Anlagehorizont in der Betriebswirtschaftslehre gerade nicht unumstritten ist.

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



II.

Die Anträge sind begründet, weil die angemessene Barabfindung € 3,30 beträgt.

Aufgrund von § 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; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21; ZIP 2013, 1664, 1665 f.; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 24).

1. Der Unternehmenswert der Comarch Software und Beratung AG wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schät-



zung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; Der Konzern 2013, 626, 628; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2013, 1664, 1668).

- 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. OLG München BB 2007, 2395, 2397; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706; AG 2012, 49, 50). 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 Stuttgart Der Konzern 2013, 626, 628; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2013, 1664, 1668; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08, S. 25, f.).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes können bei der Comarch Software und Beratung AG die wesentlichen Planannahmen für die Detailplanungsphase der Bewertung zugrunde gelegt werden; sie bedürfen trotz der erhobenen Rügen keiner Korrekturen.



(1) Die Grundstrukturen der Vorgehensweise bei der Planung und deren Überprüfung zur Ermittlung des Unternehmenswertes sind nicht zu beanstanden.

- (a) Die den Abfindungsprüfern vorgelegten Planunterlagen bildeten eine taugliche Grundlage zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung. verwies bei der Anhörung da-
rauf, dass nach den ihm vermittelten Kenntnissen die Planung in einem regelmäßigen Prozess vom Vorstand erstellt wurde und für 2012 auf einer Detailplanung beruhte, die dann für die Jahre 2013 bis 2015 detailliert fortgeschrieben wurde. Die Umsatzerlöse waren nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer in die drei wesentlichen Segmente der Geschäftstätigkeit aufgliedert. Ebenso enthielten die Planungsunterlagen Aussagen zum Materialaufwand mit einem Schwerpunkt bei den bezogenen Leistungen und den in der Vergangenheit aus der Comarch-Gruppe Entwicklungsleistungen. Angaben zur Personalplanung waren darin ebenso enthalten, wobei diese auf der Kopfzahl der Mitarbeiter ansetzte, wie die Planung zu sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen, die aus den üblichen Kosten wie Miete und Rechtsberatung abgeleitet wurden.

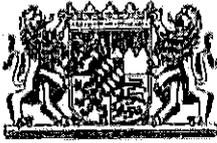
Die der Bewertung zugrundeliegende Hochrechnung für das erste Halbjahr beinhaltete die aktualisierte Planung. Zudem muss in diesem Zusammenhang die Stichtagserklärung berücksichtigt werden; dabei wurden die aktuellen Entwicklungen zwischen dem Ende der Prüfung und der Hauptversammlung erörtert, ohne dass sich daraus ein Abfindungsbedarf ergeben hätte. Die Planung für ein Jahr war tatsächlich verabschiedet worden. Als noch bedeutsamer muss in diesem Zusammenhang aber die Erläuterung von eingestuft wer-
den, dass das materielle Zahlenwerk, das die Abfindungsprüfer im Rahmen ihrer Prüfungshandlungen einsahen, für eine Ge-



sellschaft diesen Zuschnitts angemessen war und einem „Drittvergleich“ standhielt.

Aus der Vergangenheitsanalyse lässt sich gleichfalls nicht die Unangemessenheit der künftigen Planannahmen ableiten. In der Vergangenheit waren bei der Gesellschaft in erheblichen Umfang Verluste angefallen, die sich die Abfindungsprüfer vom Vorstand näher erläutern ließen. Zu den zentralen Ursachen gehörten danach vor allem Probleme in der Leistungsfähigkeit der Software, was sich in hohen Rückstellungen für Prozesse und für Gewährleistungsansprüche sowie in hohem Einzelwertberichtigungsbedarf für Forderungen, im Umkehrschluss auch in hohen Entwicklungskosten widerspiegelte. Die von den Prüfern festgestellten Abweichungen der Plan- von den Ist-Zahlen stellen sich dabei so dar, dass die Planung in der Vergangenheit stets zu optimistisch oder gar euphorisch war.

- (b) Der Ansatz einer vierjährigen Detailplanungsphase für die Jahre 2012 bis 2015 muss nicht im Sinne einer Verlängerung korrigiert werden. Es ist in der Unternehmensbewertung allgemein anerkannt, dass für die Phase I ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren ausreichend ist (vgl. Peemöller in: Peemöller/Kunowski, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 309). Wenn Planungsunterlagen für die Jahre 2012 bis 2015 vorliegen, muss dies als ausreichend angesehen werden. Dabei musste insbesondere auch keine Grobplanungsphase hin zum Übergang in den Terminal Value eingeschoben werden. Gründe, aus denen sich dies rechtfertigen ließe, bestehen nicht.
- verwies zur Begründung überzeugend darauf, dass es sich bei der Gesellschaft gerade um kein Start up-Unternehmen handelt, bei dem die zukünftige Entwicklung in sehr viel größerem Umfang von Unsicherheiten geprägt sind



und verlässliche Zahlen über die künftige Entwicklung fehlen. Zudem tritt die Gesellschaft auch nicht in einem völlig neuen Markt auf, bei dem ähnliches wie für Start up-Unternehmen gelten würde. Vielmehr ist die Comarch Software und Beratung AG ein seit längerer Zeit börsennotiertes Unternehmen gewesen, was auch nicht in einer Nische tätig ist und keine besonders herausragenden Produkte vertreibt. Letztlich würde dann das Gericht wiederum seine eigenen Einschätzungen an die Stelle des Vorstandes setzen, was bei einer plausiblen Annahme auch hinsichtlich der Länge der Detailplanungsphase nicht sachgerecht wäre.

- (c) Allein aus positiven Einschätzungen im Lagebericht 2010 lässt sich die mangelnde Plausibilität der Planannahmen nicht ableiten. Dabei kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass der Lagebericht – wie bei anderen Unternehmen auch – einen gewissen Werbeeffekt haben soll. Zudem muss beachtet werden, dass zwischen dem Lagebericht 2010 und dem Stichtag der Hauptversammlung am 13.8.2012 ein Zeitraum von mindestens 1 Jahr liegt, weshalb (zu) positive Erwägungen im Lagebericht 2010 auch aus diesem Grund nicht die anhand aktueller Zahlen erstellten Planannahmen infrage stellen können.
- (2) Die Annahmen einer Reihe von Antragstellern, die Planung sei zu negativ erfolgt, vermag die Kammer nicht zu teilen.
- (a) Das im Vergleich zum Vorjahr 2011 deutlich erhöhte Ertragsniveau musste nicht auch in den Folgejahren so fortgeschrieben werden. Dies gilt auch unter Berücksichtigung des im Geschäftsjahr 2012 erfolgten Abschlusses mit einem Großkunden. Die Erhöhung der Umsatzzahlen wäre nur dann gerechtfertigt gewesen, wenn vor allem für das Geschäftsjahr 2013 wiederum



mit einem ähnlichen Vertragsabschluss wie mit dem im Geschäftsjahr 2012 gewonnen Großkunden absehbar zu rechnen gewesen wäre, zumal die Planung diesen Abschluss erst für das Geschäftsjahr 2013 vorsah, während er dann schon tatsächlich im Geschäftsjahr 2012 realisiert werden konnte. Die Analyse des Vertriebs-Forecast sowie die Einschätzung des Vorstandes ergaben, dass ein derartiger erneuter Vertragsabschluss nicht erkennbar war. Die hieraus zu ziehende Konsequenz des Herausnehmens der Umsatzerlöse und des Ertragspotenzials für 2013 diesbezüglich aus der Planung wollte dann aber vom Vorstand nicht gezogen werden. Daher blieb es bei den Planannahmen für 2013, die dann aber aus diesem Grund mit denen des Jahres 2012 in etwa auf derselben Höhe blieben.

Die Abfindungsprüfer erläuterten weiterhin, dass von einer Überbewertung der Finanzkrise nicht ausgegangen werden könnte. Die gerade auch in Zeiten der Finanzkrise aufgetretenen erheblichen Schwierigkeiten der Gesellschaft waren hausgemacht. Zu deren Bewältigung gab es einen langen vor der Hauptversammlung einsetzenden Restrukturierungsprozess.

- (b) Allein die Auszeichnung wegen der erfolgreichen Platzierung eines neuen Produktes am Markt als „System des Jahres“ rechtfertigt keine Änderung der Planung. ERP-Systeme werden nämlich von vielen Anbietern am Markt angeboten. Daher ist für potenzielle Kunden entscheidend, inwieweit eigene Erfahrungen oder Erfahrungen vom Hörensagen in die Zukunft getragen werden und es daher trotz eines technisch ausgezeichneten Produkts zu einer Kaufzurückhaltung kommen kann. In dieser Situation hat der Vorstand indes sehr wohl erfreuliche Wachstumsraten für dieses neue ERP-Produkt in der Planung berücksichtigt. Die angenommene Entwicklung lag nämlich über den



Marktzahlen, weshalb kein Anhaltspunkt dafür vorhanden ist, eine signifikante Änderung der Einschätzung der Vertriebschancen im Sinne einer Verbesserung sei die einzig plausible Maßnahme. Eine Überprüfung der Auswirkungen von Auszeichnungen auf Umsatz und Ertrag mussten die Abfindungsprüfer nicht vornehmen. Wie dies geschehen könnte, ist nach Einschätzung der Abfindungsprüfer äußerst fraglich, selbst wenn es dazu Studien geben sollte. Dabei kann nämlich nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Auszeichnung auf einer Messe mit einem überschaubaren Adressatenkreis und nicht in allgemein zugänglichen Publikationen wie „Stiftung Warentest“ erfolgte. Abgesehen davon muss auch in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen werden, dass positive Auswirkungen nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer bei ihrer Anhörung tatsächlich in die Planannahmen eingeflossen sind.

- (c) Die Planung lässt sich auch nicht deshalb als unplausibel einstufen, weil der regionale Tätigkeitsschwerpunkt insbesondere auf Osteuropa hätte ausgedehnt werden können. Entscheidend muss dabei nämlich stets die konkrete Planung sein, zu der auch gehört, auf welchen Märkten die Gesellschaft in Zukunft tätig sein wird. Inwieweit derartige Expansionsbestrebungen zu berücksichtigen sind, hängt davon ab, ob sie zum Stichtag der Hauptversammlung bereits in der Wurzel angelegt sind oder nicht. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nämlich nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09, S. 20; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11, S. 27 f.;



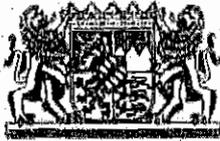
Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 Rdn. 9 f.; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Davon kann indes vorliegend keine Rede sein, nachdem sich die Abfindungsprüfer wie stets Vorstands- und Aufsichtsratsprotokolle vorlegen ließen und sie aus diesen zentralen Dokumentationen keinerlei Anhaltspunkte dafür gewinnen konnten, die Gesellschaft wolle sich nach Osteuropa oder gar global ausdehnen. Das Unterlassen einer derartigen Expansion stellt sich als unternehmerische Entscheidung dar, von der nicht angenommen werden kann, sie beruhe auf sachwidrigen Erwägungen. Daher muss sie der Entscheidung des Gerichts zugrunde gelegt werden.

- (d) Die Wachstumsrate kann nicht mit Blick auf Marktprognosen mit einem prognostizierten Wachstum von 4,1 % bei der Anwendungssoftware und bei IT-Dienstleistungen von 3 % im Jahr 2013 als unplausibel eingestuft werden. Die in Marktstudien genannten Werte können nicht pauschal und ohne Berücksichtigung von Besonderheiten des zu bewertenden Unternehmens auf dieses übertragen werden. Bei ihrer Anhörung erläuterten die Abfindungsprüfer, in den Planannahmen zum Umsatzwachstum sei der positive Wachstumstrend sehr wohl reflektiert worden. Andererseits muss der soeben beschriebene Sonder-effekt des im Jahr 2012 mit dem neu gewonnenen Großkunden abgeschlossenen Lizenzvertrages berücksichtigt werden. Gerade die Vergangenheit der Gesellschaft erhellt, dass die Entwicklungen am Markt nicht für alle Unternehmen gleich sind und angesichts stets zu beobachtender Besonderheiten auch nicht identisch sein können. wies zudem darauf hin, dass zwei Jahre früher BITKOM wie auch Gartner sehr erfreuliche Wachstumszahlen für die IT-Branche geliefert hätten,



während die Comarch Software und Beratung AG in diesem Zeitraum massive Verluste erwirtschaftete. Daher können derartige Prognosen von Verbänden wie BITKOM stets nur einen gewissen Anhaltspunkt liefern, wobei in diese verstärkt die Entwicklungen aus Unternehmen mit einer gewissen Marktmacht einfließen, zu den ein kleines Unternehmen wie die hier zu bewertende Gesellschaft nicht gehört. konnte daher zu Recht nicht die Schlussfolgerung ziehen, die Planung der Gesellschaft weise ein zu geringes Ertragspotenzial aus.

- (e) Auch aus dem Umstand des Angebots der vollständigen Wertschöpfungskette mit Verkauf und anschließender Betreuung und Wartung lässt sich die Notwendigkeit der Änderung der Planannahmen nicht ableiten. Dies ergibt sich bereits aus den vorhandenen räumlichen Gegebenheiten am Unternehmenssitz. Die darauf aufbauende Struktur des Unternehmens und dessen Leistungsfähigkeit müssten gerade auch unter Beachtung der Wurzeltheorie Grundlage der Planung sein. Für die anfallenden Aufgaben steht nur eine bestimmte Anzahl von Mitarbeitern zur Verfügung; auch die Kundenbasis lässt sich nicht beliebig vervielfachen. Weiterhin ist das Auslaufen von Wartungsverträgen ebenso zu berücksichtigen wie die Inanspruchnahme situativer Dienstleistungen. Ebenso wenig lässt sich das Lizenzgeschäft in einem kleinen Unternehmen beliebig vermehren. Diese Faktoren bildet die Unternehmensplanung der Gesellschaft nach der Einschätzung der Abfindungsprüfer nachvollziehbar ab, was sie mit der plakativen Formel umschrieben, wonach eben nicht in kurzer Zeit aus Comarch Navision entstehe, also die weltweit eingesetzte Standardsoftware für ERP-Systeme aus dem Microsoft-Konzern.



- (f) Die Chancen aus dem Cloud Computing mussten nicht in stärkerem Umfang in die Planung einfließen als geschehen. Diese Dienstleistung wurde im Zeitpunkt der stichtagsbezogenen Prüfung bei der Comarch Software und Beratung AG tatsächlich als notwendig und sinnvoll erachtet, weshalb sie in diesem Bereich auch an der Entwicklung entsprechender Produkte arbeitete. Andererseits konnten hierfür nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer die vorhandenen Mitarbeiter nicht uneingeschränkt eingesetzt werden, so dass man wegen der für diesen Aufgabenbereich erforderlichen Tätigkeiten auf andere Mitarbeiter zurückgreifen musste. Die bei der Gesellschaft bestehende Haltung, man komme einen Schritt voran, war in der Planung der Umsatzerlöse abgebildet. Dabei muss aber auch berücksichtigt werden, dass die Entwicklung zum Stichtag noch nicht weit fortgeschritten war und sich die Gesellschaft um die Weiterentwicklung erst bemühte.
- (g) Die Planung bedarf keiner Korrekturen mit Blick auf Nachfrage nach Beratung und Service in Zeiten nachlassender Konjunkturdaten. Die Abfindungsprüfer erläuterten in diesem Zusammenhang, dass zum einen beachtet werden müsse, dass im konjunkturellen Abschwung zu allererst die laufenden Aufwendungen reduziert würden mit der Folge der Beschränkung von Wartungsaufwendungen und Ersatzbeschaffungen auf ein Mindestmaß. Zum anderen ging die Planung der Gesellschaft gerade nicht von einem konjunkturellen Einbruch aus. Daher müssen die entsprechenden Annahmen als plausibel eingestuft werden.
- (h) Aus der im Konzernzwischenbericht zum 30.6.2012 ausgewiesenen Verbesserung des Konzernergebnisses von € - 4 Mio. im ersten Halbjahr 2011 gegenüber nur noch € - 0,9 Mio. in 2012



lässt sich ebenso wenig wie aus dem um das Doppelte angestiegenen Cashflow-Ergebnis eine zu pessimistische Planung begründen. Gegenüber dem ersten Halbjahr 2011 war tatsächlich ein Anstieg des Ergebnisses vor Ertragsteuern (EBT) im ersten Halbjahr 2012 von € 3,2 Mio. festzustellen. Dieselbe Größe war für das Jahr 2012 mit € 0,7 Mio. geplant; mithin sollte es bezogen auf das EBT des Jahres 2011 mit € - 4,4 Mio. einen Anstieg von € 5,1 Mio. geben. Somit wurde der Planung gemessen an der Ergebnisentwicklung bis zum Ende des ersten Halbjahres 2012 ein deutlich höherer Anstieg zugrunde gelegt, weshalb für das zweite Halbjahr eine abermalige signifikante Steigerung eingeplant wurde. Angesichts dieser Erläuterungen in der ergänzenden Stellungnahme von kann gerade nicht davon ausgegangen werden, die Ertragsplanung spiegele ein zu niedriges Ertragsniveau wider. Die sich in den Ist-Zahlen des ersten Halbjahres abzeichnenden positiven Ergebnistrends sind demgemäß in die Planung hinreichend eingeflossen. Der Prüfungsbericht vom 27.6.2012 umfasste zudem schon die Auswirkungen des gewonnen Großkundenauftrages, ohne den der Ergebnisanstieg vom ersten Halbjahr 2011 auf das erste Halbjahr 2012 signifikant geringer ausgefallen wäre.

Das Cashflow-Ergebnis und die Höhe des Finanzmittelfonds zum 30.6.2012 von knapp € 3,9 Mio. samt dessen unterjähriger Entwicklung bietet keinen Anhaltspunkt dafür, die zu diesen Entwicklungen führenden Ereignisse seien nicht bereits in der Planung berücksichtigt worden. Die Erhöhung des Cashflows aus der laufenden Geschäftstätigkeit um rund € 2,1 Mio. beruht auf der Ergebnisverbesserung von ca. € 3,2 Mio. im Zeitraum vom ersten Halbjahr 2011 bis zum Ende des ersten Halbjahres 2012. Allerdings wirkte sich die ergebniswirksame Verbesserung nur unterproportional auf den Cashflow aus laufender Ge-



schäftstätigkeit aus, was seine Ursache im Rückgang der zahlungsunwirksamen Abschreibungen um etwa € 0,9 Mio. und im Rückgang des aktivischen Teils des Working Capitals – also von Vorräten, Forderungen, aktiven Rechnungsabgrenzungsposten sowie aktivischen latenten Steuern – um rund € 0,7 Mio. hat. Der Anstieg des Finanzmittelfonds zum 30.6.2012 auf etwa € 3,9 Mio. erfolgte in einem Zeitraum, in dem allein durch Eigenkapitalzuführungen im September von rund € 6,9 Mio. und saldiert Fremdkapitaltilgungen von rund € 1,9 Mio. dem Unternehmen rund € 5 Mio. an Mitteln von außen zugeführt wurden. Auch ist zu berücksichtigen, dass der Bestand an liquiden Mitteln von rund € 6 Mio. im Wesentlichen auf den Vorauszahlungen für Wartungsdienstleistungen zu Beginn des Jahres beruht. Daher entspricht der Rückgang zum 30.6.2012 dem zu erwartenden Geschäftsverlauf, ohne dass es im zweiten Quartal zu nennenswerten weiteren Fremdkapitaltilgungen kam.

- (l) Die Aufwandsplanung muss nicht wegen fehlender Plausibilität korrigiert werden.
 - (aa) Dies gilt zunächst für die Entwicklung der Personalkosten, auch wenn diese mit 6,2 % jährlich stärker als die Umsatzerlöse ansteigen. Die Abfindungsprüfer erläuterten hierzu im Termin ihrer Anhörung nachvollziehbar die Gründe, weshalb die beschriebene Entwicklung als plausibel eingestuft werden muss. Zum einen müssen die im üblichen Bereich angesetzten Gehaltssteigerungen in die Planung einfließen. Auch ist die Einstellung weiterer Mitarbeiter mit dem Ziel vorgesehen, entsprechendes Wachstum zu generieren. Zum anderen muss eine zweite Entwicklungslinie gesehen werden. Bei der Comarch Software und Beratung AG kam es nämlich zu einem Wechsel

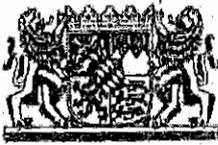


vom Fremdbezug hin zur Eigenfertigung, wodurch der Verkauf von der Muttergesellschaft zurückgeführt wurde und stattdessen eigene Mitarbeiter tätig werden. Bei der Relation zwischen Umsatz und Personalaufwand müssen zudem die Besonderheiten der Gesellschaft beachtet werden. Der Umsatz stieg wegen der Entwicklung der ERP-Software an, während er andererseits durch die geplante Einstellung im Hardwarebereich ebenso sinkt wie die Entwicklungskosten. Angesichts dieser Entwicklungslinien kann eine rein prozentuale Berechnung die Plausibilität der Planannahmen der Gesellschaft nicht infrage stellen.

- (bb) Bei der Ermittlung der Abschreibungen musste es nicht zu deren Eliminierung kommen. Die Planung der Gesellschaft sah die Aktivierung der Entwicklungsaufwendungen vor, sodann deren Abschreibung über die G+V-Rechnung. Dabei muss vom Vorhandensein eines Wertverzehrs ausgegangen werden. Jährlich gab es hohe Entwicklungsleistungen, wobei sich allerdings der Wert von € 5 Mio. für das Geschäftsjahr 2011 nicht in der G+V-Rechnung widerspiegeln muss, weil die Eigenleistungen in dem Umfang, den die Gesellschaft für notwendig erachtet, teilweise aktiviert werden. Geschäfts- und Firmenwerte flossen nicht in die Höhe der Abschreibungen ein.

Eine weitere Sachaufklärung, ob die aktivierten Entwicklungsleistungen im Personalaufwand bestehen, muss nicht erfolgen. Das hinter den entsprechenden Bilanzpositionen steckende Potenzial an Entwicklungskosten ändert sich nicht – unabhängig davon, ob eigene oder fremde Mitarbeiter die Tätigkeiten erbringen.

- (cc) Eine Planänderung bei den sonstigen Aufwendungen ist nicht veranlasst. Die Aufwendungen aus Beratungs- und



Entwicklungsleistungen halten nämlich einem Drittvergleich stand. Die einzelnen Positionen stellen sich nach Aussage von [redacted] als absolut üblich dar. Bezüglich der Höhe der entstandenen Kosten waren im Abhängigkeitsbericht keinerlei Beanstandungen aufgenommen worden, weshalb die Prüfer von der Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung ausgehen durften. Der Abhängigkeitsbericht durfte von den Abfindungsprüfern herangezogen werden und analysiert werden. Der Abschlussprüfer übernimmt für den von ihm erstellten Abhängigkeitsbericht aufgrund von § 313 Abs. 1 AktG entsprechende 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, S. 26). Vor allem aber spricht auch die Verlustsituation der Comarch Software und Beratung AG für die Angemessenheit dieser Planansätze, weil die Muttergesellschaft kein materielles Interesse an zu hohen Belastungen der Tochtergesellschaft haben kann, wenn dann nämlich wiederum die Ausreichung weiterer Darlehen zur Unterstützung der Tochtergesellschaft notwendig wären.

- (j) Das Finanzergebnis beruht auf den bei der Gesellschaft am Stichtag erkennbaren Konditionen mit einem Habenzinssatz von 0,6 % und einem Sollzinssatz von 3,7 %. Wenn dann diese Werte herangezogen werden, muss dies als zutreffender Ansatz eingestuft werden.



- (k) Die EBIT-Marge bedarf keiner Korrektur, auch wenn sie unter den Werten anderer Unternehmen insbesondere der Peer Group liegt. Die Abfindungsprüfer verwiesen zur Begründung für die Kammer überzeugend auf die Größenproblematik. Unternehmen mit einem Umsatz von € 100 Mio. oder deutlich mehr als € 100 Mio. haben höhere Margen, weil sich hier der Skalen-Effekt in einer Art und Weise auswirkt, wie er in anderen Branchen nur selten zu beobachten ist. Wenn der Entwicklungsaufwand einmal erfolgreich betrieben worden ist, profitiert die Gesellschaft davon in hohem Maße. Die Höhe des Entwicklungsaufwandes ist nämlich unabhängig von den nachfolgenden Verkaufszahlen. Auch wenn verstärkte Marketingaufwendungen und ähnliche Kostenpositionen hinzukommen, steigt die Marge dennoch mit der zunehmenden Größe. Bei der Comarch Software und Beratung AG handelt es sich indes weder um ein vergleichsweise unbekanntes Unternehmen, das aber Marktführer ist – sogenannter „Hidden Champion“ – oder um einen in einem sich durch geringe Wettbewerbsintensität auszeichnenden markt-tätigen Nischenanbieter, bei denen ähnliche Effekte auftreten.

Der Einbruch des EBIT in 2013 beruht auf dem Verschiebungseffekt durch den bereits im Geschäftsjahr 2012 gewonnenen Großkunden.

- (l) Die Ansätze im Terminal Value sind nicht korrekturbedürftig.

(aa) Der zur Ermittlung des Ertragswerts gewählte, sich an den Verhältnissen des letzten Planjahres orientierende Ansatz führte nicht zu einer Beeinträchtigung der Minderheitsaktionäre. Dabei konnte ab dem Jahr 2016 von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden. Nicht zu beanstanden ist dabei die Erwägung, von einem zu kapita-



lisierenden Ergebnis von € 1,094 Mio. nach € 1,522 Mio. im letzten Planungsjahr 2015 auszugehen. Der niedrigere Ansatz im Vergleich zum Ende der Planungsphase I beruht auf den bei der Gesellschaft vorhandenen Verlustvorträgen, die zugunsten der Minderheitsaktionäre berücksichtigt wurden. Deren Nutzung kann allerdings nicht in die Ewigkeit fortgeschrieben werden, weil sie unter Beachtung der gesetzlichen Vorgaben zur Verrechnung von Verlustvorträgen mit Gewinnen tatsächlich in der Zukunft angesichts der Planannahmen der Gesellschaft aufgebraucht sein werden. Daher ist der Ansatz niedrigerer Überschüsse in der Ewigen Rente im Vergleich zum letzten Planjahr als zwingend zu bezeichnen.

- (bb) Angesichts des Vorhandenseins eines eingeschwungenen Zustandes konnten in der Ewigen Rente auch die Zinssätze für Soll- und Habenzinsen unverändert angesetzt werden.
- (cc) Eine höhere EBIT-Marge lässt sich in der Ewigen Rente gleichfalls nicht rechtfertigen. Da ein Gleichgewichtszustand anzunehmen ist, ist es nicht gerechtfertigt, im Terminal Value eine höhere EBIT-Marge anzusetzen. Zudem müssen hierzu genau die Erwägungen beachtet werden, die dazu geführt haben, dass die Kammer die in der Detailplanungsphase angesetzte EBIT-Marge als plausibel erachtet. Zudem hat [Name] bei seiner Anhörung ausgeführt, dass Einsparungen, die über die von der Comarch Software und Beratung AG eingeschlagenen Kostensenkungsprogramme hinausgehen, kaum mehr realisierbar sein werden.



Angesichts dessen sind die Annahmen in der Ewigen Rente als plausibel zu bezeichnen.

(3) Bei den Ansätzen zur Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquote sind Änderungen nicht geboten.

(a) Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente bedarf keiner Korrektur. Zwar wird regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttung in der Detailplanungsphase an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren habe (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11). Vorliegend besteht jedoch die Besonderheit, dass in der Vergangenheit vor allem der Jahre 2009 bis 2011 bei der Gesellschaft Verluste anfielen, weshalb eine Ausschüttung nicht erfolgen konnte. Folglich ist die Annahme einer Ausschüttungsquote, die sich am tatsächlichen Ausschüttungsverhalten anderer Unternehmen orientiert, in Phase I als angemessen zu bezeichnen. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote wird je nach Studie mit Werten zwischen 40 % oder 60 % oder 40 und 70 % beschrieben. Wenn dann auf den ungefähren Mittelwert von 50 % zurückgegriffen wird, muss dies nicht korrigiert werden.

Dies gilt auch für den Terminal Value. Da eine konkrete Unternehmensplanung nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. nur OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11). Damit konnte auch in der Ewigen Rente von dem Wert von 50 % ausgegangen werden.

(b) Zudem muss beachtet werden, dass auf die Ausschüttungen 0 Prozent Einkommensteuer anfielen. Dieser Umstand beruht auf



der Existenz eines steuerlichen Einlagenkontos im Sinne des § 27 KStG. Soweit Dividendenzahlungen den nach § 27 KStG ermittelnden ausschüttbaren Gewinn übersteigen, sind diese als Kapitalrückzahlung zu qualifizieren, wobei diese dann das steuerliche Einlagenkonto mindern und steuerfrei bleiben. Bei der Comarch Software und Beratung AG gab es hohe Einlagen und ein niedriges bilanzielles Eigenkapital. Daher wurden 50 % ausgeschüttet, wobei aber keine Einkommenssteuer anfällt; auf den Wertbeitrag aus Thesaurierung entfällt dann der Steuersatz von 13,1875 %. In der Ewigen Rente musste dann sachgerecht die Annuität der Einlagenrückgewähr angesetzt werden. Angesichts der vorgenommenen Berücksichtigung des steuerlichen Einlagenkontos hat indes die Ausschüttungsquote materiell ohnehin keine wesentlichen Auswirkungen, worauf die Abfindungsprüfer im Termin ihrer Anhörung nochmals ausdrücklich hingewiesen haben.

- (c) Die vorgenommene Thesaurierung zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote muss nicht abgeändert werden. In der Annahme einer Thesaurierung liegt vor allem auch kein Widerspruch zum IDW S1, der von einem fiktiven Aktienverkauf oder der Verwendung von Eigenkapital ausgeht. Die im nachhaltigen Ergebnis angenommene Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der Gewinn-und-Verlust-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative



der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, *der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll.

- (d) Die Steuerbelastung thesaurierter Gewinne in Höhe von 13,1875 % - mithin des hälftigen Steuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag – muss nicht korrigiert werden. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer nach dem Eindruck des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; Beschluss vom 5.6.2013, Az. 20 W 6/10, zitiert nach Juris; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11;



Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Soweit teilweise darauf verwiesen wird, nach dem Squeeze out und dem damit verbundenen Rückzug von der Börse könnten die Kursgewinne nicht mehr realisiert werden, übersieht dies den Stand alone-Ansatz der hier vorzunehmenden Unternehmensbewertung.

- b. Der Wert der Überschüsse ist nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Stichtag der Hauptversammlung abzu-zinsen, wobei dieser im Vergleich zum Ansatz im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfbericht angesichts des zu hoch festgesetzten Risikozu-schlags modifiziert werden muss. Der Kapitalisierungszinssatz soll die Be-ziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapi-talanlagemöglichkeiten herstellen.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Be-wertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Er-tragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisie-rungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München 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 Abgel-ungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzli-chen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszu-



schlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

- (1) Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zu seiner Ermittlung auf 2,25 % vor Steuern und demzufolge auf 1,66 % 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 hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski In Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 320 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesan-



leihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. In einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung als maßgeblichem Stichtag betrug der Basiszinssatz 2,19 %. Die vorgenommene (Auf-)Rundung von 2,19 % auf 2,25 % vor Steuern kann nicht beanstandet werden. 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 kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 2,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt. (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.). Abgesehen davon ist bei einer Differenz von 0,06 Prozentpunkten bei dem Bruttozins auch bei einem Ansatz von 2,19 % vor Steuern nur eine Scheingenaugkeit zu erreichen.

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht



den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11). 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.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen 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. Ange-



sichts 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; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).

Der Risikozuschlag ist vorliegend in der Detailplanungsphase in den Jahren 2012 und 2014 auf 4,42 %, im Geschäftsjahr 2013 auf 4,51 %, im Geschäftsjahr 2015 auf 4,37 % sowie in der Ewigen Rente auf 4,32 % festzusetzen gewesen.

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

Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode



über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Rdn. 126 zu § 305; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

Beim (Tax-)CAPM muss das unternehmensindividuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-) CAPM nimmt dies mittels des sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser ergibt sich als Kovarianz oder Wechselbeziehung zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz des Aktienindex (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 809). In diesem Zusammenhang kann indes nicht auf das unternehmenseigene Beta abgestellt werden, sondern es muss eine Peer Group herangezogen werden. Das unternehmenseigene Beta reflektiert vorliegend nicht das tatsächliche Risiko der Comarch Software und Beratung AG. Der Ansatz des eigenen Beta setzte eine liquide Aktie voraus, wovon bei der Gesellschaft hier nicht ausgegangen werden kann. Die Abfindungsprüfer verwiesen in ihrem Bericht darauf, dass das über zwei Jahre mit einem wöchentlichen Renditeintervall ermittelte Bestimmtheitsmaß r^2 0,02 betrug. Dies bedeutet aber, dass die Varianz der Marktrendite nur einen geringen Teil der Varianz der Unternehmensrendite erklären kann. Auch wenn Bedenken bestehen, allein wegen eines niedrigen Bestimmtheitsmaßes den unternehmenseigenen Beta-Faktor im Einzelfall nicht heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss



vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Melner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 521 f.), musste vorliegend im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM auf eine Peer Group zurückgegriffen werden. Gegen die Annahme des originären Beta-Faktors der Gesellschaft spricht nämlich entscheidend, dass im Fünf-Jahres-Zeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht nur an zwei von drei Tagen ein Handel stattgefunden hat. In diesem Zeitraum fanden zudem massive Strukturveränderungen bei der Gesellschaft statt, weshalb ein Rückgriff auf diesen Zeitraum mangels Vergleichbarkeit bereits ausscheidet. In dem Zeitraum von zwei Jahren vor der Bekanntgabe fand ein Handel sogar nur an jedem zweiten Tag statt. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht konnte in dem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte keinen gültigen Durchschnittskurs für die Aktie der Gesellschaft ermitteln. Gerade dieser Umstand geringer Umsätze macht deutlich, dass das unternehmenseigene Beta kein Gradmesser für das operative Risiko der Gesellschaft sein kann. Gegen die Maßgeblichkeit des unternehmenseigenen Beta-Faktors spricht auch die Analyse der Bid-Ask-Spreads, die zu dem Ergebnis gelangte, die Differenz zwischen Angebots- und Nachfragepreisen liege über dem relevanten Schwellenwert. Daher ist der Aktienkurs nicht aussagekräftig genug, um daraus einen validen Beta-Faktor der Gesellschaft abzuleiten.

Bei der Zusammensetzung der deshalb maßgeblichen Peer Group muss allerdings davon ausgegangen werden, dass die US-amerikanische Gesellschaft NetSuite Inc. nicht aufgenommen werden kann, auch wenn das Cloud Computing nach den Planungen der Gesellschaft ausgebaut werden sollte. Der Pla-



nung mit einer Wachstumsrate, die über dem Marktdurchschnitt liegen sollte, lag vor allem die Überlegung zugrunde, den Kundenkreis kontinuierlich zu erweitern, wobei ein Schwerpunkt die Umsatzerlöse aus Lizenzen sein sollte. In ihrem Prüfungsbericht wiesen die Abfindungsprüfer auf Seite 22 darauf hin, dass das Kernprogramm der Gesellschaft um Cloud-Anwendungen ergänzt werden sollte. Die Gesellschaft NetSuite Inc. ist dagegen Marktführer im Bereich von Cloud-basierten Finanz- bzw. ERP-Softwareprogrammen. Alle anderen Unternehmen der Peer Group weisen dagegen einen mit der Comarch Software und Beratung AG sehr viel eher vergleichbaren Unternehmensgegenstand auf, der sich gerade nicht schwerpunktmäßig auf das Cloud Computing bezieht. Durch den Schwerpunkt im Cloud Computing aber hat NetSuite Inc. deutlich höhere Chancen, womit aber gleichzeitig auch deutlich höhere Risiken verbunden sind, was sich in einem Vergleich zu den übrigen Peer Group-Unternehmen deutlich höheren Beta-Faktor zeigt, wobei dies sowohl für das von zugrunde gelegte raw Beta wie auch für das adjusted Beta gilt, auf das die Abfindungsprüfer abgestellt haben. Gegen die Berücksichtigung der Gesellschaft NetSuite Inc. spricht insbesondere auch der Umstand, dass deren geplantes Umsatzwachstum in den Jahren 2012 bis 2014 jeweils um ein Vielfaches über den Prognosen der Umsatzsteigerung für die anderen in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen lag. Dies zeigt eine Sondersituation, weshalb eine Vergleichbarkeit mit der Gesellschaft nicht angenommen werden kann.

- (b) Dieser Einschätzung zur alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM zur Festlegung des Risikozuschlags kann jedoch in dieser Allgemeinheit nicht gefolgt werden. 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. 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 gerichts-bekannt, 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; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 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 Besteuerung 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.).

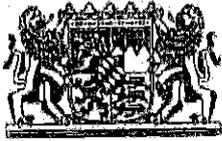
Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das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



geperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Auch aus diesem Grund muss ein Abschlag vom angesetzten Wert von 5 % für die Marktrisikoprämie gemacht werden. Insofern erachtet die Kammer einen Wert von 4,75 % für angemessen. Dies entspricht in etwa auch dem Wert, den der Gesetzgeber beim vereinfachten Ertragswertverfahren nach § 203 Abs. 1 BewG festgelegt hat. Dieser Wert berücksichtigt pauschal neben dem Unternehmensrisiko auch andere Korrekturposten wie beispielsweise den Fungibilitätszuschlag, den Wachstumsabschlag oder andere inhaberabhängige Faktoren (vgl. BT-Drucks. 16/11107 S. 24). Gerade weil der den Kapitalisierungszinssatz mindernde Wachstumsabschlag in dem hier anzuwendenden Verfahren ausschließlich in der Ewigen Rente angesetzt wird, erachtet es das Gericht als angemessen, vorliegend einen leicht über den Wert von 4,5 % liegende Marktrisikoprämie anzusetzen.

Diesem Ansatz kann namentlich nicht das von den Antragstellerinnen zu 32) und 33) vorgelegte Sachverständigengutachten von [redacted] aus einem anderen Verfahren entgegengehalten werden. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht in Frage gestellt. Allerdings sieht [redacted] die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von 3 bis 5 Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkten 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 dies allerdings exakt zu benennen. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von [redacted]



I auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 13.8.2012, also nahezu dreieinhalb Jahre später stattfand, mit hin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes 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.

- (c) Insgesamt sieht die Kammer bei der Gesamtbeurteilung der Comarch Software und Beratung AG ein leicht unterdurchschnittliches Risiko bei der Comarch Software und Beratung AG als gegeben an, was zu dem angegebenen Risikozuschlag führt. Dabei muss zum einen das insgesamt günstige Gesamtkonjunkturelle Umfeld berücksichtigt werden, wie es auch die Bewertungsgutachter von in ihrem Bericht herausgestellt haben. Ungeachtet der Schuldenkrise entwickelt sich der ITK-Markt relativ stabil. Zum Auftakt der CeBIT stellte der Branchenverband eine Prognose mit einem Wachstum dieses Marktes von 1,6 % vor. Der Markt mit IT-Hardware sollte dabei ein Plus von 3 % erzielen, während im Softwaremarkt ein signifikantes Wachstum von 4,4 % und im Bereich IT-Services von immerhin noch 2,5 % erwartet wurde. Dabei wird von einer ungebrochen hohen Wachstumsrate ausgegangen. Der Wert von 1,6 % betrifft das Jahr 2012 in Deutschland, 3,1 % beziehen sich auf das für die Gesellschaft relevante Marktsegment Informationstechnik. Soweit im westeuropäischen Markt für das Jahr



2012 angesichts bestehender Investitionsunsicherheiten ein Umsatzrückgang von rund 0,7 % und erst für das Jahr 2013 wieder mit einem Wachstum gerechnet wird, wurde diese Prognose mit den Folgen der Euro-Krise begründet. Hiervon ist allerdings der für die Comarch Software und Beratung AG vor allem relevante deutsche Markt nicht besonders stark betroffen.

Diesen Chancen stehen aber auch nicht unerhebliche Risiken gegenüber. In der Planung gibt es deutliche Realisierungsrisiken, die sich aus der mehrjährigen Restrukturierung nach der Hinnahme operativer Verluste in der Vergangenheit ergeben. Zudem muss gesehen werden, dass es in der Vergangenheit vor dem maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung erhebliche Probleme bei den angebotenen Produkten der Gesellschaft gab. Auch wenn sie nunmehr über ein konkurrenzfähiges, leistungsfähiges Produkt verfügt, besteht das Risiko, inwieweit bisherige oder neue Kunden ohne Weiteres das erforderliche Vertrauen in die Produkte aufbringen. Die Produktpalette der Gesellschaft ist zudem stark zyklisch geprägt, wodurch sich ein erhebliches konjunkturelles Risiko für die Gesellschaft ergibt. Anders als Lebensmitteleinzelhändler oder Energieversorger zählt die Comarch Software und Beratung AG nicht Endverbraucher, sondern überwiegend Unternehmen zu ihrem Kundenkreis, für die die ERP-Produkte langfristigen Investitionscharakter haben. Die Zyklizität führt zu einem deutlichen konjunkturellen Risiko, weil Eintrübungen der gesamtwirtschaftlichen Lage zu zeitlichen Verzögerungen oder zur generellen Zurückhaltung bei Investitionen führen. Weiterhin ist die Abhängigkeit von Wissen und Können der Mitarbeiter zu beachten, weshalb der Verlust von Mitarbeitern bzw. Verzögerungen bei der Einstellung von Personen mit entsprechenden Kenntnissen für rückläufige Umsätze in einzelnen Geschäftsbereichen bzw. Märkten führen können. Auf dem wichtigsten Ab-



satzmarkt der Gesellschaft in Deutschland besteht – wie in den meisten entwickelten Volkswirtschaften eine hohe Wettbewerbsintensität bei den IT-Leistungen. Angesichts dessen lassen sich Umsatzausweitungen vielfach nur über Preiszugeständnisse und einen Verdrängungswettbewerb mit entsprechenden (negativen) Folgen für die EBIT-Marge erzielen. Auch dieses Wettbewerbsrisiko kann nicht außer Betracht bleiben.

Das bei der Bewertung der Risiken stets zu beachtende Finanzierungsrisiko stellt sich bei der Comarch Software und Beratung AG als vergleichsweise stabil dar. Demgemäß lagen in allen Bewertungsgutachten, die vorgelegt wurden, nur geringe Schwankungen zwischen dem unverschuldeten und verschuldeten Beta-Faktor vor, die entsprechend bei dem etwas niedrigeren Beta-Faktor gleichfalls nachgezeichnet werden mussten.

- (3) Der Wachstumsabschlag im Terminal Value wurde mit 1 % zutreffend angesetzt, weshalb eine Korrektur nicht erforderlich ist.
 - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs 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; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag.

Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Dabei kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. 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.

Gerade bei der Comarch Software und Beratung AG muss der massive Wettbewerb auf den Märkten in entwickelten Volkswirtschaften in Deutschland, Österreich und der Schweiz ganz wesentlich berücksichtigt werden. In einer derartigen Wettbewerbssituation wird es kaum gelingen, Preissteigerungen in vollem Umfang an die jeweiligen Kunden weiterzugeben, wenn die Gesellschaft nicht Marktanteile verlieren will. Ein höherer Wachstumsabschlag lässt sich auch nicht unter Hinweis auf die Dynamik des Wachstumsmarktes begründen, in dem die Gesellschaft tätig ist. Hier spielt auch keine Rolle, dass der Abfindungsprüfer in einem von ihm erstellten Gutachten für die TDS AG für diese einen Wachstumsabschlag von 1,5 % ansetzte. Die TDS AG hatte einen anderen Schwerpunkt ihrer Unternehmenstätigkeit – nämlich das Outsourcing und die Personalberatung. Zudem muss gesehen werden, dass das Umsatzwachstum bei dieser Gesellschaft in der Detailplanungsphase höher



lag als das bei der Comarch Software und Beratung AG. In dieser Situation lässt sich aus einem höheren Wachstumsabschlag zu einem anderen, deutlich früher liegenden Bewertungsstichtag – nämlich Anfang 2008 – mit anderen Marktaussichten kein Rückschluss auf die Lage bei der Comarch Software und Beratung AG ziehen.

- (b) Selbst wenn dieses inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte, von der zum Stichtag ausgegangen wurde, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf ein dauerhaft real schrumpfendes Unternehmen. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, sodass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/05, S. 55).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus anderen Verfahren bekannt ist. Dies gilt zunächst für eine Dissertation von . 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 die Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.

- c. Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen musste bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Comarch Software und Beratung AG nicht berücksichtigt werden, weil es derartiges Vermögen bei ihr zum Stichtag der Hauptversammlung nicht gab.
- (1) Die vorhandene freie Liquidität musste nicht als Sonderwert in die Bewertung der Gesellschaft einfließen. Die maßgeblichen Organe der Gesellschaft hatten eine Mindestkasse in Höhe von 2 % der Umsatzerlöse festgelegt, also einen Betrag von rund € 500.000,--, den in der Anhörung als eher am unteren Rand des üblichen bezeichnete. Ein Teil der freien Liquidität wurde im Jahr 2012 noch zur Darlehenstilgung herangezogen und steht demzufolge nachhaltig auch nicht zur Verfügung. Wenn der Vorstand im Laufe eines Geschäftsjahres die Tilgung von Verbindlichkeiten plant und deren Höhe dadurch reduziert, ist dies als nachvollziehbare unternehmerische Entscheidung vom Gericht nicht zu korrigieren, zumal sich hohe Verbindlichkeiten zwangsläufig negativ auf das Unternehmensrisiko auswirken und folglich einen höheren Risikozuschlag



nach sich ziehen. Temporäre Liquidität, die aus der Konzeption der Zahlung der Vergütungen aus den Wartungsverträgen an die Gesellschaft herrührt, wurde über einen Durchschnittsbestand berücksichtigt, in dem dieser als Zinsträger herangezogen wurde. Die jeweils am Anfang des Jahres vorhandenen hohen Liquiditätsbestände dienen bei der Gesellschaft der Finanzierung des laufenden Geschäfts und müssen folglich als betriebsnotwendig zur Erzielung der geplanten Überschüsse eingestuft werden.

Eine Relation zwischen der Höhe der freien Liquidität und dem EBIT kann nicht angenommen werden.

- (2) Sonstiges als nicht betriebsnotwendig einzustufendes Vermögen befindet sich bei der Gesellschaft nicht. Die Abfindungsprüfer erläuterten hierbei, wie sie zu diesem Befund kamen. Sie verwiesen auf ihre Gespräche mit dem Vorstand sowie den Bewertungsgutachtern von ; vor allem aber bieten auch die einzelnen Bilanzpositionen keinerlei Anhaltspunkte für das Vorhandensein derartigen Vermögens. Die Abfindungsprüfer fanden keine Beteiligungen, die jederzeit veräußert werden könnten. Ebenso ergaben sich bei den Prüfungshandlungen keinerlei Hinweise auf Kunstgegenstände oder ähnliche häufig zum nichtbetriebsnotwendigen Vermögen zählende Sachen.
- (3) Der Wert der Marke „Comarch“ durfte nicht als Sonderwert berücksichtigt 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 (vgl. LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom



21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Somit liegt der Unternehmenswert der Gesellschaft unter Berücksichtigung eines Kapitalisierungszinssatzes von 6,08 % in den Jahren 2012 und 2014, von 6,17 % im Jahr 2013, von 6,03 % im Jahr 2015 und von 4,98 % in der Ewigen Rente bei € 20,47838 Mio., woraus sich dann bei insgesamt 6.213.072 Aktien ein Wert von € 3,30 je Aktie als angemessene Barabfindung errechnet.

Bei der Herleitung dieses Wertes kann es rein rechnerisch keinen Unterschied machen, ob dieser Betrag mit dem Stichtag 31.12.2012 auf den Tag der Hauptversammlung geometrisch abgezinst oder aufgrund des Ansatzes eines technischen Bewertungsstichtages zu Beginn des ersten Planjahres dann entsprechend auf den Tag der Hauptversammlung aufgezinst wird.

2. Andere Wertermittlungen rechtfertigen nicht die Annahme einer höheren Barabfindung.
 - a. Namentlich der Börsenkurs führt zu keiner höheren Barabfindung, wobei dabei gerade nicht auf den tagesaktuellen Börsenkurs zum Stichtag der Hauptversammlung oder zum Stichtag der Einstellung der Börsennotiz abgestellt werden kann.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB



1999, 1778, 1781 f. – 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, AktG, a.a.O., Rdn. 5 zu § 327 b und Rdn. 24 c zu § 305; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Mellicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

- (1) 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; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umeatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntma-



chung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden. Zur Begründung verweist der BGH zunächst darauf, die Bezugnahme in § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung bedeute nicht, dass für die Wertfeststellung zwingend auf diesen Stichtag abzustellen sei. Es müsse vielmehr unterschieden werden zwischen dem Zeitpunkt, auf den sich die Wertermittlung beziehen muss und dem Zeitpunkt oder Zeitraum, aus dem die Daten für die Wertermittlung gewonnen werden müssen. Auch bei der Ermittlung des quotalen Anteilswerts mit Hilfe fundamentalanalytischer Daten werden vielfach die Werte für den Zeitpunkt der Hauptversammlung aus vergangenen Daten auf den Tag der Hauptversammlung durch Aufzinsung hochgerechnet. Daher könne als Referenzzeitraum auch ein anderer Zeitraum als gerade der vor der Hauptversammlung gewählt werden, wenn dieser besser geeignet sei, den Börsenwert bei einer freien Deinvestitionsentscheidung abzubilden. Dabei ist nach der Auffassung des BGH der Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu bestimmen, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt hat. Der BGH begründet dies vor allem damit, dass der Börsenkurs im Zeitraum vor der Hauptversammlung regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und mit einer auf den Tag der Hauptversammlung abzielenden Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an – also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel während des Drei-Monats-Zeitraums liegt – nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert an; dabei werde dieser in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder auch schon in einem Anfechtungsverfahren häufig (leicht) überschritten. Der angebotene Preis wird in jedem Fall erreicht – ungewiss ist nach der zutreffenden Einschätzung des BGH lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruch-



verfahren oder bereits im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchgesetzt werden kann. Angesichts der Regelung der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 AktG beginne eine Spekulation auf den Lästigkeitswert bereits mit der Bekanntgabe der Maßnahme. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegelt nach der Einschätzung des BGH der ermittelte Börsenkurs nicht mehr den Preis wider, den der Aktionär ohne die entschädigungspflichtige Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bilde, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne. Die Entwicklung eines höheren Börsenkurses habe ihre Ursache dann in der durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, allerdings nicht in Kursmanipulationen seitens einzelner Minderheitsaktionäre. Diese Nachfrage hat danach indes nichts mit dem Verkehrswert der Aktie zu tun, mit dem der Aktionär für den Verlust des Aktieneigentums so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Zudem argumentiert der BGH, Informationspflichten insbesondere nach § 15 WpHG wirken einer verzögerten Bekanntgabe und einer verdeckten Abfindungswertspekulation entgegen. Auch stimme dieser Zeitpunkt mit der Einschätzung des Verordnungsgebers in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO überein, wonach ein Referenzzeitraum vor Bekanntgabe des zur Abfindung führenden Vorgangs den Börsenkurs richtig abbilde. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO legt dabei einen Referenzzeitraum vor Bekanntwerden der Kontrollerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zugrunde, nicht aber den Zeitraum zwischen Kontrollerlangung und Bekanntgabe der Höhe des Pflichtangebots.

Die Orientierung des Referenzzeitraums am Tag der Bekanntmachung trage auch dem Umstand Rechnung, dass der Abfindungsvor-



schlag nach §§ 327 c Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Satz 1, Absatz 3 Nr. 4, 327 b Abs. 3, 327 d AktG vor der Hauptversammlung bekannt zu geben ist. Der Wert, der sich bei einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Beschluss der Hauptversammlung errechnet, ist zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Einberufung weder bekannt noch vorhersehbar; dagegen könne der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs für drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme bis zur Mitteilung des Abfindungsangebotes ermittelt und bei der Entscheidung über die Höhe des Abfindungsangebots berücksichtigt werden. Weiterhin weist der BGH darauf hin, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt des Verlangens nach §§ 327 a ff. AktG frei bestimmen könne und der Schutz der Minderheitsaktionäre vor Manipulationen durch den Hauptaktionär dadurch erreicht werde, dass die Barabfindung niemals geringer sein könne als der Anteil der Minderheitsaktionäre am Unternehmenswert.

Die Kammer folgt nunmehr dieser geänderten höchstrichterlichen Rechtsprechung im Gegensatz zu ihrer früher vertretenen Auffassung (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.6.2011, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 14.11.2013, Az. 5HK O 2665/12).

- (2) Eine Ausnahme von diesem Grundsatz der Anknüpfung an den Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe des Abfindungsverlangens kann vorliegend nicht bejaht werden. Zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und deren Umsetzung liegt kein längerer Zeitraum, angesichts dessen eine Anpassung der Börsenkurse an die mit der Bekanntgabe der Maßnahme eingetretene Entwicklung erforderlich wäre (vgl. 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). Die Bekanntgabe des geplanten Squeeze out erfolgte mittels Ad hoc-Mitteilung am 10.4.2012. Die Hauptversamm-



lung der Knürr AG fand am 13.8.2012 statt, so dass zwischen den beiden Zeitpunkten ein Zeitraum von etwas mehr als vier Monaten lag. Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer börsennotierten Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von rund vier Monaten am unteren Rand dessen, was realistischerweise – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeeck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

(3) Vorliegend lag der durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 10.4.2012 mittels ad hoc-Mitteilung bei € 1,67 pro Aktie. Dies liegt unter der angemessenen Barabfindung von € 3,30 je Aktie. Auf die Frage der Marktengte kann es daher nicht entscheidungserheblich ankommen.

- b. Ebenso wenig ergibt sich eine weitergehende Anpassung 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. Die-



ser 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). 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 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11).

- c. Die angemessene Barabfindung muss nicht in Höhe des freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots festgesetzt werden. Dies ergibt sich bereits aus der allgemeinen Erwägung heraus, dass Vorerwerbspreise für die Angemessenheit der Barabfindung ohne Bedeutung sind.

Soweit teilweise in der Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. 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), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Hauptaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out-Verfahren 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 Mehrheits-



aktionär 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; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; ZIP 2013, 1664, 1671; Vetter AG 1999, 569, 572).

Auch ist zu berücksichtigen, dass der für das Erwerbsangebot maßgebliche Zeitraum vor dem Stichtag der Hauptversammlung liegt und somit aus diesem Grunde gleichfalls unbeachtlich sein muss (vgl. LG München I ZIP 2010, 1995, 1997 = Der Konzern 2010, 251, 253; ZIP 2013, 1664, 1671 f.).

3. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten. Dabei musste ein Gutachten eines gerichtlich bestellten Sachverständigen ebenso wenig eingeholt werden wie Maßnahmen nach § 7 Abs. 7 SpruchG zu treffen waren.
 - a. Die Einholung eines weiteren Gutachtens eines vom Gericht beauftragten Sachverständigen war auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht erforderlich. Dies wird namentlich nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre



erfordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach § 327 c Abs. 2 Satz 4 AktG in Verbindung mit §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; OLG München, Beschluss vom 18.2.2014, Az. 31 Wx 211/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; 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).

Die Kammer hat keine Zweifel an der Richtigkeit der Ausführungen der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer und . Diese haben bei ihrer Anhörung überzeugend dargelegt, warum die von ihnen angesetzten Werte zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Comarch Software und Beratung AG namentlich bei der Planung plausibel sind. An ihrer Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel. Sie haben sich insbesondere im Rahmen ihrer Anhörung eingehend und ausführlich mit den von den Antragstellern vorgebrachten Rügen gegen die Angemessenheit der Barabfindung und deren Argumentation auseinandergesetzt. Ebenso



haben sich die Abfindungsprüfer in den allen Beteiligten zur Verfügung gestellten ergänzenden Stellungnahmen eingehend mit den noch offenen Fragen insbesondere auch zum Umfang des Finanzmittelfonds und des Cashflows auseinandergesetzt. Damit aber bestand keine Notwendigkeit, zur weiteren Aufklärung des Sachverhalts das Gutachten eines gerichtlich bestellten Sachverständigen einzuholen.

Der Verwertbarkeit der Ausführungen der Abfindungsprüfer lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbericht entspreche nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die § 327 c Abs. 2 AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die Berechnung des Schwellenwerts als wesentliche Voraussetzung des Squeeze out und vor allem auch die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als ehemalige Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die auf Ausführungen in dem Prüfungsbericht abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde.

- b. Der von einigen Antragstellern beantragten Anordnung auf Vorlage der Planungsrechnung der Gesellschaft sowie der Arbeitsunterlagen der beteiligten Wirtschaftsprüfer von _____ sowie der Abfindungsprüfer musste nicht entsprochen werden, weil die Voraussetzungen des § 7 Abs. 7 Satz 1



SpruchG nicht erfüllt sind. Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum SpruchG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57). 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.

Die Antragsgegnerin ist auch nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie der Abfindungsprüfer 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 Bunker/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 i. V. m. § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft



aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen – wie oben unter II. 3. a. ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie desjenigen 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.; Puskajler 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.

4. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.
 - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 2.10.2012 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 11 zu § 320 b), war die Verzinsung ab dem 3.10.2012 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht an-



genommen 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, 1331 = 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, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

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

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Für eine hiervon abweichende Regelung auf der Basis von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG besteht kein Anlass, nachdem es infolge der Anträge zu einer Erhöhung der angemessenen Barabfindung kam.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Rechtsgrundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG. Demnach 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 Aus-



gangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 – 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 knapp 12 % kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit ein 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. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 Abs. 1 SpruchG durch das Zweite Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl. I S. 2586 eingeleitet wurde.



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 der Gemeinsamen Vertreterin.

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.