

**Landgericht München I**  
Az. 5HK 20306/08



In dem Spruchverfahren





## Gründe:

### A:

1. a. Die Antragsgegnerin sowie die CCR Logistics Systems AG (im Folgenden auch: CCR AG oder die Gesellschaft) schlossen am 7.11.2007 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, aufgrund dessen § 1 Abs. 1 die CCR AG die Leitung ihrer Gesellschaft der Antragsgegnerin unterstellt, die demgemäß berechtigt sein sollte, dem Vorstand der CCR AG hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft gemäß § 308 AktG Weisungen zu erteilen und zu deren Befolgung die CCR AG verpflichtet wurde. Die Gesellschaft verpflichtete sich in § 2 Abs. 1 des Vertrages zur Abführung ihres ganzen nach den handelsrechtlichen Vorschriften – vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach näherer Bestimmung im Vertrag – ermittelten Gewinns, also ihres ohne die Gewinnabführung entstehenden Jahresüberschusses, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr und um den in die gesetzliche Rücklage einzustellenden Betrag. In § 3 des Vertrages verpflichtete sich die Antragsgegnerin zum Ausgleich jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrages, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind, oder entsprechend den vertraglichen Regelungen ein während der Vertragsdauer entstandener Gewinnvortrag verwendet werde.

In § 4 Abs. 1 des Vertrages verpflichtete sich die Antragsgegnerin, den außenstehenden Aktionären der Gesellschaft als angemessenen Ausgleich für die Dauer des Vertrags unabhängig vom Ergebnis der Gesellschaft eine wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) zu zahlen. Diese beträgt nach § 4 Abs. 2 Satz 2 des Vertrages brutto € 0,41 je



Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr der CCR AG, abzüglich eines Betrages, welcher der Körperschaftsteuerbelastung und etwaigen darauf entfallenden Ergänzungsabgaben wie zur Zeit der Solidaritätszuschlag auf entsprechendes zu versteuerndes Einkommen einer Körperschaft in der jeweils für das Geschäftsjahr, für das die Ausgleichszahlung geleistet wird, in der gesetzlich vorgeschriebenen Höhe entspricht, wobei der Abzug nur auf den in dem Bruttobetrag enthaltenen Gewinnanteil von € 0,31 je Stückaktie aus körperschaftsteuerpflichtigen Gewinnen der CCR AG zu berechnen ist. Alternativ zu dieser Ausgleichszahlung verpflichtete sich die Antragsgegnerin in § 5 Abs. 1 des Vertrages, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der Gesellschaft dessen Aktien gegen eine Barabfindung in Höhe von € 7,41 je Stückaktie zu erwerben.

Die Hauptversammlung der über ein in 7.602.000 Stückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 7,602 Mio. verfügenden CCR AG, deren satzungsgemäßer Gegenstand in der Errichtung, dem Erwerb, Halten und Verkauf von Beteiligungen, Sachen und Rechten, insbesondere von Kundenbeziehungen und anderen Rechtsverhältnissen (Lizenzen etc.), sowie Beteiligungen an und Betrieb von Dienstleistungssystemen, sowie der Erbringung von overhead-Leistungen für andere Unternehmen samt Erwerb und Vertrieb der hierzu erforderlichen Wirtschaftsgüter (insbesondere Hard- und Software) liegt, stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 21.12.2007 zu. Die Gesellschafterversammlung der Antragsgegnerin hatte dem Vertrag bereits am 5.11.2007 zugestimmt. Die Information der Kapitalmärkte über den beabsichtigten Abschluss des Vertrages erfolgte über eine Presseerklärung am 7.11.2007; anschließend erfolgte am 9.11.2007 die Einladung zur Hauptversammlung der CCR AG.

Am 10.1.2007 bereits hatte die Antragsgegnerin ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der Gesellschaft veröffentlicht, das vom 20.2.2007 bis zum 29.3.2007 befristet war und einen Erwerbspreis von € 7,50 je Aktie enthielt. Am 15.3.2007 erwarb die Antragsgegnerin im Rahmen von zwei außerbörslichen Paketkäufen 3.765.503 Aktien.



b. Im Vorfeld der Hauptversammlung erstattete

(im Folgenden: ) unter dem 31.10.2007 im Auftrag der CCR AG ein Gutachten über die Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft. Der gemeinsame Bericht der Geschäftsführung der Antragsgegnerin und des Vorstandes der CCR AG vom 5.11.2007 enthielt die wesentlichen Ausführungen des Bewertungsgutachtens der zur Ermittlung des Unternehmenswertes, der zum Bewertungsstichtag danach € 39,896 Mio. betrug. In Anwendung der Ertragswertmethode gingen dabei die Bewertungsgutachter der

von einer die Jahre 2007 bis 2011 umfassenden Detailplanungsphase aus, an die sich die Ewige Rente ab 2012 ff. anschloss. Dabei wurde das Ergebnis des letzten Jahres der Detailplanungsphase mit der prognostizierten Wachstumsrate von 2 % weiterentwickelt und insoweit angepasst, als die nachhaltige Reinvestitionsrate im Vergleich zu den Abschreibungen des letzten Planjahres leicht erhöht wurde, woraus sich dann insgesamt im Terminal Value eine von 5,7 % im Jahr 2011 auf 5,5 % absinkende EBIT-Marge ergab. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzten die Bewertungsgutachter einen Basiszinssatz von 4,5 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelte Risikozuschlag wurde sowohl in Phase I als auch in der Ewigen Rente auf 3,7 % angesetzt, wobei Ausgangspunkt dieser Berechnung eine Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern und ein über eine aus insgesamt zehn Unternehmen sich zusammensetzende Peer Group ermittelte Beta-Faktor von 0,74 war. Im Terminal Value gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 2 % aus. Als Sonderwerte setzten sie für die Beteiligung an der Safe ID Solutions AG einen Wert von € 840.000,- an.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 17.10.2007, Az. 5HK O 19204/07 zur gemeinsamen Vertragsprüferin bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 7.11.2007 zu dem Ergebnis, die von der Geschäftsführung der Antragsgegnerin und dem Vorstand der Gesellschaft festgelegte Barabfin-



dung in Höhe von € 7,41 und die garantierte jährliche Ausgleichszahlung für die außenstehenden Aktionäre in Höhe von brutto € 0,41 und auf der Basis der aktuellen Steuergesetzgebung ab 2008 netto in Höhe von € 0,36 je Stückaktie stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des gemeinsamen Vertragsberichts, des Bewertungsgutachtens der | sowie des Prüfungsberichts der | wird in vollem Umfang auf diese drei Unterlagen Bezug genommen, die mit Schriftsatz vom 19.1.2009 (Bl. 15/17 d.A.) übermittelt wurden.

- c. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Antragsgegnerin und der CCR AG wurde am 12.11.2008 in das Handelsregister eingetragen und anschließend vom Amtsgericht – Registergericht – München am 19.11.2008 entsprechend § 10 HGB bekannt gemacht. Die Antragsteller zu 1) bis 5), 8) bis 17), zu 19), zu 21) bis 59) sowie zu 61) bis 67) waren im Zeitpunkt des Eingangs ihrer jeweiligen Anträge Aktionäre der Gesellschaft.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 19.2.2008 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise als Aktionäre der CCR AG gestellten Anträge müsse es sowohl bei der Abfindung wie auch beim Ausgleich zu einer Erhöhung kommen, weil deren Festsetzung jeweils unangemessen sei.
    - a. Dies ergebe sich bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Planannahmen.
      - (1) Bei der Planung für die Zukunft müsse das Ergebnis des zum Stichtag der Hauptversammlung nahezu abgeschlossenen Planjahres mit besseren Zahlen als den in der ursprünglichen Planung vom Juni



2007 zugrunde gelegten Werten angesetzt werden. Der Rückgang der Sparte „Electronics“ von geplanten 45 % stelle sich als zu pessimistisch dar, weil trotz des Wegfalls der Umsätze nach der Kündigung des ERP-Vertrages dieser Umstand auch die Chance biete, die Rücknahmelogistik einer Vielzahl von Kunden anzubieten, die die Gesellschaft bisher aufgrund einer Exklusivvereinbarung nicht habe bedienen können und weil die Gesellschaft daher europaweit die Rücknahme von Elektroaltgeräten plane. Der Ansatz von Kostenerhöhungen für Investitionen in einem erheblich erhöhten Containerbereich spreche zudem für die fehlende Plausibilität des Umsatzeinbruchs im Jahr 2008.

Auch hätten die Umsatz- und Ergebnisbeiträge der Beteiligungen an der E-Hulladek Kht und der Akku-Hulladek Kht in die Planung einfließen müssen.

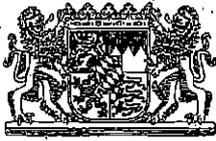
Das Neugeschäft im Zusammenhang mit der Batterierücknahme des Bestandskunden Johnson Controls sei bereits in der Wurzel angelegt gewesen.

- (2) Korrekturbedürftig zugunsten der Minderheitsaktionäre sei weiterhin die während der Detailplanungsphase im Vergleich zum letzten Ist-Jahr 2006 deutlich angestiegene Personalaufwandsquote ebenso wie die Abschreibungen, weil es nach dem Wegbrechen des ERP-Vertrages keine Planung zur Ausweitung anderer Geschäftsaktivitäten gebe und das zukünftige Altbatteriegeschäft margenschwächer sein solle als das vollkommen gleichartige Altgeschäft mit bereits existierenden 6.964 Containern. Unrealistisch seien zudem auch die Planungen des Materialaufwands für die CCR AG.
- (3) Der Ansatz von Synergien vernachlässige die Auswirkungen aus dem Vfw-Vertrag, nachdem die Synergien aus den Positionen Cross Selling, gebündeltem Einkauf und Abbau von Staatsstellen im Kon-



zernverbund auch ohne einen Unternehmensvertrag realisierbar seien.

- (4) Die Planung setze mit Blick auf die C Clearing GmbH und ausländische Tochtergesellschaften in Großbritannien und Spanien zu niedrige Verlustvorträge an.
  - (5) Für die Annahmen zur Ewigen Rente gebe es keine plausiblen Gründe, wenn das Jahresergebnis der Gesellschaft hinter dem Niveau des Vorjahres 2011 zurückbleiben solle.
  - (6) Die Annahme zur Thesaurierungs- und zur Ausschüttungsquote in Phase I wie auch in der Ewigen Rente vernachlässige den gewählten Ansatz des Unterbleibens jeglicher Ausschüttungen in der Vergangenheit. Auch dürfe die Ertragssteuer auf Kursgewinne nicht angesetzt werden.
- b. Anpassungen müsse man zugunsten der Minderheitsaktionäre auch bei allen drei Elementen des Kapitalisierungszinssatzes vornehmen: Unberechtigt erfolge ein Ansatz ab 1.1.2009 auf Nach-Steuer-Basis.
- (1) Zu hoch angesetzt sei der Basiszinssatz mit 4,5 % vor Steuern, weil die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum Stichtag lediglich bei 3,85 % gelegen habe und die Zinsstrukturkurve untauglich zur Ermittlung des Basiszinssatzes sei.
  - (2) Ebenso bedürfe es einer Reduktion des Risikozuschlages, der angesichts des geringen Risikos der Gesellschaft am Markt deutlich zu hoch angesetzt worden sei. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich hierfür ohnehin als ungeeignet dar. Die angenommene Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5 % müsse auch deshalb reduziert werden, weil das arithmetische Mittel mit



jährlichem Anlagehorizont nicht herangezogen werden dürfe; vielmehr müsse auf das geometrische Mittel abgestellt werden. Zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos müsse der originäre Beta-Faktor der CCR AG angesetzt werden; es dürfe nicht auf eine ohnehin fehlerhaft und willkürlich zusammengesetzte Peer Group ohnehin nicht vergleichbarer Unternehmen zurückgegriffen werden.

- (3) Angesichts der zu erwartenden Inflation, die in Richtung 3 % tendiere, müsse es zu einer Erhöhung des mit 2 % zu niedrig angesetzten Wachstumsabschlags kommen. Die in der Ewigen Rente angesetzten Wachstumsraten in der Abfallentsorgung und -wiederverwertung lägen über der allgemeinen Wachstums- bzw. Inflationsrate.

c. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen und den Sonderwerten fehle der Ansatz nicht betriebsnotwendigen Grundvermögens sowie von nicht betriebsnotwendiger Liquidität, nachdem die vorhandenen liquiden Mittel in Höhe von € 3,8 Mio. im Konzernabschluss zum 31.12.2007 nicht in vollem Umfang als betriebsnotwendig einzustufen seien. Die "finanziellen Vermögenswerte WEEE" seien in Höhe von rund € 6 Mio. gleichfalls beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen anzusetzen, nachdem ihnen noch keine Leistungen der CCR-Gruppe für Kunden gegenüberstünden. Die Beteiligung an der Safe ID Solutions AG müsse mit einem höheren Betrag als € 840.000,-- in die Unternehmenswertermittlung einfließen. Ebenso fehle die Berücksichtigung des Werts der Marke „CCR“.

d. Eine höhere Barabfindung ergebe sich zwingend aus dem Börsenkurs, der zum Stichtag der Hauptversammlung € 7,52 betragen habe. Zumindest müsse aber der im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots gezahlte Betrag von € 7,50 je Aktie auch den ausscheidenden Aktionären zugute kommen.

Eine höhere Barabfindung könne auch über den Liquidations- wie auch den Substanzwert abgeleitet werden.



- e. Der Ausgleich müsse anstelle des Ertragswerts über den Börsenkurs der Gesellschaft ermittelt werden. Jedenfalls aber entspreche der Verrentungszinssatz von 5,53 % nicht dem tatsächlichen Risiko. Da das einzige Risiko im Ausfall des Schuldners des Ausgleichs liege, müsse dann auch der Verrentungszinssatz über den Fremdkapitalzinssatz bestimmt werden. Die Bildung über einen risikoadjustierten Zinssatz als Mittelwert aus Basiszinssatz und Kapitalisierungszinssatz stelle sich als willkürlich dar; der volle Kapitalisierungszinssatz müsse in Ansatz gebracht werden. Auch ergebe sich ein höherer Ausgleich bereits aufgrund des höheren Ertragswerts der Gesellschaft.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge. Hinsichtlich der Antragsteller zu 6), zu 7), zu 18), zu 20) sowie zu 60) ergebe sich dies bereits aus dem fehlenden Nachweis der Aktionärserschaft. In jedem Fall aber seien sowohl die Abfindung als auch der Ausgleich im Beschluss der Hauptversammlung in angemessener Höhe festgesetzt worden.
- a. Die auf dem detaillierten Budget der CCR-Gruppe mit Stand Juni 2007 beruhende Planung bedürfe angesichts ihrer plausiblen Annahmen keiner Korrektur, auch wenn es zwischen hochgerechnetem und realisiertem EBIT in 2007 zu einem dann um € 136.000,- oder 6 % höheren EBIT gekommen sei; diese Abweichung liege im Rahmen üblicher Prognoseunsicherheiten und stelle kein Indiz für zu pessimistische Planungen dar.
- (1) Die Ansätze zu den Umsatzerlösen seien geprägt von erwarteten Umsatzsteigerungen in allen Geschäftsbereichen und Jahren von 9 % bis 17 % - mit Ausnahme des Geschäftsbereichs „Electronics“, bei dem der Umsatzrückgang von 45 % ausschließlich auf der im Juni 2007 erfolgten Kündigung des ERP-Vertrages beruhe. Bei einer Bereinigung um die dem ERP-Vertrag zuzurechnenden Anteile in Höhe von € 14,5 Mio. impliziere die Umsatzplanung für diesen Geschäfts-



bereich im Jahr 2008 eine Wachstumsrate von 14,5 %, weshalb Wachstumspotenziale in anderen Segmenten dieses Bereichs hinreichend berücksichtigt seien. Die Umsatzplanung der CCR AG insgesamt berücksichtige die zum damaligen Zeitpunkt erkennbaren Expansionsmöglichkeiten.

Aus dem Erwerb der Beteiligungen in Ungarn müsse der Umsatz- und Ergebnisbeitrag nicht berücksichtigt werden, weil die damit verbundenen Belastungen der Gesellschaft in Form der Kaufpreisverpflichtungen gegenzurechnen seien und es folglich zu einer Neutralisierung ohne Auswirkung auf den Unternehmenswert komme.

- (2) Bei der Aufwandsplanung müsse es zu keinen Korrekturen kommen; die Gesellschaft erwarte in den Geschäftsbereichen „Electronics“ sowie „Industry & Commerce“ eine rückläufige Materialaufwandsquote. Das Einpendeln der Gesamtmaterialaufwandsquote ab dem Jahr 2009 auf einem Niveau von rund 77,9 % beruhe auf der Markt- und Wettbewerbssituation im Bereich „Automotive“ mit einem am weitesten fortgeschrittenen Reifungsprozess am Markt. Fortschreitende Marktreife führe regelmäßig zu einem Margenrückgang. Der Anstieg der Personalaufwandsquote im Jahr 2008 von 9,3 % auf 10,9 % beruhe auf der Kündigung des ERP-Vertrages zum 1.1.2008. Der Ansatz einer Gehaltssteigerungsrate von 5 % p.a. habe seine Ursache im Erfordernis des Einsatzes qualifizierter Spezialisten im IT-Bereich für die geplante Ausweitung des Geschäftsvolumens. Der Anstieg der Abschreibungen ergebe sich aus der Notwendigkeit von Investitionen in Container für das Batterierücknahmegeschäft, das es in der Vergangenheit nicht gegeben habe, weshalb die Planansätze plausibel seien, zumal die Bereitstellungsgebühren für Subunternehmer nicht mehr anzurechnen seien.
- (3) Über die angesetzten Synergieeffekte aus dem Abschluss eines Geschäftsbesorgungsvertrages zwischen der Vfw GmbH und der C.



Clearing GmbH als Tochtergesellschaft der CCR AG hinaus, aus dem sich eine in der Planung ab 2008 berücksichtigte Handling Fee in Höhe von € 70.000,-- p.a. ergeben werde, gebe es keine zum Bewertungsstichtag hinreichend konkretisierten Verbundeffekte.

- (4) Auf dem Stand zum 31.12.2006 aufbauend seien die steuerlich ansetzbaren Verlustvorträge in der Detailplanungsphase weiterentwickelt und in die Ermittlung der Steuerbelastung zutreffend eingeflossen; die tatsächlichen Verhältnisse zum 31.12.2007 seien zum Bewertungsstichtag noch nicht bekannt gewesen.
- (5) Aufgrund erforderlich gewordener Anpassungen bei Reinvestitionen im IT-Bereich komme es zu einer Erhöhung der Reinvestitionsrate im Terminal Value, weshalb der moderate Rückgang des Jahresergebnisses angemessen sei.
- (6) Die Ausschüttungsquote von 40 % entspreche ebenso wie im nachhaltigen Zeitraum der Alternativanlage und dürfe daher mangels Planannahmen der Gesellschaft auch für die Detailplanungsphase, nicht nur in der Ewigen Rente angesetzt werden; dies entspreche auch dem nachhaltigen Ausschüttungsverhalten der Peer Group-Unternehmen unabhängig von der statistischen Signifikanz des jeweiligen Beta-Faktors. Der Ansatz einer nachhaltigen Thesaurierung zur Finanzierung des Wachstums im Zeitraum der Ewigen Rente stelle sich als sachgerecht dar, weil das nachhaltig zu kapitalisierende Ergebnis unter Berücksichtigung der zum Erhalt der Kapitalstruktur der Gesellschaft im Zeitraum der Ewigen Rente notwendigen jährlichen Thesaurierung ermittelt werde. Die Mittel würden bei einer nachhaltigen Wachstumsthesaurierung zur Finanzierung von Investitionen ins Anlage- und Umlagevermögen genutzt; ebenso sei bezüglich aller anderen Passivposten ein Finanzierungsbeitrag angenommen werden. Ohne den Ansatz der Wachstumsthesaurierung müsse



die Gesellschaft andere Kapitalquellen nutzen mit negativen Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Die persönliche Ertragsteuer der Anteilseigner sei sachgerecht angesetzt worden, nachdem sich im Zeitpunkt der Veräußerung von Aktien der Gesellschaft spätestens nach dem 1.1.2009 käufer- und verkäuferseitig unterschiedliche Werte der Gesellschaft gegenüberstünden, weshalb es mindestens ebenso vertretbar erscheine, Aktienwertzuwächse spätestens ab dem 1.1.2009 im Sinne der Simulation einer Verhandlungslösung zum Zwecke der Ermittlung des Unternehmenswertes zur Hälfte der Abgeltungssteuer zu unterwerfen.

- b. Der Kapitalisierungszinssatz müsse angesichts seiner zutreffenden Ermittlung nicht geändert werden.
- (1) Der Basiszinssatz von 4,5 % vor Steuern beruhe auf einer differenzierten, aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Schätzung, wobei die Verwendung von Zerobondfaktoren zu einem um das Zinsänderungsrisiko bereinigten risikolosen Zinssatz führe.
  - (2) Angemessen erfolgt sei auch der Ansatz des Risikozuschlags, dessen Ermittlung unter Anwendung des (Tax-)CAMP methodisch nicht zu beanstanden sei, was auch für den Ansatz persönlicher Ertragsteuern gelte. Die Marktrisikoprämie bedürfe dabei keiner Korrektur, wobei auch der Ansatz des arithmetischen Mittels mit jährlichem Wiederanlagehorizont angesichts der Annahme einer in die Zukunft gerichteten Rendite durch die damit verbundene Abbildung des Spektrums möglicher zukünftiger Renditen sachgerecht sei. Der unternehmenseigene Beta-Faktor könne nicht herangezogen werden, weil der nach der Abgabe des Übernahmeangebots eingefrorene Aktienkurs durch dieses Angebot geprägt werde. Angesichts dessen müsse eine Peer Group herangezogen werden, die unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Geschäftsbereiche der CCR AG



sachgerecht zusammengesetzt worden sei. Der Beobachtungszeitraum von zwei Jahren von Wochenrenditen entspreche einer in der Praxis gängigen Vorgehensweise.

- (3) Der Wachstumsabschlag müsse nicht erhöht werden, nachdem die Gesellschaft zwar davon ausgehe, im Planungszeitraum ein hohes Wachstum erzielen zu können, das sich aber langfristig normalisieren werde, zumal von der Entwicklung der Mengenvolumina zurückgenommener Geräte bereits aktuell kein nennenswerter Wachstumsimpuls mehr ausgehe. Ungeachtet dessen werde angesichts der vergleichsweise hohen Innovationsdynamik der Gesellschaft ein am oberen Rand der üblicherweise vertretenen Spanne liegender Wachstumsabschlag angenommen. Der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 2 % impliziere sogar eine vollständige Überwältzbarkeit inflationsbedingter Kostensteigerungen an die Kunden und liege doppelt so hoch wie das durchschnittliche Wachstum im Verarbeitenden Gewerbe.
- c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen müsse nicht korrigiert werden. Die Gesellschaft verfüge über keine Immobilien. Angesichts des Erfordernisses, den Liquiditätsabfluss für Aufwendungen vorzufinanzieren und wegen der daraus resultierenden Schwankungen stelle der zum Stichtag vorhandene Bestand an liquiden Mitteln keinen permanent vorhandenen Liquiditätsüberschuss dar. Die angeschafften Container benötige die Gesellschaft zur Abwicklung des operativen Geschäfts. Die finanziellen Vermögenswerte WEEE stünden nicht in der freien Verfügung der CCR-Gruppe. Zudem gebe es in derselben Höhe ebenfalls betriebsnotwendige Verbindlichkeiten, die jeweils durch die Geschäftstätigkeit in der Rücknahme von Altlampen bedingt seien. Der Ansatz des Werts der Safe ID Solutions AG beruhe auf dem im Geschäftsjahr 2006 gezahlten Kaufpreis von € 840.000,--; angesichts der wirtschaftlichen Entwicklung dieses Unternehmens, bei dem der Break even entgegen der Annahmen beim Kauf-



vertragsabschluss nicht schon 2007, sondern erst im Jahr 2008 erreicht werde, könne von einer Erhöhung des Werts der Beteiligung an dieser Gesellschaft nicht ausgegangen werden. Eine gesonderte Ermittlung des Werts der Marke „CCR“ müsse wegen der Berücksichtigung bei der Ertragsplanung nicht erfolgen.

- d. Über den Börsenkurs könne es zu keiner höheren Barabfindung kommen. Der Ansatz einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte schließe Manipulationsmöglichkeiten aus und entspreche der Rechtsprechung und herrschenden Meinung in der Literatur. Vor dem Hintergrund der Ertragssituation der CCR AG und einer fehlenden Liquidationsabsicht scheidet auch der Ansatz des Liquidationswerts von vornherein aus; abgesehen davon liege der Ertragswert angesichts künftig weiterhin wachsender Erträge deutlich über dem Liquidationswert. Als Rekonstruktionswert komme dem Substanzwert wegen des fehlenden direkten Bezugs zu künftigen finanziellen Überschüssen keine eigenständige Bedeutung zu.
- e. Die Ermittlung des Ausgleichs entspreche den Vorgaben der Rechtsprechung mit einem Ansatz der Körperschaftsteuer und dem risikoadjustierten Zinssatz, der auch das Risiko einer Vertragskündigung neben dem Ausfallrisiko des Schuldners durch Insolvenz sachgerecht berücksichtige.
4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 14.4.2009 (Bl. 128 d.A.)  
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestellt. Mit Verfügung des Vorsitzenden Richters vom selben Tag (Bl. 129 d.A.) hat dieser die Veröffentlichung der Bestellung im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt im Wesentlichen die mangelnde Plausibilität der Planungsrechnung angesichts der Erkennbarkeit der positiven Entwicklung der Ergebnisse des Jahres 2007 im Ver-



gleich zu der zugrunde gelegten Planungsrechnung sowie einen zu hoch und damit fehlerhaft angesetzten Risikozuschlag. Ebenso sei die Ermittlung des Börsenkurses fehlerhaft erfolgt. Dem Ausgleich müsse neben dem geänderten Ertragswert der volle Kapitalisierungszinssatz und nicht ein Mittelwert zugrunde gelegt werden.

b. In der mündlichen Verhandlung vom 8.10.2009 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer der

und

mündlich an-

gehört. Ferner hat das Gericht Beweis erhoben gemäß Beweisbeschluss vom 25.2.2010 (Bl. 288/295 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen sowie gemäß Beschlüssen vom 6.11.2014 (Bl. 515/518 d.A.) und vom 12.11.2015 (Bl. 608/609 d.A.) durch Einholung schriftlicher Ergänzungsgutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung der Prüfer und der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 8.10.2009 (Bl. 250/267 d.A.), sowie das schriftliche Gutachten des Sachverständigen vom 8.5.2014 (Bl. 350/483 d.A.) samt dessen schriftlicher Ergänzungsgutachten vom 2.3.2015 (Bl. 527/548 d.A.) und vom 21.12.2015 (Bl. 621 ff. d.A.).

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 8.10.2009 (Bl. 250/267 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet, während der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgelegte Ausgleich auf € 0,50 brutto je Stückaktie zu erhöhen ist.

**I.**

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 Satz 2 SpruchG, weil sie nicht nur dargelegt, sondern – soweit dies nicht von der Antragsgegnerin unstreitig gestellt wurde – auch bewiesen haben, im Zeitpunkt der Antragstellung außenstehende Aktionäre der CCR AG gewesen zu sein. Soweit die Antragsgegnerin die Aktionärserschaft einzelner Antragsteller bestritten hat, haben diese nachgewiesen, dass sie im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionäre der CCR AG waren.
  - a. Die Antragsteller zu 6) und zu 7) haben mit Schriftsatz vom 5.11.2009 (Bl. 268 d.A.) jeweils eine Bescheinigung der  
vom 15.9.2009 vorgelegt, aus der sich mit hinreichender Deutlichkeit ergibt, dass beide Antragsteller ihre Aktien bereits wenigstens drei Monate vor der Bekanntmachung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages Aktionäre der CCR AG waren und dies auch am Tag der Ausstellung der Bescheinigung noch waren. Dann aber bestehen keine Zweifel an ihrer Aktionärserschaft am Tag des Eingangs ihres Antrags beim Landgericht München I.



- b. Der Antragsteller zu 60) hat mit seinem Antrag eine Aufstellung der Wertpapierhistorie in einem Depot bei der \_\_\_\_\_ in Bezug auf die CCR AG vorgelegt, aus der sich ergab, dass er am 18.2.2009 um 15.30 Uhr nach einer Einbuchung von zehn Aktien am 22.3.2007 und weiteren 4.000 Aktien durch Kauf am 4.11.2008 Aktionär der CCR war. Sein Antrag ging per Telefax ebenfalls am 18.2.2009 ab 15.37 Uhr beim Landgericht München I ein. Bei lebensnaher Betrachtung hält es die Kammer für ausgeschlossen, dass ein Antragsteller, der bereits in einer Reihe von Spruchverfahren auch vor der Einleitung dieses Verfahrens Antragsteller war, Aktien erwirbt, um diese nach Erhalt des Nachweises seiner Aktionärsstellung durch die depottführende Bank in einem Zeitraum von sieben Minuten wieder zu verkaufen. Die Antragsgegnerin jedenfalls konnte keine Anhaltspunkte dafür aufzeigen, die auf einen derart raschen Verkauf hindeuten könnten. Demgemäß hat die Kammer keinen Zweifel an der Aktionärsstellung des Antragstellers zu 60) im maßgeblichen Zeitpunkt.
- c. Der Antragsteller zu 18) hat mit Schriftsatz vom 20.6.2016 (Bl. 657 d.A.) eine Bescheinigung der \_\_\_\_\_ vom 16.6.2016 übermittelt, aus der sich ergibt, dass er am 8.1.2009 – mithin am Tag des Eingangs seines Antrags beim Landgericht München – ganztägig Aktien der CCR AG in dem bei dieser Bank geführten Depot hatte.
- d. Ebenso konnte der Antragsteller zu 20) durch die mit Schriftsatz vom 17.6.2016 (Bl. 656 d.A.) erfolgte Vorlage einer Bescheinigung der \_\_\_\_\_ vom 16.6.2016 den Beweis führen, dass er am Tag des Eingangs seines Antrags beim Landgericht München I am 8.1.2009 durchgängig Aktionär der CCR AG war.

An der Richtigkeit der vorgelegten Bankbescheinigungen bestehen keinerlei Zweifel.



2. Alle Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Bestehens eines Unternehmensvertrages auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 19.11.2008 erfolgte, weshalb die Frist am 19.2.2009 endete. Spätestens an diesem Tag gingen die Anträge aller Antragsteller beim Landgericht München I zumindest per Telefax und folglich fristwährend ein, wie sich unmittelbar aus der Gerichtsakte ergibt.
3. Die Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/13; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

## II.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 7,41 je Stückaktie sind angesichts der Angemessenheit dieses Betrages nicht begründet.



Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hat gem. § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils zu erhalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Aufgrund von § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG muss der Vertrag als Abfindung in den Fällen, in denen der andere Vertragsteil – also die CCR AG – eine abhängige oder in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft und das herrschende Unternehmen eine Aktiengesellschaft mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union ist, entweder die Gewährung von Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit beteiligten Gesellschaft oder eine Barabfindung enthalten, wobei vorliegend eine Barabfindung gewählt wurde. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen.

Die (Bar-)Abfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem "wirklichen" oder "wahren" Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur BGH NZG 2016, 461, 465 = ZIP 2016, 666, 670 = WM 2016, 711, 715 = DB 2016, 883, 887 = DStR 2016, 974, 977; OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11).

Unter Beachtung dieser Grundsätze muss die festgesetzte Barabfindung als angemessen angesehen werden, weil der Ertragswert den Börsenkurs nicht übersteigt, bei dessen Ermittlung von einem zutreffenden Referenzzeitraum ausgegangen wurde und auch andere Wertermittlungen zu keiner höheren Barabfindung führen bzw. zu deren Ermittlung von vornherein als nicht geeignet zu bezeichnen sind.



1. Der Ansatz eines Börsenkurses mit € 7,41 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor Bekanntmachung der Absicht an die Kapitalmärkte, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen, was vorliegend mit der Einberufung zur Hauptversammlung erfolgte, kann nicht beanstandet werden.

- a. Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. = JZ 1999, 942, 944 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer/Koch, AktG, 12. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP



2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden. Dieser Auffassung hat sich auch die Kammer in ständiger Rechtsprechung angeschlossen (vgl. nur LG München I ZIP 2013, 1664, 1666; Beschluss vom 31.7.2015, AZ. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 25.4.2016, 5HK O 9122/14).

Angesichts einer Bekanntgabe dieser Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mittels Presseerklärung am 7.11.2007 sowie der anschließenden Einberufung zur Hauptversammlung, die dann am 21.12.2007 stattfand, kann von einem längeren Zeitraum, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde, nicht ansatzweise ausgegangen werden.

- b. Angesichts der zutreffenden Ableitung des Börsenkurses über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe kann keine Rolle spielen, dass der Börsenkurs im Anschluss daran auf einen Wert deutlich über der festgelegten Barabfindung anstieg. Der durchschnittliche Börsenkurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung muss folglich auch unter Berücksichtigung des Amtsermittlungsgrundsatzes aus § 12 FGG a.F. mangels Entscheidungserheblichkeit nicht ermittelt werden.



2. Eine höhere Barabfindung kann nicht auf der Basis des Unternehmenswerts angenommen werden, weil dieser nicht so hoch ist, als dass damit eine über € 7,41 liegende Barabfindung je Aktie erreicht werden könnte.

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

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutref-



fenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

Zwar müssen Planannahmen zur Überzeugung des Gerichts in einigen Punkten korrigiert werden; jedoch kann auch unter Berücksichtigung dieser Anpassungen keine Unangemessenheit der festgelegten Barabfindung abgeleitet werden.

- (1) Anpassungsbedarf besteht aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme in Bezug auf die Annahmen zur Umsatzplanung für das Geschäftsjahr 2008, weil die von der Gesellschaft gewählten Ansätze insoweit nicht durchweg plausibel waren.
  - (a) Dies gilt zunächst für den Geschäftsbereich „Automotive“, bei dem ein Umsatz mit Johnson Controls von € 17,748 Mio. angenommen werden muss, weil der Planansatz von € 7,693 Mio. nicht mehr als plausibel bezeichnet werden kann, woraus sich



dann bei einer EBITDA-Marge von 5,9 % ein Brutto-Ergebniseffekt von ca. € 593.000,-- ergibt.

(aa) Dieses Geschäftsfeld umfasst namentlich Dienstleistungen für Automobilhersteller und Tankstellen sowie die Rückführung von Altblei und seit dem Geschäftsjahr 2005 das Produkt „Gewährleistungs- und Garantieteilemanagement“, wobei neben dem letztgenannten Segment vor allem der Bereich „Batterie-Rücknahmesysteme“ großes Wachstumspotenzial aufweist. Mit der Johnson Controls Batterie GmbH & Co. KG und der Johnson Controls Hybrid and Recycling GmbH hatte die Gesellschaft zwei Verträge über die Abholung und Beförderung von Starter-Altbatterien sowie über die Verpflichtung zur europaweiten Abholung von Bleibatterien samt deren Auslieferung an Zwischenlager und Verwertungsanlagen abgeschlossen, wobei letztgenannter Vertrag als Exklusivvertrag ausgestaltet war. Eine Analyse der geplanten Umsatzentwicklung in den Jahren 2007 bis 2012 im Vergleich zu den Ist-Jahren 2007 bis 2009 macht deutlich, dass in den Jahren 2007 – dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung fast abgeschlossenen ersten Planjahr – und 2008 die Ist-Zahlen die Planzahlen um 27,5 % bzw. 130,7 % übertrafen, während im Geschäftsjahr 2009 die Ist-Zahlen um 16,3 % hinter den Planannahmen zurückblieben, wobei die Ist-Zahlen 2009 schlechter waren als das Umsatzniveau des Jahres 2009 im Verhältnis zur Johnson Controls-Gruppe. Dieser Umsatzanstieg mit Johnson Controls vor allem im Jahr 2008 auf € 17,748 Mio. nach € 7,693 Mio. im Plan ist zu berücksichtigen, weil er zum Stichtag der Hauptversammlung bereits absehbar und folglich in der Wurzel an-



gelegt war, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung des Gerichts ergeben hat.

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; 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; Beschluss vom 24.5.2013; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315).

Bereits die Entwicklung der Umsätze mit Johnson Controls spricht dafür, dass diese positive Entwicklung als in der Wurzel angelegt angesehen werden muss. Schon im Jahr 2007, das zum maßgeblichen Bewertungsstichtag am 21.12.2007 nahezu abgeschlossen war, war ein im Vergleich zur Planung um etwa € 1,9 Mio. oder 27,5 % höheres Ist-Ergebnis zu verzeichnen gewesen. Dies deutet auf eine Steigerung der Umsätze vor allem im Zeitraum nach der Planung hin, die sich dann im Jahr 2008 noch fortge-



setzt hat. Nicht außer Acht gelassen werden kann auch der Umstand, dass bereits rund zwei Monate nach dem Bewertungsstichtag in einer Aufsichtsratssitzung vom 14.02.2008 steigende Umsätze Gegenstand der Berichterstattung waren und im Protokoll dieser Sitzung festgehalten war, dass die steigenden Mengen bei Johnson Controls zu operativen Problemen bei der Abwicklung führen würden. In Kontinuität zu der Entwicklung im Jahr 2007 spricht dies für einen längerfristigen Trend. Ganz wesentlich bestimmt war das mit Johnson Controls abgewickelte Geschäft auch durch den Marktpreis für das in den Batterien enthaltene Blei. Dabei war der von der Antragsgegnerin benannte Anstieg der Rohstoffpreise als Grund für die Ausweitung des Geschäfts mit Johnson Controls kein auf den Beginn des Jahres 2008 begrenztes Phänomen. Der Sachverständige stellte in seinem Gutachten dar, dass während des Jahres 2007 bis Ende September ein deutlicher Aufwärtstrend zu beobachten war, bevor es einen Rückgang bis Ende 2007 gab. Anfang 2008 kam es dann wieder zu einem signifikanten Anstieg der Rohstoffpreise, bis es im Laufe des Frühjahrs 2008 zu einem deutlichen Preisverfall kam. Wenn aber bereits ab April 2008 ein deutlicher Rückgang der Rohstoffpreise zu verzeichnen ist, lässt sich damit diese deutliche Umsatzausweitung nicht zwingend erklären.

Der Berücksichtigung dieser Entwicklung steht nicht entgegen, dass der Umsatzanstieg erst durch das Erfordernis des Abtransports großer Vorräte von Altbatterien im Vereinigten Königreich erreicht worden war und das Geschäftsvolumen mit Johnson Controls nur schwer prognostizierbar ist. Darauf kann zwar die stark volatile Umsatzentwicklung in den Jahren 2006 bis 2009 darauf hin-



deuten; doch konnten die Verantwortlichen der Gesellschaft dem gerichtlich bestellten Sachverständigen auf seine Bitte hin keine aussagekräftigen Nachweise wie beispielsweise entsprechenden E-Mail-Verkehr vorlegen.

Angesichts der mangelnden Plausibilität der Planannahmen müssen damit realistische Zahlen zugrunde gelegt werden. Die Antragsgegnerin konnte dem Sachverständigen keine Erkenntnisse bezüglich des genauen Umfangs der Absehbarkeit trotz seiner entsprechenden Bitten zur Verfügung stellen. In dieser Situation muss dann aber davon ausgegangen werden, dass die erzielten Ist-Umsätze des Jahres 2008 als realistisch der Planung zugrunde gelegt werden können.

Für die Ermittlung des Unternehmenswerts kann indes nicht nur auf die zusätzlichen Umsätze abgestellt werden; damit sind nämlich auch erhöhte Aufwendungen verbunden, die mangels weitergehender Erkenntnisse über die EBITDA-Marge ermittelt wurden.

- (bb) In der weiteren Entwicklung dieses Bereichs kann indes nicht auf die hohen Umsatzerlöse des Jahres 2008 abgestellt werden, weil dies mit der Volatilität des Geschäfts mit Johnson Controls nicht vereinbar wäre. Die Planungsrechnung der Gesellschaft geht auch ab 2009 von einem jährlichen Umsatzwachstum von dann nur mehr 10 % aus, was bereits eine deutliche und kontinuierliche Umsatzsteigerung bedeutet, die dann aber den weiteren Annahmen zugrunde gelegt werden kann.
- (b) Ebenso besteht Anpassungsbedarf bei den Umsatzerlösen im Geschäftsbereich „Electronics“, weil es bereits zum Bewer-



tungsstichtag konkrete Umsatzpotenziale als Ersatz für das zum 31.12.2007 auslaufende ERP-Geschäft gab. Demgemäß muss die Annahme eines Umsatzrückgangs in der Planungsrechnung der Gesellschaft in einem Umfang von 45. % als nicht plausibel angesehen werden.

(aa) Dies zeigt die vom Sachverständigen vorgenommene Auswertung von Unterlagen der Gesellschaft. Bereits vor der Kündigung des ERP-Vertrages verfolgte sie ausweislich des Protokolls der Sitzung des Aufsichtsrats vom 18.4.2007 das strategische Ziel, europaweit ein eigenes WEEE-Rücknahmesystem aufzubauen, in dessen Rahmen ERP durchaus als Kunde behalten werden sollte – allerdings ohne die bisherige Exklusivitätsklausel. Zudem wurde in derselben Sitzung als Ziel besprochen, bis zum 1.1.2008 mit einem eigenen WEEE-Rücknahmesystem in zwölf Ländern am Start zu sein. Auch rund zwei Monate später am 26.6.2007 kündigte die Gesellschaft mittels Ad hoc-Mitteilung an, sie werde aufgrund des gekündigten Vertrages ihre Auslandsexpansion massiv vorantreiben und allen Kunden europaweit WEEE und andere Dienstleistungen anbieten; man sehe die Chance, die eigene Rücknahmelogistik einer Vielzahl von Kunden anzubieten, was bisher aufgrund der Exklusivitätsvereinbarung nicht möglich gewesen sei. Der Halbjahresbericht zum 30.6.2007 verwies ebenfalls auf die ab dem 1.1.2008 bestehende Möglichkeit, europaweit im Geschäftskundenbereich Eigenakquise gegenüber allen Herstellern und Inverkehrbringern von Elektro- und Elektronikaltgeräten anzubieten; auch wurde in diesem Bericht auf das gute Potenzial für neue Umsätze verwiesen, weshalb zur Umsetzung weitere Landesgesellschaften gegründet werden sollten.



Demgemäß plante die Gesellschaft entsprechend den Ausführungen in der Aufsichtsratssitzung vom 30.10.2007, bis Ende 2008 in insgesamt 20 europäischen Ländern präsent zu sein. In einer Sitzung des Aufsichtsrats am Tag der Hauptversammlung stimmte dieser der Gründung von Landesgesellschaften in den Ländern Bulgarien, Island, Lettland, Litauen, Luxemburg, Niederlande, Portugal und Rumänien zu, nachdem in diesen Ländern spezielle Gesellschaften für den Betrieb von Rücknahmesystemen im Bereich der Elektroaltgeräte erforderlich waren. Ebenso genehmigte der Aufsichtsrat in dieser Sitzung die Gründung einer REWEEE-Gesellschaft in Polen im Zusammenhang mit einer geplanten Akquisition bestehender Kundenverträge von einem anderen Systemanbieter im Rahmen eines Asset Deals, wobei das Stammkapital dieser Gesellschaft rund € 1,4 Mio. umfassen sollte.

Damit aber waren zum Bewertungsstichtag genügende Anhaltspunkte für die Annahme vorhanden, eine Kompensation des Verlusts der Umsätze aus dem ERP-Vertrag werde bereits im Laufe des Jahres 2008 erfolgen. Gerade wenn es zu Gesellschaftsgründungen kommt, kann nicht angenommen werden, diese würden erst mit Beginn des Jahres 2009 Umsätze generieren. Der Ergebniseffekt beträgt dabei im Jahr 2008 € 293.000,--, im Jahr 2009 € 241.000,--, im Jahr 2010 € 141.000,-- und im Jahr 2011 € 20.000,--, wie der gerichtlich bestellte Sachverständige in seinem Gutachten überzeugend dargelegt hat.

Ausgangspunkt der Erwägungen war dabei die Annahme aus der Aufsichtsratssitzung vom 14.2.2008 mit einem Umsatzziel von € 8,8 Mio., während in der Planungsrechnung für das Jahr 2008 lediglich ein Wert von € 2 Mio. angesetzt wurde. Der Konzernabschluss des Jahres 2008



ergab, dass im Bereich „Electronics“ Umsatzerlöse in Höhe von € 19,407 Mio. erzielt wurden, was im Vergleich zum Planansatz ein Plus von € 3,939 Mio. oder etwa 25 % ausmacht.

ging unter der Annahme, die für 2008 beabsichtigte Umsatzsteigerung im Bereich „Electronics“ von ca. € 2 Mio. könne vollumfänglich dem WEEE-Bereich zugerechnet und im Bereich „Sonstiges“ seien in 2009 keine Umsatzerlöse aus den im B2B-Bereich angebotenen eigenen WEEE-Systemen enthalten, davon aus, dass dann im Planansatz 2008 lediglich die aus der Umsatzsteigerung von 15 % resultierenden Umsatzerlöse dem WEEE-Bereich zuzurechnen wären, weshalb im Jahr 2008 als unteres Ende der möglichen Bandbreite Umsatzerlöse von rund € 2 Mio. berücksichtigt worden wären. Bei einer Zuordnung der im Jahr 2007 unter „Sonstiges“ geplanten Umsätze ausschließlich zum Bereich „Sonstiges“ und einer Berücksichtigung der geplanten Steigerung der Umsatzerlöse im Bereich „Electronics“ von rund € 2 Mio. ausschließlich als WEEE-Umsätze ergäben sich als oberes Ende der Bandbreite Umsatzerlöse aus dem WEEE-Bereich in Höhe von € 5,6 Mio. Geht man nun von einem Mittelwert der Plan-Umsatzerlöse aus dem WEEE-Bereich für das Jahr 2008 aus und stuft man nachvollziehbar die Prognose aus der zeitnah nach dem Bewertungsstichtag stattgefundenen Aufsichtsratssitzung von € 8,8 Mio. als realistisch ein, sind die Umsatzerlöse für den Bereich „Electronics“ um rund € 5 Mio. zu niedrig angesetzt.

Entscheidend für die Bandbreite möglicher Wertansätze war dabei, ob die Gesellschaft im Jahr 2007 – neben den aus dem B2C-Bereich stammenden Umsätzen aus dem



ERP-Vertrag – auch den B2B-Bereich betreffende WEEE-Umsätze getätigt hat. Dabei konnte die Antragsgegnerin mangels entsprechender Datenerhebung die auf dieses WEEE-B2B-System entfallenden Umsätze nicht beziffern. Allerdings konnte auch nicht ausgeschlossen werden, dass im Bereich „Sonstiges“ keine Umsatzerlöse aus den im B2B-Bereich angebotenen eigenen WEEE-Systemen enthalten sind. Angesichts dessen konnte für Bewertungszwecke von einer Bandbreite der für das Jahr 2008 denkbaren Umsatzanpassungen von Werten zwischen € 3,2 Mio. und € 6,8 Mio. ausgehen. Wenn wie hier beide Szenarien mit gleicher Wahrscheinlichkeit eintreten können, ist es sachgerecht, im Wege der erforderlichen Schätzung den Mittelwert anzusetzen, der dann auch dem Erwartungswert entspricht.

- (bb) Allerdings muss durch die Erhöhung der Umsatzerlöse und die damit einhergehende Kapitalbindung im Working Capital der daraus folgende Zinseffekt berücksichtigt werden, wobei als Bemessungsgrundlage für den Zinseffekt der durchschnittlich gebundene Kapitalmehrbedarf heranzuziehen ist. Dieser resultiert aus der Multiplikation des Mehrergebnisses mit der durchschnittlichen Kapitalbindungsdauer, die bei einer Debitoren- und Kreditorenlaufzeit von rund 84 Tagen bei unterstellter unterjähriger linearer Verteilung der Umsätze rund 23 % eines Jahresumsatzes beträgt.

Bei der Kostenentwicklung fehlen zudem zur Anpassung korrespondierende Planannahmen, weshalb auch hier der vom gerichtlich bestellten Sachverständigen gewählte Ansatz sachgerecht ist, die Ermittlung des Erfolgsbeitrags der angepassten Mehrumsätze über die im Bewertungs-



gutachten wie auch im Prüfungsbericht angenommene EBITDA-Marge zu ermitteln, die im Jahr 2007 bei 5 %, im Jahr 2008 bei 5,9 %, im Jahr 2009 bei 6,8 %, im Jahr 2010 bei 7,1 % und im Jahr 2011 ebenso wie im Terminal Value bei 7,2 % liegen soll. Diesem Ansatz kann nicht entgegengehalten werden, er lasse fehlerhaft Skaleneffekte außer Betracht. Das Auftreten von Skaleneffekten führt nicht zum Absinken der absoluten Fixkosten, sondern nur zu einem Rückgang der durchschnittlich auf eine abgesetzte Mengeneinheit entfallenden Fixkosten, also der Durchschnittskosten je produzierter Einheit. Allerdings setzt dies einen hohen Anteil an Fixkosten voraus, was vor allem bei produktionsorientierten Unternehmen der Fall ist. Bei der CCR AG ist indes aufgrund ihres Geschäftsmodells von einem weiten Überwiegen der variablen Kosten auszugehen, worauf der Sachverständige

in seinem Ergänzungsgutachten vom 2.3.2015 hingewiesen hat. Die als Materialaufwand erfassten bezogenen Leistungen, die etwa 80 % der Kosten ausmachen, sind überwiegend abhängig von der Absatzmenge und folglich variabel. Insgesamt zeigt danach die Kostenstruktur der CCR AG mit einer untergeordneten Bedeutung von Fixkosten, dass Skaleneffekte beitragsmäßig weit weniger ins Gewicht fallen müssen, als in Industrien, die eine sehr breite Fixkostenbasis aufweisen. Selbst wenn die Existenz von Skaleneffekten im Bereich „Electronics“ nicht ausgeschlossen werden kann und aufgrund bestehender Fixkostenbestandteile vom Ausgangspunkt her möglich erscheint, müssen die Auswirkungen potenzieller Skaleneffekte durch die Ausweitung des eigenen WEEE-Systems als eng begrenzt eingestuft werden. Angesichts umfangreicher Abweichungen hinsichtlich der Klassifizierung ein-



zelter Elektronikkomponenten, der IT-Systeme und der Sammlungsintervalle, die jeweils ein landesindividuelles Entsorgungssystem mit einer individuellen Verarbeitung der Sachverhalte erfordern, können potenzielle Skaleneffekte in diesem Bereich nur eng begrenzt auftreten. Zudem wären steigende Absatzmengen im Vergleich zum Geschäftsjahr 2007 Voraussetzung, was nicht bejaht werden kann, nachdem selbst nach der vom Sachverständigen vorgenommenen Anpassung der Umsatzerlöse diese immer noch deutlich unter denen des Jahres 2007 liegen, als diese € 28,012 Mio. betragen sollten.

- (cc) Andere im Vergleich zum ERP-Vertrag bestehende Kostenvorteile wurden vom Sachverständigen angemessen berücksichtigt, weshalb eine Änderung der korrigierten Planzahlen nicht veranlasst ist. Das Ergänzungsgutachten vom 2.3.2015 weist in diesem Zusammenhang auf den geplanten Anstieg der EBITDA-Margen hin, die bereits im Jahr 2008 im Vergleich zum Planjahr 2007 um 0,9 Prozentpunkte oder 18 % von 5 % auf 5,9 % ansteigen soll. Bis zum Ende der Detailplanungsphase und dann im Terminal Value liegt die EBITDA-Marge im Vergleich zum ersten Planjahr nach einem kontinuierlichen Anstieg um 2,2 Prozentpunkte oder etwa 46 % höher. Diese Entwicklung erhellt, dass ab 2008 bestehende Kostenvorteile aus dem Geschäftsbereich „Electronics“ sehr wohl auch in die geänderte Planung eingeflossen sind.
- (2) Weitere Anpassungen auf der Umsatzerlöseite mussten nach den Erkenntnissen von \_\_\_\_\_ weder im Geschäftsbereich Werkstattentsorgung noch beim Management von Gewährleistungsteilen erfolgen.



- (a) Im Bereich der Werkstattentsorgung wurde nachvollziehbar kein Umsatzpotenzial gesehen. Im Jahr 2007 kam es bereits zu Preisrückgängen in diesem Segment. Zudem muss berücksichtigt werden, dass die Gesellschaft ihre Leistungen insoweit in einem Markt mit zunehmendem Reifegrad anbietet, in dem sich dann Standardisierungen ergeben, die zu einer verstärkten Austauschbarkeit der Lösungen einzelner Anbieter führen. Diese Standardisierung hat nachteilige Auswirkungen auf die erzielbaren Preise und damit auch auf die zu erzielbare Rohertrags- bzw. Materialaufwandsquote.
- (b) Beim Gewährleistungs- und Garantieteilmanagement muss von plausiblen Planannahmen ausgegangen werden, nachdem der gerichtlich bestellte Sachverständige im Rahmen seiner Analysen feststellen konnte, dass hier kein Anpassungsbedarf bei den angesetzten Umsatzerlösen besteht.
- (c) Weitere Kompensationsmöglichkeiten des ERP-Vertrages mussten nicht in die Berechnung des Ertragswerts einfließen. Dies gilt namentlich für das Produkt „Wertstoffhandel“, also den An- und Verkauf von Wert- bzw. Rohstoffen beispielsweise über eine Börse oder die Verwertung von Wert- bzw. Rohstoffen im Rahmen der „reversen Logistik“, selbst wenn dieses Thema im Jahr 2007 mit der Antragsgegnerin diskutiert wurde. Eine konkrete Zeitplanung für einen möglichen Markteintritt lag zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags der Hauptversammlung am 21.12.2007 nach den Erkenntnissen des Sachverständigen nicht vor. Nachdem in diesem Bereich eine Geschäftstätigkeit erst im Jahr 2012 aufgenommen wurde – also mehr als vier Jahre nach dem Stichtag – kann nicht davon ausgegangen werden, die Tätigkeit sei bereits zum Stichtag hinreichend konkretisiert in der Wurzel angelegt gewesen. Dafür spricht auch,



dass der gerichtlich bestellte Sachverständige außer einer Pressemeldung vom 22.1.2007 keine Anzeichen dafür finden konnte, es hätte bereits konkrete Konzepte gegeben, wie mit Wertstoffhandel Umsätze generiert werden könnten. Bloße Ideen oder Visionen genügen hierfür jedenfalls nicht.

Dasselbe gilt auch für den Bereich „Behältermanagement“, bei dem es außer einer Initiative im Containerbereich keine konkreten Planungen gab, in welcher Art und Weise damit Umsätze erzielt werden könnten – die Container dienten vor allem der Substitution bisher von dritter Seite angemieteter Behälterkapazität und führen zu einer Reduktion des Materialaufwands und zum Anstieg von Abschreibungen, aber nicht zu zusätzlichen Umsätzen.

- (3) Im Aufwandsbereich muss es zu Anpassungen bei den Abschreibungen sowie den eingesparten Materialaufwendungen kommen, wobei sich im Vergleich zur Planungsrechnung angesichts einer deutlich erhöhten Zahl von angeschafften Containern einerseits die Abschreibungen in den Jahren der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente erhöhen, während sich der Materialaufwand demgegenüber deutlich vermindert.
  - (a) Ein zu Plausibilisierungszwecken vorgenommener Abgleich der Planzahlen namentlich für das Jahr 2008 ergab, dass die Gesellschaft im Jahr für die Anschaffung eigener Container einen Betrag von € 1,241 Mio. investierte, während die Planungsrechnung für 2008 keine Investitionen vorsah. Auch in dem zum Stichtag der Hauptversammlung nahezu abgeschlossenen Geschäftsjahr lag das Ist-Volumen für Investitionen in Container mit € 1,313 Mio. um € 513.000,-- oder 64,1 % über dem Planansatz für dieses Jahr. Die Ausweitung vor allem auch für das



Jahr 2008 war nach den Erkenntnissen von bereits im Jahr 2007 angelegt gewesen, nachdem bereits in der Sitzung des Aufsichtsrats vom 30.10.2007 für 2008 der Erwerb weiterer Container bis zu einem Gesamtbetrag von € 2 Mio. genehmigt worden war; für 2007 betrug das Investitionsvolumen zu diesem Zeitpunkt bereits € 1,35 Mio.

Bei der demgemäß notwendigen Anpassung war von einem durchschnittlichen Anschaffungsaufwand von € 100,-- je Container für das Jahr 2007 auszugehen. Für die Folgejahre war entsprechend den Erkenntnissen der Gesellschaft für die Berechnung des Wiederbeschaffungsvolumens eine Indexierung mit jährlich 2 % anzunehmen. Unter Berücksichtigung von nach drei Jahren wirtschaftlicher Nutzungsdauer notwendig werden der Reinvestitionen erhöhen sich die Abschreibungen im Jahr 2007 um € 128.000,--, im Jahr 2008 um € 567.000,--, im Jahr 2009 um € 749.000,--, im Jahr 2010 um € 446.000,--, im Jahr 2011 um € 602.000,--, im Jahr 2012 um € 1.007 Mio. sowie im Jahr 2013 um € 329.000,--.

- (b) Da die Zahl der Container infolge nunmehr gegebener realistischer Planannahmen ansteigt, muss gleichzeitig der Ansatz der geplanten Materialaufwendungen angepasst werden, wobei die Auswirkungen dergestalt berücksichtigt wurden, dass jeweils von einem durchschnittlichen Anschaffungszeitpunkt zum 30.6. eines Jahres ausgegangen wird. Zur sachgerechten Abbildung der Auswirkungen muss der Effekt auf die Liquidität und damit einhergehend auf das Zinsergebnis der Gesellschaft berücksichtigt werden, wobei mit einem Zinssatz von 3,5 % gerechnet werden muss. Folglich wirken sich die Anpassungen der Zahl der Container unter Berücksichtigung des Zuflusses im Jahr 2007 mit € minus 223.000,--, im Jahr 2008 mit € 96.000,--, im



Jahr 2009 mit € 343.000,-- , im Jahr 2010 mit € 675.000,-- sowie im letzten Jahr der Detailplanungsphase mit € 526.000,-- aus.

- (4) Weitere Anpassungen müssen dagegen bei der Aufwandsplanung in der Detailplanungsphase nicht getroffen werden.
- (a) Dies gilt zunächst für die Personalaufwandsquote, auch wenn diese ab dem Jahr 2008 deutlich ansteigt. Der Sachverständige erläuterte in seinem Gutachten, warum die Entwicklung der Personalkosten als plausibel angesehen werden muss. Dies gilt zunächst für die angenommene Steigerungsrate der Löhne und Gehälter von 5 % p.a., auch wenn diese Steigerungsrate vergleichsweise hoch ist. Die Plausibilität der Annahmen resultiert dabei vor allem aus der Abhängigkeit des Geschäftsmodells der Gesellschaft mit einer IT-Bezogenheit aller Geschäftsbereiche in einem reinen Managementunternehmen von einer effizienten IT-Nutzung und damit einhergehend von einer hohen IT-Kennntnis der Mitarbeiter. Zudem muss die Arbeitsmarktsituation im Großraum München in die Betrachtung einfließen, nachdem es dort nur ein knappes Angebot qualifizierter Arbeitskräfte gibt und folglich die Gehaltshöhe ein wesentliches Argument ist, qualifizierte Mitarbeiter zu gewinnen, weshalb höhere Löhne und Gehälter nachvollziehbar sind. Ebenso zeigt eine Analyse der wesentlichen Gehaltslisten der inländischen Beteiligungsgesellschaften für die Jahre 2005 bis 2007 und damit bis in den Beginn der Detailplanungsphase hinein, dass es bei der CCR AG eine hohe Personalfuktuation gab, was auch durch die kurz vor der Erstellung des Bewertungsgutachtens erfolgte Übernahme durch einen Private Equity-Investor mit einer darauf aufbauenden Verunsicherung und Abschreckung vieler Mitarbeiter nachvollziehbar erklärt werden kann.



Ebenso zeigt die Entwicklung der geplanten Personalaufwendungen auf Basis relativer Werte die Plausibilität der Planansätze. Die ab dem Jahr 2008 einsetzende Steigerung der Personalaufwandsquote beruht auf dem starken Rückgang der Umsatzerlöse infolge des Wegfalls des ERP-Geschäfts zum 1.1.2008. In der Planungsrechnung 2007 konnten diesem Bereich zuzuordnende Umsatzerlöse von € 14,561 Mio. Personalaufwendungen von € 490.000,- und damit eine Personalaufwandsquote von lediglich 3,4 % direkt zugerechnet werden – diese Quote liegt bei rund 1/3 der auf Konzernebene bestehenden Plan-Personalaufwandsquote von 9,3 % in 2007 bzw. 10,9 % in 2008. Angesichts eines hohen Anteils an sprungfixen Kosten im Personalbereich wie vor allem bei der allgemeinen Verwaltung kann dieser nicht mit der Beendigung des ERP-Vertrages abgebaut werden.

Auf Basis der Entwicklung der Mitarbeiterzahlen bestehen gleichfalls keine Bedenken in Bezug auf einen sachgerechten und nachvollziehbaren Ansatz der Personalkosten. Die Zahl der Mitarbeiter soll nach einem Rückgang von 2007 auf 2008 von 81 auf 75 Mitarbeiter ab dem Jahr 2009 wieder ansteigen, wobei zum Ende der Detailplanungsphase von einem Bestand von 84 Mitarbeitern ausgegangen wird. Ab dem Jahr 2009 soll auch die durchschnittliche Gesamtleistung je Mitarbeiter wieder ansteigen, die im Jahr 2010 mit € 796.000,- fast wieder das Niveau des letzten Jahres des Vergangenheitszeitraums von € 804.000,- erreicht und im Jahr 2011 mit € 833.000,- wieder übertreffen soll.

- (b) Über die Anpassungen bezüglich der Anschaffungen von Containern hinausgehend beinhaltet die Planung der Investitionen und Abschreibungen im Ergebnis – mit einer Ausnahme – kei-



nen Ansatz zum Nachteil der Minderheitsaktionäre; die Abschreibungen bzw. die Abschreibungsquote können nicht als unrealistisch hoch bezeichnet werden. Die Investitionsplanung der Gesellschaft außerhalb des Bereichs der Container legte für das Jahr 2007 Investitionen in einem Umfang von € 538.000,-- und ab den Jahren 2008 bis 2011 von jährlich € 700.000,-- zugrunde – im Terminal Value sollen Investitionen von € 974.000,-- getätigt werden.

Zwar wurden die mit einem Plan-Anschaffungswert für die im Jahr 2007 erworbenen Containern bei den Abschreibungen in den Jahren 2008 bis 2010 in einer Gesamthöhe von € 600.000,-- doppelt berücksichtigt, weshalb bei einer Restnutzungsdauer von 2,9 Jahren die Abschreibungen in den Jahren 2008 und 2009 um € 205.000,-- und im Jahr 2010 um € 190.000,--, insgesamt also um € 600.000,--; zu hoch angesetzt. Andererseits aber muss eine ergebnismindernde Anpassung bei den Abschreibungen vorgenommen werden. Es muss nämlich gesehen werden, dass das Bewertungsgutachten keinen Anhaltspunkt dafür enthält, dass eine Restbuchwertgröße in Höhe von € 407.000,-- in der Abschreibungsberechnung zum 31.5.2010 noch nicht abgeschrieben war. Um diesen Wert muss eine Anpassung erfolgen, die auch vorgenommen hat. Angesichts dessen kommt es zu einer Ergebnisauswirkung in Höhe von insgesamt € 193.000,-- bei diesen Anpassungen der Abschreibungen.

Im Übrigen aber ist der Ansatz der Investitionen sachgerecht erfolgt. Zwar kann die Tatsache eines Rückgangs der Investitionsquote angesichts einer steigenden Gesamtleistung auch höhere Investitionen rechtfertigen – doch würde damit lediglich eine plausible Annahme des Vorstands der Gesellschaft durch eine ebenfalls plausible andere Annahme ersetzt werden, was



in einem Spruchverfahren nicht möglich ist, weil sich das Gericht bei plausiblen Annahmen des für die Planung originär zuständigen Vorstands einer Gesellschaft nicht an dessen Stelle setzen darf.

Legt man die Abschreibungsquote auf Basis der korrigierten Abschreibungsbeträge zugrunde, zeigt sich, dass die Quote in Phase I deutlich weniger stark ansteigt als in der ursprünglichen Planung und nur im Jahr 2008 angesichts ihrer absoluten Höhe einen Wert von 2 % erreichen, ansonsten aber sonst stets darunter liegen.

- (c) Die Entwicklung der Materialaufwandsquote in den Bereichen "Automotive", "Electronics" sowie "Industry & Commerce" muss nicht weiter angepasst werden.
  - (aa) Die für den Bereich „Automotive“ angenommene leichte Steigerung der Materialaufwandsquote in der Detailplanungsphase von rund 76 % in den Jahren 2005 und 2006 auf rund 78 % bedarf keiner Korrektur. Zur Begründung ist in Übereinstimmung mit dem Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen davon auszugehen, dass es in diesem Bereich bereits vor dem maßgeblichen Bewertungsstichtag eine Entwicklung hin zu einer zunehmenden Standardisierung gab, bei der die angebotenen Dienstleistungen immer vergleichbarer werden und die Preissetzungsmacht der Anbieter sinkt, während es in gleichem Maße zu einem Ansteigen der Verhandlungsmacht der Abnehmer kommt. Daraus ergeben sich dann aufgrund der sich wandelnden Marktstruktur sinkende Absatzpreise und Margen für die Gesellschaft. Die spezifischen Wettbewerbsvorteile der CCR AG gingen verloren, weil ein zunehmend höherer Konkurrenzkampf entstand, dem sich



die Gesellschaft stellen muss. So musste in der Vergangenheit beispielsweise bereits ein Vertrag mit Mitsubishi hinsichtlich der Preise auf Druck des Kunden nach unten angepasst werden. Auch eine (Neu-)Ausschreibung eines bisherigen Kunden im Bereich der Werkstattentsorgung konnte nur mit Preiszugeständnissen in einer Größenordnung von etwa 40 % gewonnen werden. Angesichts dieser Erkenntnisse von die insbesondere auch durch Aufsichtsratsprotokolle belegt werden, aus denen sich diese Zugeständnisse ergeben, sind die negativen Auswirkungen auf die Rohertrags- bzw. Materialaufwandsquoten nachvollziehbar.

- (bb) Im Geschäftsbereich „Electronics“ entsprechen die geplanten Rohertrags- bzw. Materialaufwandsquoten für den restlichen Bereich ohne ERP-Vertrag ab 2008 den im Wesentlichen bereits für 2007 ermittelten Werten. Im Bereich der restlichen Produkte dieses Geschäftsbereichs wurde im Laufe von Phase I angesichts eines Abfallens der Materialaufwandsquote von rund 82 % auf rund 80 % eine Verbesserung der Ertragssituation erwartet. Insgesamt kann gerade auch angesichts des vom Sachverständigen vorgenommenen Abgleichs mit Werten der Vergangenheit nicht von einer mangelnden Plausibilität ausgegangen werden, zumal in seinem Gutachten darauf verwies, dass für den ERP-Vertrag im Jahr 2007 auch eine niedrigere Rohertragsquote bzw. eine höhere Materialaufwandsquote nicht unplausibel gewesen wären.
- (cc) Für den Geschäftsbereich „Industry & Commerce“ konnten die angesetzten Werte übernommen werden, wie die Beweisaufnahme ergeben hat. Bei der Analyse der Unterla-



gen konnte der gerichtlich bestellte Sachverständige keine Anhaltspunkte dafür finden, die zu einer Inkonsistenz des Rückgangs vom Ist-Wert des Jahres 2006 von 79 % auf 75 % im Verlaufe der Detailplanungsphase führen würde. Gerade die Standardisierungsproblematik erhellt, dass die Verminderung der Materialaufwandsquote nicht als einseitig negativ angesehen werden kann.

- (5) Die Entwicklung des Geschäftsjahres 2007 hätte nicht zu einem höheren Ergebnis führen müssen, auch wenn der Rohertrag in Höhe von € 12,8 Mio. um € 1,4 Mio. nicht unerheblich über dem Planansatz für das Jahr 2007 lag. Es dürfen dann nämlich nicht nur die Veränderungen des Rohertrags betrachtet werden; vielmehr müssen auch die anderen ergebnisrelevanten Positionen einer Anpassung unterzogen werden. Dabei ergab sich, dass die im Jahr 2007 entstandenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen den Planansatz um rund € 1,2 Mio. überstiegen haben. Ausweislich der dem Sachverständigen überlassenen Unterlagen zu diesen Aufwandspositionen ergab sich, dass diese Geschäftsvorfälle bei der Bewertung hätten berücksichtigt werden müssen, nachdem es keinerlei Anhalt dafür gab, dass diese erst im Zeitraum zwischen dem 21.12. und 31.12.2007 – also zehn Kalendertagen mit den Weihnachtsfeiertagen dazwischen – entstanden sein könnten. Dies führt dann aber auch dazu, dass die vom Unternehmen zu erstattenden Ertragssteuern ebenfalls in einem Umfang von € 300.000,- angepasst werden müssen.

Die Planungsrechnung des Jahres 2007 mit ihren Abweichungen führt indes nicht dazu, dass es in den Folgejahren zu Anpassungen kommen müsste. führte überzeugend aus, dass die im Jahr 2007 über dem Planansatz liegende Rohertragsquote nicht fortgeschrieben werden müsse angesichts der Marktentwicklungen und Wettbewerbsverschärfungen und den damit verbundenen negativen



Preis- und Margeneffekten. Die Abweichungen bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2007 beruhen auf Einmaleffekten, mit denen in den Folgejahren so nicht mehr gerechnet werden konnte.

- (6) Im Terminal Value müssen Anpassungen bei der Reinvestitionsquote der auf die Jahre 2012 und 2013 entfallenden Abschreibungen einschließlich des Zinseffektes, bei dem Materialaufwand aufgrund der Substitution durch eigene Container sowie bei der Reinvestitionsrate für das restliche Anlagevermögen vorgenommen werden.
- (a) Zwar kann die nachhaltige Ableitung der Reinvestitionsrate für die Aufrechterhaltung der Infrastruktur aus den durchschnittlichen Investitionen der Jahre 2004 bis 2011 aus methodischer Sicht nicht beanstandet werden, weil anhand der dem Sachverständigen vorgelegten Unterlagen und der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft davon ausgegangen werden kann, dass der Großteil des restlichen Sachanlagevermögens Betriebs- und Geschäftsausstattung umfasst. Auch wurde im Zeitraum des Terminal Value nachvollziehbar unterstellt, dass die von den Mitarbeitern entwickelten Softwaresysteme ersetzt werden müssen. Nach der dadurch erforderlich werdenden Bereinigung der durchschnittlichen Investitionen je Mitarbeiter um die aktivierten Eigenleistungen ergibt sich dann aber das Erfordernis, die Reinvestitionsrate für das restliche Anlagevermögen um € 81 Mio. zu verringern.
- (b) Weiterhin muss die Reinvestitionsrate für die Container in der Ewigen Rente auf eine erhöhte Reinvestitionsrate von € 941.000,- angepasst werden. Dabei ergibt sich die Reinvestitionsrate als Produkt aus erwartetem Barwert der Investitionsauszahlungen im Terminal Value und dem Verrentungszins-



satz, wobei Letzterer mit 7 % angesetzt werden konnte, wovon dann noch der Wachstumsabschlag von 2 % abzuziehen ist. Entsprechend den beiden Tranchen der Container-Investitionen der Jahre 2007 und 2008 wurde für die Wiederbeschaffungskosten die Preissteigerung von 2 % angesetzt und ein durchschnittliches Reinvestitionsintervall von drei Jahren angenommen, so dass sich ein Barwert aller in der Ewigen Rente durchzuführender Investitionen von € 18,813 Mio. ergibt. Multipliziert mit dem für die Kapitalisierung heranzuziehenden Zins ergibt sich daraus eine Reinvestitionsrate für Container von € 941.000,--.

Die Abschreibungen für die in den Jahren 2010 und 2011 beschafften Container müssen allerdings periodisiert werden, weil sie zu Beginn der Ewigen Rente noch nicht vollständig abgeschrieben waren. Dabei wurde zunächst der Barwert der auf diese beiden Jahre entfallenden Abschreibungen mit einem Betrag von € 1,269 Mio. ermittelt. Der Korrekturbedarf resultiert dann aus der Multiplikation mit dem Kapitalisierungszinssatz exklusive Wachstumsausschlag, woraus sich dann ein Korrekturbetrag von € 64.000,-- ergibt. Daneben müssen aber auch der Liquiditätseffekt sowie die Zinseffekte einfließen – die Liquiditätseffekte belaufen sich nach den zutreffenden Berechnungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen auf € 44.000,--, woraus sich dann unter Heranziehung des Kapitalisierungszinssatzes abzüglich Wachstumsabschlag ein Korrekturbetrag von € 2.000,-- ableiten lässt.

- (c) Der Korrekturbedarf beim Materialaufwand infolge der Einsparungen aufgrund von Substitution durch eigene Container auf der Basis der vorgenommenen Anpassungen in Phase I führt zu einer Änderung in der Ewigen Rente in Höhe von insgesamt € 1,19 Mio., weil der Einspareffekt sich auch im Terminal Value



auswirkt. Ausgehend von einer Einsparung von € 60,- je Container im Jahr 2007 und einer Indexierung von 2 % p.a. ergibt sich bei insgesamt 25.297 anzusetzenden Containern und einer Einsparung von € 66,24 je Container in den Jahren der Ewigen Rente ein Einspareffekt von € 1,676 Mio. und folglich ein positiver Ergebniseffekt von € 1,19 Mio.

- (7) Eine weitergehende Berücksichtigung von Synergien musste nicht in die Unternehmensbewertung einfließen. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand-alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObLG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen.

- (a) Der Geschäftsbesorgungsvertrag der CCR AG mit der Vfw GmbH war zum Zeitpunkt der Hauptversammlung bereits in der Wurzel angelegt, weshalb daraus abzuleitende Synergien berücksichtigungsfähig sind, nachdem die Übernahme der Zahlzeiten für das Tätigkeitsfeld „Pfandclearing“ zum 1.1.2008 erfolgte. Dabei konnten die Auswirkungen auch so ermittelt werden, dass eine der Höhe nach angepasste und reduzierte Vergütung für die C Clearing GmbH sachgerecht ist. Die in der Planungsrechnung angesetzte Vergütung war auch marktüblich.



- (b) Darüber hinaus kann nicht von weiteren berücksichtigungsfähigen Synergien ausgegangen werden, weil hinsichtlich der Verbundeffekte aus Cross Selling, gebündeltem Einkauf und dem Abbau von Staatsstellen im Konzernverbund keine konkreten Potenziale festzustellen waren. Abgesehen davon sprechen zudem sehr gute Gründe dafür, diese als echte und damit für die Ermittlung des Ertragswerts irrelevante Synergien einzustufen, bei denen zudem auch nicht von vornherein positiv unterstellt werden kann, sie kämen auf der Ebene der CCR AG zwingend positiv zum Tragen.
- (8) Die Auswirkungen der Beteiligungserwerbe in Ungarn konnten in Übereinstimmung mit den Feststellungen im Bewertungsgutachten der  wie auch dem gerichtlichen Sachverständigengutachten unberücksichtigt bleiben, indem davon ausgegangen wird, dass sich der Wert der Beteiligungen und der noch zu zahlende Kaufpreis entsprechen. Der gerichtlich bestellte Sachverständige konnte keine Erkenntnisse gewinnen, die den Rückschluss zuließen, die Vertreter der CCR AG und der Verkäufer der beiden ungarischen Gesellschaften hätten nicht als voneinander fremde Dritte gehandelt, weshalb ein günstigerer Kaufpreis unterhalb des Ertragswerts der beiden Gesellschaft erzielt worden wäre. Weiterhin muss gesehen werden, dass aufgrund der dem Sachverständigen vermittelten Erkenntnisse durch den Erwerb der beiden Gesellschaften in Ungarn keine Synergien für andere Konzerngesellschaften entstehen werden, weil die unterschiedlichen WEEE-Durchführungsverordnungen in den einzelnen Ländern zu völlig unterschiedlichen und komplett auf das jeweilige Land auszurichtenden Entsorgungssystemen führen.  verwies in seinem Gutachten namentlich auf die Klassifizierung einzelner Elektronikkomponenten, der IT-Systeme sowie der Sammlungsintervalle, die jeweils ein landesindividuelles Entsorgungssystem mit einer individuellen Verarbeitung der Sach-



verhalte erfordern. Angesichts des Vorhandenseins lokaler Genehmigungen und bestehender WEEE-Systeme konnte die CCR AG mit dem Erwerb der beiden Gesellschaften eine Art Kauf des Markteintritts in Ungarn durchführen.

verifizierte die Angemessenheit der Kaufpreise zudem über eine Analyse der Jahresabschlüsse beider Gesellschaften zum 31.12.2006 und 31.12.2007. Dabei zeigt ein Vergleich der Kaufpreise und der Vor-Steuer-Ergebnisse in beiden Fällen extrem hohe Multiplikatoren, was ein weiteres Indiz dafür ist, dass die Kaufpreise jedenfalls nicht unter dem Ertragswert, sondern tendenziell eher höher lagen.

- (9) Die angesetzten Ausschüttungsquoten von 40 % in Phase I müssen korrigiert werden, während dieser Ansatz im Terminal Value als sachgerecht bezeichnet werden muss.
- (a) Zwar wird in der Detailplanungsphase regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. der Thesaurierung an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren habe (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14). Da die Gesellschaft vorliegend keine Annahmen zu einer Ausschüttungsquote in ihre Planung aufgenommen hatte, müssen hierzu gerade auch unter Berücksichtigung rechtlicher Gegebenheiten sachgerechte Prämissen zur Mittelverwendung getroffen werden. Dies führt vorliegend dazu, dass beginnend mit einer Ausschüttungsquote von 10 % im Jahr 2008 und einem Anstieg in den Folgejahren um jeweils weitere 10 Prozentpunkte erst im Jahr 2011 eine Ausschüttungsquote von 40 % angesetzt werden kann. Hier war nämlich zu beachten, dass im



Jahr 2007 aufgrund rechtlicher Restriktionen die Gesellschaft zum Bewertungsstichtag noch gar keine Ausschüttungen an die Aktionäre vornehmen konnte. Der in der Planung vorgesehene Jahresüberschuss von € 1,38 Mio. wird vollständig für den Ausgleich des zum 31.12.2006 entstandenen Bilanzverlusts benötigt, nachdem vorrangig ein derartiger Verlustvortrag auszugleichen ist. Ausschüttungen können folglich frühestens im Jahr 2008 vorgenommen werden. Ab diesem Zeitpunkt zeigen die Plan-Kapitalflussrechnungen für Phase I auf, dass die finanziellen Überschüsse ausreichen, um Investitionen in das Umlauf- wie auch das Anlagevermögen zu finanzieren, dass keine Fremdkapitaltilgungen geplant waren und der Free Cash flow groß genug war, um die Ausschüttungen zu ermöglichen. Allerdings muss es mit dem Sachverständigen als unrealistisch und realitätsfremd angesehen werden, wenn bereits im Jahr 2008 eine 40 %-ige Ausschüttungsquote angesetzt würde, nachdem auch in diesem Jahr zunächst ein verbliebener Bilanzverlust von € 100.000,- auszugleichen war. Demgemäß ist in Übereinstimmung mit den Ansätzen von von dem geschilderten schrittweisen Anstieg um jeweils 10 Prozentpunkte pro Jahr auszugehen, bis eine Ausschüttungsquote von 40 % erreicht ist.

- (b) Im Terminal Value kann die angenommene Ausschüttungsquote von 40 % beibehalten werden. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom



29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13). Für den sachgerechten Ansatz dieser Quote spricht bereits ein Vergleich mit dem durchschnittlichen Ausschüttungsverhalten der Unternehmen der Peer Group, auch wenn dieses stark schwankt. Diese Unternehmen wiesen eine ähnliche Ausschüttungsquote von durchschnittlich 43 % auf, die der bei der CCR AG angesetzten Quote von 40 % sehr nahe liegt. Diese Quote von 40 % liegt zwar unterhalb der langfristigen durchschnittlichen Ausschüttungsquote von im DAX notierten Unternehmen, die indes um ein Vielfaches größer sind als die CCR AG. Aus anderen Spruchverfahren ist der Kammer bekannt, dass die durchschnittliche Ausschüttungsquote als zwischen 40 und 60 % liegend angenommen wird, weshalb der Ansatz von 40 % als sachgerecht angenommen werden kann, wodurch auch die Minderheitsaktionäre nicht benachteiligt werden.

Die Annahme einer vollständigen Thesaurierung im Zeitraum der Ewigen Rente kann nicht als realitätsgerecht bezeichnet werden. Eine damit verbundene Maximierung des Unternehmenswerts ist insbesondere auch von Art. 14 Abs. 1 GG nicht erfordert. Ermittelt werden soll nämlich der wirkliche oder wahre Wert des Anteilseigentums; dabei kann aber eine nicht den wirtschaftlichen Gegebenheiten entsprechende Vorgehensweise gefordert werden, weil die Abfindungsberechtigten keinen Anspruch auf eine möglichst hohe, sondern „nur“ auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Kompensationsleistung haben (vgl. BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 140 f. = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 426 f.).

- (c) Keiner Korrektur bedarf der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung in Höhe von € 101.000,- im Zeitraum der Ewi-



gen Rente, wobei dieser Ansatz nichts mit der Notwendigkeit zu tun hat, dass die Reinvestitionsrate in der Ewigen Rente über dem Ansatz der Abschreibungen des letzten Jahres der Detailplanungsphase liegt. Die Berücksichtigung einer wachstumsbedingten Thesaurierung im nachhaltigen Ergebnis beruht darauf, 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. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlags storniert. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum





	Detailplanungsjahre					Ewige Rente
	2007 TEUR	2008 TEUR	2009 TEUR	2010 TEUR	2011 TEUR	2012 ff. TEUR
<b>Jahresüberschuss gemäß Bewertungsgutachten</b>	<b>1.316</b>	<b>1.456</b>	<b>2.048</b>	<b>2.428</b>	<b>2.653</b>	<b>2.604</b>
<b><u>Gutachterliche Anpassungen</u></b>						
Johnson Controls	0	593	0	0	0	0
ERP-Ersatzgeschäft	0	293	241	141	20	0
Container	-223	96	343	675	526	466
Sonstiges Anlagevermögen	0	205	205	-217	0	81
Zinserträge aus nicht betriebsnotwendigen liquiden Mitteln	-1	-55	-55	-55	-55	-56
<b>Anpassungen gesamt (vor Ertragssteuern)</b>	<b>-224</b>	<b>1.132</b>	<b>734</b>	<b>544</b>	<b>491</b>	<b>491</b>
Gewichtete Konzernsteuerquote	37,29%	20,44%	22,12%	28,14%	29,18%	29,20%
Ertragssteuern auf Anpassungen	84	-231	-162	-153	-143	-143
<b>Anpassungen nach Ertragssteuern</b>	<b>-140</b>	<b>901</b>	<b>572</b>	<b>391</b>	<b>348</b>	<b>348</b>
<hr/>						
<b>Jahresüberschuss nach Anpassungen</b>	<b>1.176</b>	<b>2.357</b>	<b>2.620</b>	<b>2.819</b>	<b>3.001</b>	<b>2.952</b>
Thesaurierung nachhaltig						-101
<b>Ausschüttungsfähige Ergebnisse</b>	<b>1.176</b>	<b>2.357</b>	<b>2.620</b>	<b>2.819</b>	<b>3.001</b>	<b>2.851</b>
Thesaurierungsquote	100%	90%	80%	70%	60%	60%
Thesaurierung	-1.176	-2.121	-2.096	-1.973	-1.800	-1.710
Ausschüttungsquote	0%	10%	20%	30%	40%	40%
<b>Ausschüttung</b>	<b>0</b>	<b>236</b>	<b>524</b>	<b>846</b>	<b>1.200</b>	<b>1.140</b>
Persönliche Steuer auf Ausschüttungen bis 31.12.08		-41				
Abgeltungsteuer auf Ausschüttungen ab 01.01.09			-138	-223	-317	-301
Wertbeitrag aus Thesaurierung	1.176	2.121	2.096	1.973	1.800	1.710
Abgeltungsteuer Kursgewinne ab 01.01.09			0	0	0	0
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>1.176</b>	<b>2.316</b>	<b>2.481</b>	<b>2.596</b>	<b>2.684</b>	<b>2.550</b>

- b. Der Wert der Ausschüttungen muss nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Tag der Hauptversammlung abgezinst werden. Mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes, der vorliegend im Risikozuschlag einer Korrektur nach unten bedarf, soll eine Beziehung



zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlage-möglichkeiten hergestellt werden.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei muss indes gesehen werden, dass vorliegend bezüglich des Ansatzes der persönlichen Ertragsteuern unterschiedliche steuerliche Grundsätze für die Jahre 2007 und 2008 einerseits sowie für die Zeit ab dem 1.1.2009 anzusetzen waren. Der sich aus dem Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 ergebende Wechsel vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer war zum Stichtag in der Wurzel angelegt und musste folglich berücksichtigt werden. Das Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 datiert nach der Zustimmung des Deutschen Bundestages und des Bundesrats vom 14.8.2007, mithin von einem Datum vor der Hauptversammlung. Dann aber müssen seine Vorgaben in die Berechnung des Unternehmenswerts einfließen für die Zeiträume, in denen bereits die neue Konzeption der Abgeltungssteuer eingreift. Folglich ist bis einschließlich des Geschäftsjahres 2008 von einem durchschnittlichen typisierten Steuersatz von 35 % bzw. von 17,5 % und ab dem Jahr 2009 von 25 % auszugehen, wobei jeweils der Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % zuzurechnen ist.

- (1) Der Basiszinssatz war unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 4,5 % vor 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 wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; LG München I AG 2016, 95, 98; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden:



Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

- (b) Der gerichtlich bestellte Sachverständige ermittelte zum Bewertungsstichtag einen Basiszinssatz von 4,68 % vor Steuern, der dennoch abgerundet wurde, so dass hieraus keinesfalls eine Unangemessenheit des Ausgleichs abgeleitet werden kann. Für die Jahre 2007 und 2008 wurde unter Berücksichtigung des Steuersatzes von 35 % zuzüglich des Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 % ein Basiszinssatz von 2,92 % nach Steuern angesetzt; ab 2009 war unter Berücksichtigung des Abgeltungsverfahrens mit einem sich aus §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 D Abs. 1 Satz 1 EStG ergebenden Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu rechnen; also mit einem Basiszinssatz von 3,31 % nach Steuern.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der gleichfalls nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen und für die CCR AG in den Jahren der Detailplanungsphase wie auch der Ewigen Rente auf 3,7 % nach persönlichen Steuern festzusetzen ist.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger



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

- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.
  - (aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM 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 nachvoll-



ziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagemöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331; 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, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

- (bb) Die Kammer vermag der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die



Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; LG München I AG 2016, 95, 99; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen



nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

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

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



- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).
- (b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.
- (aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Dabei ist vorliegend in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen des gerichtlich bestellten Sachverständigen für die CCR AG von einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern auszugehen, wobei dies für beide steuerlichen Regime gilt.

Der gerichtlich bestellte Sachverständige ging zunächst unter Auswertung einer Reihe von Studien davon aus, dass – unter Eliminierung von zwei Ausreißern – die Studien bei Betrachtungszeiträumen von mehr als 30 Jahren Marktrisikoprämien zwischen 5,46 % und 10,43 % vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels nannten, während die Schwankungsbreite beim geometrischen Mittel zwischen 2,66 % und bis 6,65 % vor Steuern lag. Demgemäß erachtete er die Empfehlungen des FAUB des IDW für eine Vor-Steuer-Marktrisikoprämie von 4 bis 5 %



für nicht unangemessen. Da indes – wie ausgeführt – die persönlichen Ertragssteuern zu berücksichtigen sind, muss die Marktrisikoprämie ebenfalls diesen Ansatz berücksichtigen, wobei dies für beide steuerliche Regime zu erfolgen hat.

Für die Zeit des Halbeinkünfteverfahrens wurde dabei für den CDAX beim arithmetischen Mittel ein Nach-Steuerwert von 6,66 % sowie beim geometrischen Mittel von 3,83 % ermittelt. Somit entspricht der Ansatz von 5 % einem ungefähren Mittelwert als Marktrisikoprämie. Gerade in dem hier relevanten Zeitpunkt, zu dem das neue Steuersystem bereits bekannt war, war von einem weiteren Absinken der Renditeerwartungen auszugehen. Dieser Ansatz führt dazu, dass in den Jahren 2007 und 2008 im Rahmen des (Tax-) CAPM die gewählte Marktrisikoprämie nicht korrigiert werden muss. Dies gilt in gleicher Weise auch für die Jahre ab 2009, in denen die Abgeltungssteuer mit der Kursgewinnbesteuerung geltendes Recht ist. Da nach dem hier aus rechtlichen Gründen zugrunde zu legenden Ansatz von der Unzulässigkeit einer Veräußerungsgewinnbesteuerung ausgegangen werden muss, ist es aus Sicht der Kammer konsequent und zutreffend, wenn dann auch die Effekte bei der Nach-Steuer-Marktrisikoprämie gleichfalls nicht herangezogen werden. Das Verhältnis zwischen Basiszinssatz und Marktrisikoprämie entspricht im Grundsatz den Werten, wie sie für Bewertungsstichtage zum damaligen Zeitpunkt in der Rechtsprechung anerkannt wurden.

Über den Ansatz einer impliziten Marktrisikoprämie kann kein niedriger Wert abgeleitet werden. Dieser Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratinga-



genturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nämlich nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Wertungen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz als Basis zur Ermittlung der Marktrisikoprämie spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlages



entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; auch Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 72 f.).

- (bb) Der Beta-Faktor musste im Rahmen des (Tax-) CAPM mittels einer Peer Group ermittelt werden. Der unternehmensindividuelle Beta-Faktor der CCR AG ist vorliegend nicht geeignet, das individuelle Risiko der Gesellschaft abzubilden. Für einen Zeitraum von nahezu einem Jahr vor dem Bewertungsstichtag – ab dem Zeitraum des Übernahmeangebots – betrug der Beta-Faktor der Gesellschaft 0,01. Dies bedeutet, dass die Gesellschaft praktisch keinerlei operativen Risiken ausgesetzt sein soll und damit eine quasi-risikolose Anlage bedeutet. Dies steht nicht in Einklang mit ökonomischen Gegebenheiten, wie insbesondere ein Vergleich mit dem originären Beta-Faktor vor dem Übernahmeangebot zeigt, als für den Zeitraum vom 2.1.2006 bis zum 9.1.2007 der originäre Beta-Faktor bei 1,38 bei einem durchaus als signifikant zu bezeichnenden Bestimmtheitsmaß  $R^2$  von 0,18 lag. Auch im Zusammenhang mit einer Fairness Opinion, die unter dem 14.2.2007 angefertigt wurde, ergab sich ein Beta-Faktor bei einem zweijährigen Beobachtungszeitraum bei wöchentlicher Renditemessung gegen den CDAX als größtem nationalen Index von 0,94. Weiterhin ergab der im Zusammen-



hang mit dem Konzernabschluss zum Stichtag 31.12.2007 durchgeführte Impairment Test einen Beta-Faktor von 0,91. Auch wenn berücksichtigt wird, dass weder eine Fairness Opinion noch die Ergebnisse eines Impairment Tests mit den Vorgaben einer Ertragswertermittlung gleichgesetzt werden können, zeigen doch diese Ergebnisse, dass der Wert von 0,01 das operative Risiko der CCR AG nicht widerspiegeln kann.

Gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors spricht das Bestimmtheitsmaß  $R^2$  als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und einem Referenzindex, was im Zeitraum zwischen dem 10.1.2007 und dem Tag der Hauptversammlung bei lediglich 0,0003 lag. Demgemäß wird nur ein äußerst geringer Teil des Risikos dieser Aktie durch Marktfaktoren bestimmt. Dieser Wert besagt nämlich, dass maximal 0,03 % der Variabilität der Rendite des gegenüber dem gewählten Referenzindex Dow Jones STOXX Europe 600 die Variabilität der Rendite der CCR-Aktie erklären können. Selbst wenn zum Teil Bedenken geäußert werden, alleine wegen des Bestimmtheitsmaßes das originäre Beta im Einzelfall nicht heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532 f.), zeigt neben der bereits dargestellten Entwicklung des unternehmenseigenen Beta-Faktors aber eine weitere Überlegung, warum dieser vorliegend nicht herangezogen werden kann. Ab der Bekanntgabe des Übernahmeangebots bewegte sich der Börsenkurs der Gesellschaft stets in einem engen Korridor um den Angebotspreis von € 7,50, ohne dabei auf Ereignisse zu reagieren, die üblicherweise erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.



Der gerichtlich bestellte Sachverständige verwies in diesem Zusammenhang darauf, dass die Nachricht von der Kündigung des ERP-Vertrages zu keinen nennenswerten Kursschwankungen führte, obwohl dieser Vertrag in der Vergangenheit ganz wesentlich die Umsatz- und Ertrags-situation der CCR AG bestimmte.

Demgemäß musste auf eine Peer-Group zurückgegriffen werden, deren Zusammensetzung – ungeachtet der hier auftretenden Besonderheiten – nicht beanstandet werden kann, zumal die dann vorzugswürdige Alternative des Abstellens auf den unlevered Beta-Faktor des gesamten Marktes (vgl. Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 46 f.) für die Minderheitsaktionäre ungünstiger wäre. Die Zusammensetzung der Peer Group musste die unterschiedlichen Geschäftsfelder berücksichtigen, in denen die Gesellschaft tätig ist. Der gerichtlich bestellte Sachverständige wies in seinem Gutachten darauf hin, dass auch die Risikominderung der CCR AG durch die Tätigkeit in drei unterschiedlichen Geschäftsfeldern durch die Zusammensetzung der Peer Group hinreichend berücksichtigt ist. Auch die Unternehmen, die in diese aufgenommen würden, weisen nämlich teilweise unterschiedliche Geschäftsmodelle sowie regionale Tätigkeitsschwerpunkte auf.

Angesichts dessen muss der über eine Peer Group ermittelte Beta-Faktor von 0,74 nicht korrigiert werden, weshalb sich über das (Tax-) CAPM ein Risikozuschlag von 3,7 % nach Steuern ergibt.

- (c) Dieser Risikozuschlag steht auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden



Risiken, die zweifelsohne vorhanden sind, insgesamt aber doch unter dem Marktdurchschnitt liegen.

Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die Gesellschaft in einem sich entwickelnden Markt auftritt, in dem sie früh mit einem innovativen Geschäftsmodell positioniert war. Aufgrund der technischen Lösungskompetenz erhielt sie demgemäß in der Vergangenheit Aufträge, aufgrund derer sie dann auch Umsätze generieren konnte, wobei angesichts der begrenzten Zahl von Wettbewerbern Preisargumente in den Hintergrund traten. Allerdings führt das Hinzutreten weiterer Wettbewerber bei zunehmender Standardisierung der Angebote zu rückläufigen Marktgegebenheiten mit steigendem Preisdruck und damit auch zu im Vergleich zur Vergangenheit erhöhten Risiken. Im Vergleich zu reifen Märkten, in denen Unternehmen gewachsene Strukturen auf Kunden- und Lieferantenseite sowie stabile regulatorische Rahmenbedingungen vorfinden, zeigt das Geschäftsmodell der Gesellschaft hier deutlich höhere Schwankungsbreiten und damit auch höhere Risiken. Gerade die Abhängigkeit von Regulierungsaktivitäten der Gesetzgeber in den Staaten, in denen die Gesellschaft auch mit ihren Tochterunternehmen aktiv ist, steigert das Risiko. Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen wirken sich als Risikofaktor aus, wie auch die Vergangenheit der Gesellschaft erhellt – die WEEE-Richtlinie 2002/96/EG zur Regulierung von Elektro- und Electronic-Altgeräten ließ den Geschäftsbereich „Electronics“ bei der Gesellschaft überhaupt erst entstehen mit der Folge eines sprunghaften Wachstums ab 2004. Andererseits zeigt aber gerade der Wegfall des Kunden ERP die vergleichsweise hohe Volatilität des geschäftlichen Rahmens, in dem sich die CCR AG bewegt, auch wenn die Kündigung des ERP-Vertrages nicht auf veränderte gesetzliche Rahmenbedingungen zurückzuführen gewesen sein wird.



Ein nicht unerheblicher Risikofaktor ist in der Abhängigkeit der Gesellschaft von einigen wenigen Großkunden zu sehen, wie die Beendigung des Vertrages mit ERP zeigt, der zu einem Verlust von rund 24 % des gesamten Umsatzvolumens führt. Auch wenn dies zum Teil kompensiert werden kann, bedeutet die Abhängigkeit von Großkunden einen nicht zu unterschätzenden Risikofaktor. Auch Johnson Controls sowie das Lampenherstellerkonsortium OLAV haben im Jahr 2007 erhebliche Anteile am Umsatzvolumen – zusammen etwa die Hälfte der geplanten Umsätze. Die Kündigung des Vertrages durch ERP zeigt zudem, dass die Gesellschaft nicht über wesentliche technische oder sonstige Mechanismen verfügt, die zu einem faktischen Zwang der Kunden führen, bei der CCR AG zu verbleiben.

Die Gesellschaft, die im Jahr 2007 mit 84 Mitarbeitern einen Umsatz von rund € 61,4 Mio. erwirtschaftete, muss als mittelständisches Unternehmen angesehen werden; aus der geringeren Unternehmensgröße resultieren zweifelsohne auch deutliche Chancen, weil ein solches Unternehmen flexibler und kundennäher agieren kann. Andererseits dürfen diese Chancen nicht überbewertet werden, weil sich aus der Abhängigkeit von einzelnen Schlüsselpersonen im Unternehmen, wie insbesondere der des Vorstandsvorsitzenden, unterschiedliche negative Folgen für die Gesellschaft ergeben können. Aus dem rasanten Wachstum in den beiden letzten Jahren der Vergangenheitsanalyse resultieren für die Zukunft Risiken aus internen Prozessen, weil interne und administrative Prozesse nach den nachvollziehbaren Überlegungen des Sachverständigen regelmäßig mit der marktseitigen Entwicklung eines Unternehmens nicht Schritt halten können.

Gerade diese Umstände – Abhängigkeit von Schlüsselpersonen, Regulierungsabhängigkeit, Abhängigkeit von einzelnen



Großkunden sowie die Tätigkeit in einem unreifen Markt – zeigen, dass der Risikozuschlag von 3,7 % nach Steuern jedenfalls nicht zu hoch angesetzt ist.

(d) Andere Methoden sind nicht geeignet, bessere Erkenntnisse zur Abbildung des unternehmensindividuellen Risikos zu generieren. Aus ihnen lässt sich insbesondere auch kein niedrigerer Risikozuschlag ableiten.

(aa) Dies gilt zunächst für einen Vergleich des Risikozuschlags mit der Verzinsung von Fremdkapitalinstrumenten, weil diese beiden Aspekte nicht miteinander vergleichbar sind, wie in seinem Gutachten begründet hat. Dies zeigt sich bereits daran, dass Fremdkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig sind, während dies für die geforderte Rendite der Eigenkapitalgeber, wie sie sich im Kapitalisierungszinssatz ausdrückt, gerade nicht der Fall ist. Demgemäß muss es zu einer Bereinigung einer der beiden Größen um den Steuereffekt kommen. Dabei muss indes beachtet werden, dass sich die CCR-Gruppe – abgesehen von kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten und sonstigen Gläubigern – ausschließlich durch Eigenkapital finanziert, weshalb ein direkter Vergleich mit einem Fremdkapitalinstrument der CCR AG als Bewertungsobjekt ausscheidet. Andererseits nahm einen Vergleich mit einem Programm-Mezzanine vor, das Merkmale sowohl von Eigenkapital als auch von Fremdkapital aufweist. Der daraus abgeleitete Risikozuschlag unter Berücksichtigung auch des Verschuldungsgrades, der mangels verfügbarer Daten zu den Mezzanine-Studien aus der Peer Group abgeleitet wurde, macht deutlich,



dass der angesetzte Wert von 3,7 % nach Steuern nicht korrigiert werden muss.

- (bb) Da bereits der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern auf einem Mittelwert zwischen arithmetischem und geometrischen Mittel beruht, vermag die Kammer dem Ansatz des in einem anderen Spruchverfahren vor dem Landgericht Hannover bestellten Sachverständigen, – nicht zu folgen. Ebenso wenig machen die Ausführungen in dem Verfahren vor dem Landgericht Berlin eine Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes notwendig. Der dort tätig gewordene Sachverständige, hat in Anhörungen vor dem erkennenden Gericht betont, an den Erkenntnissen aus dem Verfahren mit einem Bewertungsstichtag im Jahre 2002 nicht festzuhalten; der damalige Ansatz, die beiden Abschlüsse aus der Stehle-Studie – Problematik „arithmetisches/geometrisches Mittel“ und „künftig höhere Diversifikation“ – kumulativ angesetzt zu haben, woran er in danach erstellten Bewertungsgutachten nie mehr festgehalten habe.
- (3) Der mit 2 % angesetzte Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente muss nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme nicht erhöht werden.
- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich



zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlags ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. 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.

Dabei muss vorliegend berücksichtigt werden, dass die Absatzmärkte der CCR AG entsprechend der vom gerichtlich bestellten Sachverständigen in seinem Gutachten bestätigten Annahme der Bewertungsgutachter der bereits im Zeitpunkt der Erstellung ihres Gutachtens erste Reifeerscheinungen aufwiesen. In einem solchen Markt mit einer Phase rapiden Wachstums und zum Teil noch heterogenen und folglich schwer vergleichbaren Leistungsangeboten folgt eine Phase



der Konsolidierung und Standardisierung. Angesichts der vergleichbarer werdenden Leistungen sinkt demgemäß die Preissetzungsmacht der Anbieter, also auch der CCR AG, während die Verhandlungsmacht der Kunden steigen wird. Gerade sehr große Kunden, die den überwiegenden Teil der Kunden der Gesellschaft ausmachen, verfügen aufgrund der großen Abnahmemengen, aber auch mit Blick auf professionelle Einkaufsabteilungen über eine beträchtliche Verhandlungsmacht. Demgemäß konnte beispielsweise ein Großauftrag für

nur mit erheblichen Preiszugeständnissen gehalten werden. Dieses Beispiel erhellt, dass sich die bei der Gesellschaft zu beobachtende Situation mit typischen Marktmechanismen deckt. Beim Materialaufwand ist zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft gegenüber den lokalen Dienstleistern, den CCR-Centern, eine mindestens ausgeglichene Verhandlungsposition hatte und der Preisdruck von Seiten der Abnehmer zumindest teilweise auf die Dienstleister überwälzt werden kann. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kann nach den Erkenntnissen von                      davon ausgegangen werden, dass sich diese mit der gesamtwirtschaftlichen Inflationsrate entwickeln werden.

Gerade auch mit Blick auf die ansonsten angenommenen Wachstumsabschläge liegt ein Ansatz von 2 % ohnehin am oberen Rand der vielfach zu beobachtenden Bandbreiten aus anderen Verfahren.

- (b) Der Wachstumsabschlag kann auch nicht mit der Begründung als zu niedrig angesetzt werden, er liege unterhalb einer realistischer Weise zu erwartenden Inflationsrate. Zum einen ist dem bereits entgegenzuhalten, dass der Wert von 2 % der langfristig angestrebten Inflationsrate der Europäischen Zentralbank entspricht. Zum anderen aber ist ganz wesentlich zu berücksichti-



gen, dass der Wachstumsabschlag nur die Ergebnisentwicklung im Sinne eines mengengetriebenen Ergebniswachstums umfasst. Daneben müssen aber auch die Folgen der Thesaurierung in die Bewertung künftigen Wachstums einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 55 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 56). Auf dieser Basis muss bei der CCR AG von einer Gesamtwachstumsrate von 5,72 % ausgegangen werden, wie der Sachverständige rechnerisch abgeleitet hat.

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 Bork. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Über-



legungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch anhand einer Studie von Creutzmann 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.

- (4) Eine Reduktion des Kapitalisierungszinssatzes in seinen Elementen des Basiszinssatz und des Risikozuschlages um Depotgebühren oder Bankspesen, die den Minderheitsaktionären bei der Wiederanlage entstehen, ist nicht veranlasst. Dabei handelt es sich nämlich nicht um Verhältnisse der Gesellschaft, die sie für die Bemessung der Abfindung nach § 305 Abs. 3 AktG maßgeblich sind.

Demgemäß errechnet sich für die CCR AG ein Ertragswert in Höhe von € 48,59 Mio. wie folgt:

	Detailplanungsjahre					Ewige Rente
	2007 TEUR	2008 TEUR	2009 TEUR	2010 TEUR	2011 TEUR	2012 ff. TEUR
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>1.176</b>	<b>2.316</b>	<b>2.481</b>	<b>2.596</b>	<b>2.684</b>	<b>2.550</b>
Basiszins vor persönlichen Steuern	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Typisierte pers. Steuern / Abgeltungsteuer inkl. SolZ	1,58%	1,58%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%
<b>Basiszins nach persönlichen Steuern</b>	<b>2,92%</b>	<b>2,92%</b>	<b>3,31%</b>	<b>3,31%</b>	<b>3,31%</b>	<b>3,31%</b>
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Betafaktor	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
<b>Risikozuschlag nach persönlichen Steuern</b>	<b>3,70%</b>	<b>3,70%</b>	<b>3,70%</b>	<b>3,70%</b>	<b>3,70%</b>	<b>3,70%</b>
Wachstumsabschlag	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-2,00%
<b>Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Steuern</b>	<b>6,62%</b>	<b>6,62%</b>	<b>7,01%</b>	<b>7,01%</b>	<b>7,01%</b>	<b>5,01%</b>
Diskontierungsfaktor	0,9379	0,8796	0,8220	0,7681	0,7178	14,3195



---

<b>Barwert der zu kapitalisierenden Ergebnisse</b>	<b>1.103</b>	<b>2.037</b>	<b>2.040</b>	<b>1.994</b>	<b>1.927</b>	<b>36.513</b>
<b>Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zum 31.12.2006</b>		<b>45.613</b>				
Aufzinsungsfaktor		1,0653				
<b>Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zum 21.12.2007</b>		<b>48.590</b>				

c. Zu diesem Ertragswert hinzugerechnet werden muss der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sowie von Sonderwerten in Höhe von insgesamt € 2,237 Mio..

- (1) Dabei bedarf der Sonderwert für die nicht betriebsnotwendige Beteiligung an der ID-Solutions AG in Höhe von € 840.000,- keiner Korrektur. Zutreffend erfolgte die Einstufung als nicht betriebsnotwendige, reine Finanzbeteiligung, weil zum Bewertungsstichtag keine Aktivitäten (mehr) geplant waren, die zu einer Einstufung als betriebsnotwendig führen könnten, nachdem alle Entwicklungsaktivitäten mit der Safe ID Solutions AG zum 30.10.2007 gestoppt waren. Beim Wertansatz in Höhe des Kaufpreises steht einem höheren Betrag als € 840.000,- für den 5 %-igen Anteil entgegen, dass die zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beteiligungsvertrages am 24.07.2006 prognostizierten Ergebnisse für die Geschäftsjahre 2006 und 2007 im Ist deutlich verfehlt wurden – anstelle eines kumuliert geplanten Ergebnisses von rund € Minus 1,2 Mio. erzielte diese Gesellschaft in diesen beiden Jahren einen kumulierten Jahresfehlbetrag von rund € 13,5 Mio. Ebenso weicht die Prognose im Lagebericht 2007 der Safe ID Solutions AG für das Geschäftsjahr 2008 nochmals deutlich negativ von den früheren Prognosen ab; anstelle eines Jahresüberschusses von € 1,9 Mio. gab es eine Abweichung von € – 3,9 Mio., also ebenfalls eine verschlechterte Planung im Vergleich zu der Planung,



die Basis des Beteiligungsergebnisses war. Auch für das Jahr 2009 erwartete der Lagebericht 2007 eine negative Ergebnisentwicklung von € 1,2 Mio..

Da zudem im Konzernabschluss der CCR AG zum 31.12.2008 eine Abschreibung der Beteiligung an dieser Gesellschaft vorgenommen wurde, ist kein Grund zu erkennen, warum die Beteiligung mit einem Wert von € 840.000,-- nicht angemessen bewertet sein sollte.

- (2) Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen müssen € 1,558 Mio. liquide Mittel angesetzt werden, weil diese nicht mehr als Liquiditätspuffer benötigt werden. Dabei konnte der Sachverständige bei einer Analyse angesichts des Bewertungsstichtages 21.12.2007 den Ansatz liquider Mittel im Konzernabschluss zum 31.12.2007 zugrunde legen, nachdem zwischen dem Tag der Hauptversammlung und dem 31.12.2007 nur mehr vier Arbeitstage lagen. Dabei zog neben einer Analyse der Jahre 2006 und 2007, die insoweit im Wesentlichen schon als Vergangenheitszeitraum bezeichnet werden können, auch die Plan-Bilanzen und Plan-Cash-Flow-Rechnungen für die Jahre der Detailplanungsphase heran, wobei diese nach seinen Erkenntnissen sachgerecht abgeleitet wurden. Aus den Planbilanzen 2008 bis 2011 konnte für die Jahre 2008 bis 2011 Planwerte zum Ende des jeweiligen Geschäftsjahres von € 4,049 Mio., € 4,491 Mio., € 3,882 Mio. und € 4,248 Mio. entnehmen, die dann allerdings noch mit den von ihm vorgenommenen Plananpassungen bei „Johnson Controls“, dem ERP-Ersatzgeschäft sowie den Container-Investitionen abgeglichen werden mussten, weshalb er am Ende der einzelnen Jahre der Detailplanungsphase ab 2008 einen Bestand von liquiden Mitteln in Höhe von € 3,375 Mio., € 4,566 Mio., € 3,86 Mio. und € 3,511 Mio. zugrunde legte. Aus der Vergangenheit leitete der Sachverständige einen Tiefststand an liquiden Mitteln von € 2,278 Mio. im Januar 2007 und einen Höchststand von € 5,124 Mio. im April 2007 ab. Da der Sachverständige über keine In-



formationen aus der Gesellschaft über die Schwankungen innerhalb eines Monats verfügte, ermittelte er stattdessen aus der Summe der geplanten Personalkosten und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen von € 8,641 Mio. im Jahr 2008 einen Durchschnittswert von € 720.000,-- pro Monat, den er vom Tiefststand abzog, um so einen nicht betriebsnotwendigen Bestand an liquiden Mitteln von € 1,558 Mio. in Kombination der Vergangenheitsanalyse mit den Plan-Bilanzen und der Plan-Cash-Flow-Rechnung zu gelangen.

Angesichts dessen mussten aber auch die Zinserträge ab 2008 um € 55.000,-- und in der Ewigen Rente um € 56.000,-- angepasst werden; im Jahr 2007 beträgt der Effekt zeitanteilig € 1.000,--.

- (3) Mit Blick auf die Entwicklung der steuerlichen Verlustvorträge muss als Sonderwert ein Betrag von € – 161.000,-- angesetzt werden.
- (a) Bei der C-Clearing GmbH wurde ein um € 415.000,-- zu niedriger Verlustvortrag festgesetzt. Die Steuerbescheide dieser Gesellschaft für das Jahr 2007 wiesen einen Verlust aus, durch den die Verlustvorträge um € 429.000,-- erhöht wurden. Angesichts der Tatsache, dass das Geschäftsjahr 2007 zum Bewertungsstichtag nahezu beendet war, kann nicht davon ausgegangen werden, dass der im Bewertungsgutachten angesetzte Gewinn von € 14.000,-- für das Jahr 2007 noch plausibel ist. Die daraus resultierende Korrektur des Unternehmenswerts ergibt sich aus dem Barwert des Verlustvortrages, der sich aus der jährlichen Steigerung des Ergebnisses vor Steuern um 2 %, einem Ertragssteuersatz von 28,08 % sowie einem Kapitalisierungszinssatz von 7,01 % errechnet und folglich € 88.000,-- beträgt.
- (b) Zu positiv angesetzt sind demgegenüber die Verlustvorträge der Tochtergesellschaft in Großbritannien, weil nicht berück-



sichtigt wurde, dass bei einem nachhaltig unterstellten Ergebnis dieser Tochtergesellschaft in Höhe von € 75.000,- p.a. nach einem Zeitraum von rund 15 Jahren der Verlustvortrag von € 1,143 Mio. aufgebraucht sein wird. Andererseits muss auch hier gesehen werden, dass die Verlustvorträge der Auslandsgesellschaften im Jahr 2007 um € 451.000,- angestiegen waren und dies im Wesentlichen auf diese Tochtergesellschaft in Großbritannien zurückzuführen war. Demgemäß hätte bei der Unternehmensbewertung das im Vergleich zum Bewertungsgutachten um € 337.000,- schlechtere Ergebnis des Jahres 2007 einfließen müssen. Der Barwert der steuerlichen Verlustvorträge für Großbritannien, wo mit einem Ertragssteuersatz von 30 % gerechnet wird, beträgt entsprechend den bereits bei der C Clearing GmbH dargestellten Erwägungen € - 134.000,-.

- (c) Bei der Tochtergesellschaft in Spanien wurde ebenso fehlerhaft unterstellt, diese müsse im Terminal Value nie Ertragssteuern zahlen. Bei einer entsprechend den Planannahmen aus dem Bewertungsgutachten sich ergebenden künftigen Entwicklung wäre zu berücksichtigen gewesen, dass der Verlustvortrag von € 919.000,- nach einem Zeitraum von rund zwölf Jahren aufgebraucht gewesen wäre. Bei einem für Spanien gültigen Ertragsteuersatz von 35 % muss folglich davon ausgegangen werden, dass die von der CCR AG vereinnahmbaren Ausschüttungen aufgrund entstehender Steuerbelastung niedriger ausfallen. Der selbe Effekt resultiert aus einer sich ergebenden Berücksichtigung eines niedrigeren Verlustvortrags zum 31.12.2007, weil sich der Verlustvortrag der spanischen Gesellschaft im Jahr 2007 um € 30.000,- verringert hat, wobei auch hier die Überlegung gilt, dass das Jahr zum Bewertungsstichtag nahezu abgeschlossen war und der realisierte Wert deshalb als plausibel anzusehen ist. Angesichts der Nutzbarkeit steuerli-



cher Verlustvorträge in Spanien über einen Zeitraum von nur 15 Jahren steht ein Teilbetrag von € 1,319 Mio. aus Jahren vor 2002 ab dem Jahr 2017 nicht mehr zur Verlustverrechnung zur Verfügung, wie der Sachverständige den ihm vorgelegten Unterlagen der Gesellschaft entnehmen konnte. Bei der Ermittlung des Ansatzes der Steuerauszahlungen kommt es zu einer Reduktion um € 115.000,--, was auf einem Steuersatz von 35 % und der Tatsache beruht, dass ein zeitlicher Wegfall der Verlustvorträge erst 15 Jahre nach Beginn der Planungsperiode erfolgt und somit erst ab dem Jahr 2023 eine Besteuerung der Ergebnisse der spanischen Tochtergesellschaft mit 35 % erfolgt.

- (d) Insgesamt führt die Aufzinsung der zum 31.12.2006 ermittelten Barwerte auf den Bewertungsstichtag und die Wechselwirkung zwischen Steuerauszahlungen und der persönlichen Ertragssteuer der Anteilseigner zu einer als Sonderwert anzusetzenden Minderung des Unternehmenswerts von € 161.000,--.

Eine unzulässige *reformatio in peius* kann darin nicht gesehen werden. Dies wäre nur dann der Fall, wenn das Gericht die angebotene Barabfindung nach unten korrigieren würde. Dies ist indes nicht der Fall. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre im Rahmen eines – wenn auch wesentlichen – Bewertungsparameters bei einzelnen Elementen, die den angemessenen Kapitalisierungszinssatz ermitteln sollen, nicht schlechter gestellt zu werden, kann nicht anerkannt werden. Der Schutz der Antragsteller sowie der übrigen Aktionäre wird hinreichend dadurch gewährleistet, dass eine Herabsetzung der festgesetzten Abfindungssumme im Spruchverfahren ausgeschlossen ist.



(4) Weitere Sonderwerte oder weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen mussten nicht berücksichtigt werden.

- (a) Dies gilt zunächst für Grundstücke, weil es bei der Gesellschaft nach den überzeugenden Erkenntnissen des gerichtlich bestellten Sachverständigen keine nicht betriebsnotwendigen Immobilien gibt. Bereits aus den Konzernabschlüssen der CCR AG zum 31.12.2006 und zum 31.12.2007 ergibt sich, dass die Gesellschaft über kein in ihrem Eigentum stehendes Grundvermögen verfügt. Ebenso wenig konnte der Sachverständige Erkenntnisse gewinnen, dass es außerbilanzielle Geschäfte gebe, bei denen auf Basis einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise die CCR AG sowie ihre Tochtergesellschaften Zugriff auf Grundvermögen sowie die darin enthaltenen stillen Reserven gehabt hätten.
- (b) Die im Konzernabschluss zum 31.12.2007 enthaltenen „finanzielle Vermögenswerte WEEE“ mussten nicht als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswerts einfließen. Diese Werte stehen nämlich nicht in der freien Verfügung der Gesellschaft und können folglich auch nicht zum Bewertungsstichtag veräußert werden. Auf der Passivseite erfolgte zum 31.12.2007 ein Ausweis von Verbindlichkeiten in Höhe von € 8,066 Mio. im Zusammenhang mit der Rücknahme und Verwertung von Elektroaltgeräten, wozu auch die Energiesparlampen des OLAV-Projekts gehören. Bei der Auswertung namentlich der Vertragsunterlagen im Zusammenhang mit 29 Auftraggebern aus dem Bereich der Entsorgung von Lampen konnte der Sachverständige eine Relevanz zu diesen Komplexen nur für insgesamt drei Verträge zwischen der Osram GmbH als Auftraggeber und der CCR Deutschland AG als Auftragnehmer feststellen. Namentlich aus dem Generalunternehmervertrag zwischen den beiden



Gesellschaften ist die Regelung zu entnehmen, dass die von der Osram GmbH erhaltenen Mittel ausschließlich zur Erfüllung der Verpflichtungen von Osram im Rahmen der Lampenentsorgung verwandt werden dürfen und nach Bezahlung der Entsorgungskosten verbleibende Gelder mit Ausnahme einer geringen Verwaltungsgebühr auf ein gesondertes Konto zu transferieren sind, wobei über die Verwendung der darauf vorhandenen Geldmittel ausschließlich die Osram GmbH bestimmen kann. Basierend auf diesem Sachverhalt kam es zu einer zutreffenden Bilanzierung, weshalb die „finanziellen Vermögenswerte WEEE“ auch nicht als liquide Mittel, sondern als sonstige Vermögenswerte bilanziert wurden. Bei wirtschaftlicher Betrachtung konnte die Gesellschaft über diese Mittel nicht frei verfügen, weshalb sie nicht frei veräußert werden können und folglich auch nicht zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gezählt werden können.

- (c) Der Wert der Marke "CCR" musste nicht als Sonderwert in den Unternehmenswert einfließen. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).



Demgemäß ergibt sich ein Unternehmenswert der CCR AG in Höhe von € 50,827 Mio., der sich wie folgt zusammensetzt:

	TEUR
<b>Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zum 21.12.2007</b>	<b>48.590</b>
Sonderwert Beteiligung SAFE ID Solutions	840
Wert der nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel	1.558
Negativer Sonderwert der steuerlichen Verlustvorträge C Clearing, Spanien und England	-161
<b>Unternehmenswert zum 21.12.2007</b>	<b>50.827</b>

Bei einer Zahl von 7.602.000 Aktien resultiert daraus ein Wert von € 6,69 je Aktie; dieser Wert liegt unter der in dem Beschluss der Hauptversammlung festgelegten Barabfindung.

- d. Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen. Dieser hat sein Gutachten widerspruchsfrei unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen erstellt. Seine gewonnenen Erkenntnisse hat er widerspruchsfrei und nachvollziehbar begründet, wobei er insbesondere auf die ihm von der Gesellschaft vorgelegten Unterlagen zurückgreifen konnte, was er dann auch entsprechend in seinem Gutachten offen gelegt hat (vgl. OLG München, Beschluss vom 9.6.2015, Az. 31 Wx 246/14). Bei der Würdigung seiner insgesamt drei Gutachten muss vor allem auch gesehen werden, dass weder der einen noch der anderen Seite hinsichtlich der jeweiligen Argumentation vorbehaltlos gefolgt ist und demgemäß auch nur Teilbereiche der Planung als korrekturbedürftig eingestuft hat. Andererseits sah er keinen Anlass, den Kapitalisierungszinssatz als unzutreffend darzustellen. Gerade diese beiden Gesichtspunkte machen deutlich, dass er nicht einseitig die Interessen der Minderheitsaktionäre oder des Unternehmens bevorzugt. An der Fachkompetenz des Sachver-



ständigen hat die Kammer keinen Zweifel. Er hat sich eingehend in den drei Gutachten mit den erhobenen Rügen sowie den Argumenten gegen seine Feststellungen auseinandergesetzt und dabei auch begründet, warum er eine Änderung seiner Erkenntnisse nicht für angezeigt hält.

Daher bilden die Gutachten von [redacted] eine gute und tragfähige Grundlage für die gerichtliche Entscheidung. Die darin getroffenen Aussagen macht sich die Kammer nach nochmaliger eingehender Prüfung und Würdigung in vollem Umfang zu Eigen. Eine Anhörung des gerichtlich bestellten Sachverständigen ist infolge seiner umfassenden Erläuterungen in den schriftlichen Ergänzungsgutachten nicht veranlasst. Dies gilt insbesondere auch mit Blick auf den Schriftsatz der Antragsteller zu 67) und 68) vom 11.8.2014 – ein Schriftsatz vom 30.9.2014 ist den Akten nicht zu entnehmen. Die Einwendungen, die darin erhoben wurden, hat [redacted] in seinem Ergänzungsgutachten umfassend behandelt. Danach wurden von Seiten dieser beiden Antragsteller auch keine weiteren Einwendungen erhoben, weshalb eine Anhörung nicht veranlasst war. Auch hinsichtlich der Antragsteller zu 62) bis 64) wurden die Einwendungen in den Ergänzungsgutachten umfassend gewürdigt, weshalb weitere Beweiserhebungen insbesondere durch eine Anhörung nicht veranlasst sind.

3. Auch aus anderen rechtlichen Gesichtspunkten kann eine höhere als die im Beschluss der Hauptversammlung vom 21.12.2007 auf € 7,41 festgesetzte Barabfindung nicht hergeleitet werden.

- a. Dies gilt zunächst für den im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Erwerbssangebots gezahlten Preis von € 7,50 je Aktie.

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 im Zusammenhang mit einem im weiteren Verlauf nach dem Erwerb möglicherweise auf den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages abzielenden Verfahren zahlt, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Vetter AG 1999, 569, 572; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514).

Auch ist zu berücksichtigen, dass der maßgebliche Zeitraum, für den ein Preis von € 7,50 ermittelt wurde, deutlich vor dem Stichtag der Hauptver-



sammlung 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).

- b. Ebenso wenig lässt sich über den Liquidationswert eine höhere Barabfindung erzielen, nachdem dieser ausweislich des Bewertungsgutachtens der deutlich unter dem Ertragswert liegt und der Ertragswert der Gesellschaft angesichts der vorgenommenen Plananpassungen nochmals höher liegt als nach den Feststellungen der Bewertungsgutachter wie auch der Vertragsprüfer von

- (1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 761). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764; Fleischer in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 8 Rdn. 36 ff., 42), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze anzusehen, wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I, Beschluss vom 31.10.2007, 5HK O 16022/07; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09; Beschluss vom 21.11.2015,



Az. 5HK O 5593/14; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Vorliegend ging die Planung der CCR AG für die Detailplanungsphase ebenso wie im Terminal Value stets von nicht unerheblichen Jahresüberschüssen aus. Dann aber bestand keinerlei Notwendigkeit, das Unternehmen zu liquidieren; vielmehr war ersichtlich die Fortführung des Unternehmens geplant. Dies aber bedeutet, dass bei Zugrundelegung eines höheren Liquidationserlöses die Antragsteller einen Wert erhielten, auf dessen Realisierung sie ohne die aktienrechtliche Strukturmaßnahme wie hier den Squeeze out keinerlei Aussicht gehabt hätten.

- (2) Abgesehen davon muss es bei realistischer Betrachtungsweise als ausgeschlossen angesehen werden, dass eine detaillierte Ermittlung des Liquidationswertes zu einem Wert kommen würde, der dann auch noch über dem im Vergleich zum Unternehmenswert höheren Börsenkurs liegen müsste.
- c. Der Substanzwert stellt keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne der §§ 327 a ff. AktG dar und musste deshalb auch nicht gesondert ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 655; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen



finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Fleischer in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 22 Rdn. 23; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286).

Angesichts dessen konnten die Anträge bezüglich einer Erhöhung der Barabfindung keinen Erfolg haben.

### III.

Der angemessene Ausgleich war auf € 0,50 brutto je Stückaktie festzusetzen, weshalb die Anträge insoweit begründet sind.

1. Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehende Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Aufgrund von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss die Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zusichern, der nach der bisherigen Ertragslage und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angenommener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden kann.
  - a. Anders als die Abfindung ersetzt der Ausgleich aber nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende. Maßgeblich ist für sei-



ne Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft als unabhängiges, durch einen Ergebnisabführungsvertrag nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ 156, 57, 60 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 = DB 2003, 2168, 2169 = DNotZ 2004, 71, 72 – Ytong; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 54; ). Als wirtschaftlicher Gewinn ist auch betriebswirtschaftlich der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. Demzufolge ist den Minderheitsaktionären der voraussichtlich verteilungsfähige, durchschnittliche Bruttogewinnanteil als feste Größe zu gewähren, von dem die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung zuzüglich Solidaritätszuschlag in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Diese Auslegung des Begriffs des zuzurechnenden durchschnittlichen Gewinnanteils wird den verfassungsrechtlichen Anforderungen gerecht, wonach der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung durch den Ausgleich wirtschaftlich voll entschädigt werden muss (vgl. nur grundsätzlich BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3770 f. = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = BB 1999, 1778, 1780 = DB 1999, 1693, 1694 f. = JZ 1999, 942, 943 = DNotZ 1999, 831, 833 – DAT/Altana; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., Rdn. 32 zu § 304). Dieses Verständnis trägt dem Wesen des Ausgleich als Substitution der ordentlichen Dividende am besten Rechnung, weil der Aktionär stets den zur Ausschüttung bereit gestellten Bruttogewinn abzüglich der jeweils geltenden gesetzlichen Steuerbelastung des Unternehmens erhält (vgl. BGHZ 151, 57, 61 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 f. = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 f. = DB 2003, 2168, 2169 f. = DNotZ 2004, 71, 72 f. – Ytong; OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).



Ebenso wie die Abfindung kann indes auch der Ausgleich nur durch gerichtliche Schätzung im Sinne des § 287 ZPO ermittelt werden, weil auch hier Prognosen über die künftige Entwicklung anzustellen sind, die naturgemäß noch nicht feststehen und folglich mit Unsicherheiten behaftet sind. Angesichts der theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragsersparungen der Gesellschaft bestehen keine Bedenken, wenn die Ausgleichsforderung durch Verrentung des ermittelten Unternehmenswertes errechnet wird (vgl. BGHZ 156, 57, 63 = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = WM 2003, 1859, 1862 = BB 2003, 2083, 2085 = DB 2003, 2168, 2169 – Ytong; OLG München AG 2007, 287, 291; 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Auszugehen ist dabei vom Ertragswert der Gesellschaft zum Stichtag der Hauptversammlung am 21.12.2007 in Höhe von € 48,429 Mio.. Nicht herangezogen werden kann dabei vom Grundsatz her das nicht betriebsnotwendige Vermögen, was sich aus dem Wesen der Ausgleichszahlung ergibt. Dieses muss außer Betracht bleiben, weil es auf die zu erwartenden laufenden Erträge keinen Einfluss hat und von dessen Veräußerung zum Stichtag ausgegangen wird. Dann aber kann es keinen Einfluss auf die Höhe des Ausgleichs haben (vgl. BGHZ 156, 57, 63 f. = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = DB 2003, 2168, 2170 = WM 2003, 1859, 1862 = BB 2003, 2083, 2085; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 10; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 59). Allerdings muss der negative Sonderwert der Verlustvorträge unberücksichtigt bleiben, weil diese nur aus bewertungstechnischen Gründen als Sonderwert ausgewiesen wurden. Eine weitere Ausnahme von dem soeben beschriebenen Grundsatz in dem Sinne, dass aus diesem Vermögen tatsächlich Erträge erwirtschaftet werden könnten, weil zum Stichtag bereits eine Veräußerung erfolgt war oder diese zumindest hinreichend sicher zu erwarten war (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; BayObLG AG 2006, 41, 45; OLG Frankfurt AG 2015, 241, 246), kann vorliegend nicht angenommen werden.



- b. Der Verrentungszinssatz beträgt 5,12 % nach persönlichen Steuern; mit diesem Satz wird der Wert je Aktie verrentet.

Dabei konnte nicht der volle Zinssatz wie bei der Ermittlung der Abfindung angesetzt werden; vielmehr musste ein Mischzinssatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden. Mit diesem Ansatz wird der für den garantierten Ausgleichsbetrag abnehmenden Risikostruktur Rechnung getragen. Das Risiko des garantierten Ausgleichs liegt unter dem normalen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung; weshalb ein risikoangepasster Verrentungszinssatz herangezogen werden muss. Angesichts einer im Vergleich zum Bewertungsstichtag geänderten Risikostruktur ist es sachgerecht, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisierungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden. Auch wenn der Ausgleich die Dividendenzahlung substituiert, liegt eine andere Risikostruktur vor, weil die Zahlung einer Dividende – anders als der feste Ausgleich – unsicher ist, bei dem die Minderheitsaktionäre im Wesentlichen während der Laufzeit des Vertrages dem Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin des Angebots ausgesetzt sind. Die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz ist demgemäß nicht geboten und ergibt sich auch nicht aus dem Zweck des Ausgleichs. Dieser verfolgt nämlich das Ziel, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der ohne den Ergebnisabführungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und demzufolge risikobehaftet, was sich bei der Unternehmensbewertung im Kapitalisierungszinssatz darstellt. Demgegenüber ist der Ausgleichsbetrag vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert. Daher besteht tatsächlich ein geringeres Risiko für den Minderheitsaktionär, das sich dann auch entsprechend allgemein anerkannter betriebswirtschaftlicher Grundsätze in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen muss. Anderenfalls würde die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz auf längere Sicht bei dem risikoärmeren Ausgleich zu einem voraussichtlich



höheren Ergebnis führen als die Minderheitsaktionäre bei Erhalt der Dividende ohne den Ergebnisabführungsvertrages erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung eines Mischzinssatzes Rechnung (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731 f.; OLG Frankfurt AG 2013, 647, 651; Stephan in: Schmidt/Lutter, a.a.O., § 304 Rdn. 85; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 39; Maul DB 2002, 1423, 1425; im Ansatz auch Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 207 ff.).

- c. Die Art und Weise, wie der Ausgleich von seiner Berechnungsart her ermittelt wurde, ist vom Grundsatz her nicht zu beanstanden; abzuändern sind lediglich die geänderten Unternehmenswerte sowie der Umfang der persönlichen Ertragsteuern. Die Berechnung des Ausgleichs berücksichtigt zutreffend den Ansatz, wonach ein Bruttobetrag als Ausgleich geschuldet wird. Dem kann nicht entgegengehalten werden, bei der Berechnung werde von dem Wert ausgegangen, der bereits von einer Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern wie auch von Unternehmenssteuern ausgeht. Vorliegend wurde nämlich zur Ermittlung des festzusetzenden Bruttoausgleichsbetrages die Steuerbelastung mit der persönlichen Einkommensteuer aufgeschlagen. Zu dem so ermittelten Zwischenwert wurden sodann die Körperschaftsteuer sowie der auf diese entfallende Solidaritätszuschlag in Höhe von insgesamt 15,825 % aufgeschlagen, woraus sich dann unter Beachtung der Veränderungen im Einzelnen die jährliche Bruttoausgleichszahlung von € 0,50 je Aktie errechnet. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden und ermöglicht es vor allem, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswertes zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis der oben ermittelten und dargestellten Nachsteuerwertermittlung zurückzugreifen (so ausdrücklich OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).





Zuzüglich persönlicher Steuern (nominale Abgeltungsteuer ab 01.01.2009) je Aktie	26,38 %	0,08	0,03	0,12
<b>Jährlicher Nettoausgleich vor persönlichen Steuern je Aktie</b>	EUR	<b>0,32</b>	<b>0,13</b>	<b>0,44</b>
Zuzüglich KSt/SolZ (nominaler Steuersatz ab 01.01.2008) je Aktie	15,83 %	0,06	0,00	0,06
<b>Jährlicher Bruttoausgleich vor pers. Steuern und KSt/SolZ je Aktie in EUR</b>		<b>0,38</b>	<b>0,13</b>	<b>0,50</b>

e. Auch in Bezug auf den Ausgleich bilden die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine tragfähige Grundlage für die Entscheidung des Gerichts. Die oben unter B. II. 2. d. dargestellten Erwägungen zur Würdigung seiner Erkenntnisse gelten hier in gleicher Weise.

2. Für die Bemessung der Höhe der festen Ausgleichszahlung im Sinne des § 304 Abs. 1 und Abs. 2 AktG spielt der Börsenkurs bereits im Ausgangspunkt aus rechtlichen Erwägungen heraus keine Rolle. Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG an die künftigen Ertragsaussichten der Gesellschaft auf der Grundlage der bisherigen Ertragslage anknüpft. Aus dem Börsenkurs können keine Erträge generiert werden, weshalb dieser unabhängig von seiner Relation zum Ertrag des Gesamtunternehmens auch nicht verzinst werden kann (vgl. BGHZ 166, 195, 201 = NJW 2006, 1663, 1664 = NZG 2006, 347, 349 = AG 2001, 331, 332 = ZIP 2006, 663, 665 = WM 2006, 727, 729 = DB 2006, 830, 831 = BB 2006, 964, 965 = DNotZ 2006, 701, 704 = JZ 2007, 149, 150; OLG Hamburg AG 2003, 583, 585 = NZG 2003, 89, 91; Stephan in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 77; Hüffer/Koch, AktG, aaO., § 304 Rdn. 8; Veil in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 304 Rdn. 54; NZG 2000, 234, 239; Popp WPg 2008, 23, 25; Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 210 ff.).

Aus diesen Gründen mussten die auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs gerichteten Anträge im dargestellten Umfang Erfolg haben.



## IV.

1. a. Die Entscheidung über die Kostentragungspflicht hinsichtlich der Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 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 SpruchG durch das Zweite Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl. I S. 2586 eingeleitet wurde. Da der Ausgleich erhöht wurde und auch hinsichtlich der Ermittlung der angemessenen Abfindung infolge der Beweisaufnahme weitergehende Erkenntnisse zu Tage kamen, besteht für eine vom Grundsatz abweichende Festlegung des Kostenauspruchs auf der Basis von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG kein Anlass.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Grundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG a.F., der aufgrund der zitierten Übergangsvorschrift zur Anwendung gelangt. Danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Wenn es – wie hier – zu einer Erhöhung einer der beiden maßgeblichen Kompensationsleistungen kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls 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, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung des Ausgleichs 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 aus-



drücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.). Wenn es wie hier jedenfalls bei einer der beiden Kompensationsleistungen eines Ergebnisabführungsvertrages zu einer Erhöhung um fast 22 % kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Dies gilt auch, wenn der Abfindungsbetrag nicht verändert wurde, weil die Antragsteller erfolgreich Rügen erhoben haben; auch wenn diese nicht zu einer Erhöhung der Abfindung führen, kann dies angesichts des strukturellen Informationsgefälles, wie es sich in einem Spruchverfahren zwischen den Minderheitsaktionären und der Antragsgegnerin als nunmehr herrschender Gesellschaft darstellt, eine Kostenaufteilung nicht rechtfertigen.

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F., der wiederum 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. Dabei ist die Zahl der außenstehenden Aktien mit der Erhöhung der Kompensationsleistung zu multiplizieren, wobei es vorliegend nur in Bezug auf den Ausgleich zu einer Erhöhung kam, weshalb dessen Wert maßgeblich sein muss. Der für den Ausgleich in Anwendung von § 24 Abs. 1 lit. b KostO ergibt sich aufgrund von § 24 Abs. 1 KostO aus dem 12,5-fachen Wert der erhöhten Kompensation von 0,09 € je Aktie, multipliziert mit der Zahl der betroffenen außenstehenden Aktien am Tag nach dem Ende der Antragsfrist; dies waren ausweislich der Stellungnahme der Antragsgegnerin 863.586 Aktien. Da die Kompensation nach dem Bruttobetrag ausgewiesen wird, sieht die Kammer keinen Anlass, diesen Wert nicht anzusetzen (a. A. ohne nähere Begründung Roskopf in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 13).



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