

Landgericht München I

5 HK O 16022/07



In dem Spruchverfahren

1)



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht , Handelsrichter und Handelsrichterin nach mündlicher Verhandlung vom 5.6.2008 und 3.7.2014 am 31.10.2014 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung werden zurückgewiesen.
- II. Der Ausgleich gemäß § 4 Ziffer 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der und der Creaton AG vom 15.5.2006 wird auf € 1,83 brutto abzüglich der Körperschaftssteuerbelastung nebst Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils geltenden Tarifs festgesetzt.
- III. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- IV. Der Geschäftswert des Verfahrens sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin an den Gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre zu erstattenden Kosten wird auf € 7,5 Mio. festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin und die Creaton AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) schlossen am 15.5.2006 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, aufgrund dessen § 1 Abs. 1 die Creaton AG die Leitung der Gesellschaft der Antragsgegnerin unterstellte, die danach berechtigt sein sollte, dem Vorstand der Gesellschaft Weisungen zu erteilen und aufgrund dessen § 1 Abs. 2 der Vorstand der Creaton AG nach Maßgabe von Absatz 1 verpflichtet sein sollte, die Weisungen der Antragsgegnerin zu befolgen; nicht erteilt werden durfte danach die Weisung, den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu ändern, aufrecht zu erhalten oder zu beenden. In § 2 Abs. 1 Satz 1 des Vertrages verpflichtete sich die Gesellschaft, während der Vertragsdauer ihren ganzen nach Maßgabe der handelsrechtlichen Vorschriften ermittelten Gewinn an die Antragsgegnerin abzuführen. Andererseits verpflichtete sich diese in § 3 Abs. 1 des Vertrages zum Ausgleich eines bei der Creaton AG sonst entstehenden Jahresfehlbetrages, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt wurden.

In § 4 Abs. 1 und Abs. 2 des Vertrages garantierte die Antragsgegnerin den außenstehenden Aktionären eine Ausgleichszahlung in Höhe von € 1,06 brutto je Vorzugsaktie für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich eines Betrages in Höhe der Körperschaftsteuerbelastung und abzüglich eines Betrages in Höhe des Solidaritätszuschlages in Höhe des jeweiligen Steuersatzes, der für das jeweilige Geschäftsjahr, für das die Ausgleichszahlung geleistet wird, anzuwenden ist. Die Antragsgegnerin verpflichtete sich weiterhin in § 5 Abs. 1, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs



der Creaton AG dessen Aktien gegen eine Barabfindung von € 23,47 je Vorzugsaktie zu erwerben.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages wird in vollem Umfang auf Anlage V zum Protokoll der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 13.7.2006 (Anlage AG 2) Bezug genommen.

Die Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen diesen beiden Gesellschaften wurde am 28.4.2006 mittels Ad hoc-Mitteilung den Kapitalmärkten gegenüber publiziert.

Die Hauptversammlung der über ein in 4.200.000 auf den Inhaber lautenden Stammaktien und 2.800.000 auf den Inhaber lautenden Vorzugsaktien eingeteiltes Grundkapital von € 17,92 Millionen verfügenden Creaton AG, deren satzungsmäßiger Gegenstand in der Herstellung und dem Vertrieb von Baustoffen aller Art, insbesondere von Tondachziegeln einschließlich des Erwerbs und der Beteiligung an anderen Unternehmen, der Errichtung von Zweigniederlassungen und Zweigbetrieben im In- und Ausland sowie dem Betreiben aller Geschäfte, die geeignet sind, dem Gegenstand des Unternehmens mittelbar oder unmittelbar zu dienen, liegt, stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Antragsgegnerin am 13.7.2006 zu.

Im Anschluss an diese Hauptversammlung erhoben zehn Aktionäre Nichtigkeits- und/oder Anfechtungsklage zum München I, woraufhin die Creaton AG mit Schriftsatz vom 18.9.2006 einen Freigabeantrag stellte, dem das Landgericht München I mit Beschluss vom 14.12.2006, Az. 5 HK O 17095/06 stattgab. Sodann erklärte das Landgericht München I den Beschluss der Hauptversammlung mit Endurteil vom 25.1.2007, Az. 5 KH O 13658/06 aufgrund der erhobenen Anfechtungsklagen für nichtig. Eine weitere von drei Aktionären erhobene Nichtigkeitsklage gegen den Zu-



stimmungsbeschluss wies das Landgericht München I mit Endurteil vom 25.1.2007, Az. 5 HK O 21197/06 ab. Einem mit Schriftsatz vom 19.12.2006 eingereichten Freigabeantrag der Creaton AG wegen der drei weiteren Nichtigkeitsklagen gab das Landgericht München I mit Beschluss vom 14.2.2007 statt. Die hiergegen eingelegte sofortige Beschwerde wies das OLG München mit (rechtskräftigem) Beschluss vom 28.3.2007 zurück.

Auch die anderen jeweils unterlegenen Antragsgegner aus dem ersten Freigabeverfahren legten zumindest teilweise Rechtsmittel ein. In diesem Beschwerdeverfahren gegen den Beschluss des Landgerichts München I vom 14.12.2006 schlossen die dortigen Parteien einen Vergleich, durch den sich die dem Rechtsstreit zum Zwecke des Vergleichsabschlusses beigetretene Antragsgegnerin zur Erhöhung der Barabfindung auf € 28,17 und des Ausgleichs auf € 1,27 brutto verpflichtete (Anlage AG 9).

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten dieses Vergleichs wird in vollem Umfang auf Anlage AG 9 Bezug genommen.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung erstellten die

im Auftrag der

Geschäftsführung der Antragsgegnerin eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Creaton AG zum Stichtag 13.7.2006. Darin ermittelten die

in Anwendung des Er-

tragswertverfahrens einen Unternehmenswert der Gesellschaft von € 118,362 Mio. woraus unter Berücksichtigung des Barwerts der Mehrdividende von € 1,50 je Aktie ein Wert von € 19,13 je Vorzugsaktie ermittelt wurde. Der Ermittlung des Ertragswertes lagen die Planungsrechnungen des Creaton-Konzerns einschließlich der wesentlichen Beteiligungsgesellschaften für die Geschäftsjahre 2006 bis 2008 zugrunde. Bei der Kapitalisierung der künftigen Ergebnisse wurde ein Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern und in Anwendung des (Tax-)CAPM ein Risikozuschlag von 3,85 % angesetzt, wobei sich dieser aus einer Marktrisiko prämie nach typisierten Steuern von 5,5 % und dem Ansatz eines mit Hilfe einer Peer Group



ermittelten Beta-Faktors von 0,7 zusammensetzte. In der Phase der Ewigen Rente setzten die einen Wachstumsabschlag von 1 % an. Der durchschnittliche Börsenkurs lag in einem Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bei € 23,47.

Die Ermittlung des Ausgleichs beruhte hinsichtlich des Verrentungsfaktors auf dem Ansatz eines um das Insolvenzrisiko des Trägers der Zahlungsverpflichtung erhöhten Basiszinssatzes, wobei ein Risikozuschlag von 80 Basispunkten angesetzt wurde entsprechend dem Aufschlag gegenüber dem Zinssatz von Staatsanleihen, den ein Anleger bei einer Anlage in Gläubigerpapiere von guter Qualität – entsprechend einem Rating von BBB+ – erhalte .

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 4.4.2006, Az. 5 HK O 6317/06, zum gemeinsamen Vertragsprüfer bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 15.5.2006 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die festgesetzte Abfindung sei ebenso wie die Ausgleichszahlung als angemessen zu beurteilen.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens und des Prüfungsberichts wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 3 und AG 4 Bezug genommen.

- c. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wurde am 16.8.2007 in das Handelsregister der Creaton AG (Anlage AG 5) eingetragen und am 22.8.2007 durch das gemeinsame Registerportal der Länder bekanntgemacht.
- d. Die Antragsteller zu 1) bis 3), zu 5) bis 32) sowie zu 34) bis 55) waren im Zeitpunkt des Eingangs ihrer Anträge bei Gericht Aktionäre der Creaton AG.



2. Zur Begründung ihrer Anträge machen alle Antragsteller geltend, angesichts der Unangemessenheit von Abfindung und Ausgleich müsse es aufgrund ihrer jeweils zulässigen Anträge zu einer Erhöhung der Kompensationsleistungen kommen, wobei auch die Antragsteller zu 4) und zu 33) geltend machen, Aktionäre der Creaton AG im Zeitpunkt der Antragstellung gewesen zu sein.

a. Der Unternehmenswert der Creaton AG bedürfe bereits wegen der unzutreffenden Planansätze sowie zu pessimistischer Einschätzung der Entwicklungsmöglichkeiten einer Korrektur nach oben.

(1) Die Planung leide bereits an einer mit nur drei Jahren zu kurz angesetzten Detailplanungsphase. Auch vernachlässige die Planung das Umsatzwachstum durch die Werke Lenti II und Weroth II. Auch fehle eine angemessene Berücksichtigung der Trendwende der Bau- und Baustoffwirtschaft bei den Planannahmen. Das Finanzergebnis sei unklar, weil es nicht näher erläutert werde. Zudem seien unechte Synergien in nicht plausibler Form unberücksichtigt geblieben.

Auf der Kostenseite seien die angesetzten Preissteigerungen für die Jahre 2007 und 2008 nicht sachgerecht, nachdem an anderer Stelle mit einer Preissteigerungsrate von 2 % gerechnet worden sei; vor allem müsse auch wegen eines Baubooms mit einer Verknappung von Rohstoffen und einer damit einhergehenden Preissteigerung gerechnet werden. Die Materialaufwandsquote sei in der Detailplanungsphase mit Blick auf die Werte der vorangegangenen Jahre zu hoch angesetzt. Der Ansatz eines um 16 % hinter dem im Jahr 2004 erzielten EBIT zurückbleibenden EBIT im Normjahr 2009 bedürfe ebenso einer Korrektur wie die Materialaufwandsquote und die Abschreibungsquote von 10,7 %. In der Ewigen Rente müsse die Ausschüttungsquote von 48 % als deutlich überhöht bezeichnet werden.

(2) Fehlerhaft ermittelt sei auch der Kapitalisierungszinssatz. Der Basiszinssatz sei bereits ebenso überhöht angesetzt wie der Risikozu-



schlag. Das angewandte (Tax-)CAPM stelle sich als ungeeignet zur Ermittlung des Risikozuschlags dar. Jedenfalls aber dürfe das unternehmensindividuelle Risiko nur über den Ansatz des originären Beta-Faktors ermittelt werden, nicht jedoch über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group. Beim Risikozuschlag werde das Vorhandensein eigener Lehm- und Tongruben mit Vorräten für über 100 Jahre auch nicht angemessen berücksichtigt. Der Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente mit 1 % müsse angesichts der zu erwartenden Inflation und der anderenfalls eintretenden realen Schrumpfung des Unternehmens erhöht werden.

- (3) Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen stelle sich der Ansatz des Werts des Grundbesitzes "Dillenburg/Frohnhausen" als unangemessen niedrig dar. Die Rohstoffreserven der Creaton AG über einen Zeitraum von mehr als 100 Jahren hätten als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ebenso einfließen müssen wie der Wert der Marke „Creaton“. Auch sei es fehlerhaft, das Eigenkapital nicht herabzusetzen bzw. Kapital- und Gewinnrücklagen nicht als Sonderwert zu berücksichtigen. Die gewerbesteuerlichen Verlustvorträge seien zu Unrecht mit einem Barwert von lediglich € 2,35 Mio. als Sonderwert berücksichtigt worden.
- (4) Als Mindestpreis der Abfindung müsse der außerbörslich gezahlte Preis von € 36,50 angesetzt werden. Beim Ansatz der Börsenkurse sei der falsche Referenzzeitraum herangezogen worden, weil dieser am Tag der Hauptversammlung ende und nicht bereits im Zeitpunkt der Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Zudem hätte der Liquidationswert der Gesellschaft ermittelt werden müssen.

- b. Der Ausgleich sei ebenfalls zu niedrig und folglich unangemessen festgesetzt. Der herangezogene Verrentungszinssatz von 5,05 % müsse nach



oben korrigiert werden. Dies ergebe sich auch aus dem Erfordernis des Kapitalisierungszinssatzes in Höhe von 9,6 %; zudem fehle die Berücksichtigung von Wachstums- und Inflationsraten. Zudem seien bei der Ermittlung des Bruttoausgleichs Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag unterschlagen worden. Die Berücksichtigung einer fiktiven Einkommenssteuer für juristische Personen sei angesichts der steuerfreien Vereinnahmung der Beteiligungserträge fehlerhaft. Bei der Berechnung des Ausgleichs müsse zur Feststellung des Unternehmenswertes der Börsenkurs herangezogen werden.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge angesichts der Angemessenheit der festgelegten Abfindung und des Ausgleich; die Anträge der Antragsteller zu 4) und zu 33) seien zudem bereits wegen des fehlenden Nachweises ihrer Aktionärseigenschaft zum maßgeblichen Zeitpunkt unzulässig.
 - a. Die Abfindung müsse nicht erhöht werden, zumal der im Vergleichsweg festgelegte Betrag maßgeblich sei und nicht der ursprünglich von der Hauptversammlung beschlossene Wert je Aktie.
 - (1) Keiner Korrektur bedürfe der Ansatz der Planannahmen. Die Prognosen für die künftig zu erzielenden Jahresüberschüsse und die Umsatzentwicklung hätten ihre Grundlage in detaillierten Umsatz-, Absatz- und Produktionsplanungen des Vorstands der Gesellschaft auf Basis von Prognosen der in der Branche anerkannten Marktforscher; die Einschätzung eines anerkannten Marktforschers verweise für 2007 und 2008 auf ein insgesamt schrumpfendes Marktvolumen, nachdem das Jahr 2006 durch einen nicht nachhaltigen Vorzieheffekt wegen des Wegfalls der Eigenheimzulage und der damals bereits geplanten Mehrwertsteuererhöhung um 3 Prozentpunkte geprägt gewesen sei. Die Planung berücksichtige hinreichend, das sich aus



den Werken Lenti II und Weroth II ergebende Umsatzwachstum vor allem auch in der Ewigen Rente.

Bei der Planung gerade der Materialaufwandsquote müsse man die in den vergangenen Jahren deutlich gestiegenen Energiekosten ebenso berücksichtigen wie den im Planjahr 2006 erwarteten Wegfall der Erdgassteuerrückerstattung als Faktor der Kostenerhöhung. Das Beispiel der Verpackungskosten belege den teilweise über die Planannahmen hinausgehenden Anstieg auf der Kostenseite.

Der Wertbeitrag aus Thesaurierung habe sich in der Detailplanungsphase zugunsten des Finanzergebnisses niedergeschlagen. Die Ausschüttungsbeträge seien mit € 0,28 je Stammaktie und € 0,40 je Vorzugsaktie von zutreffend in die Ertragswertermittlung übernommen worden.

Die Planung berücksichtige unechte Synergien angesichts des Hinweises auf künftige erzielbare höhere Verkaufspreise. Weitere unechte Verbundvorteile gebe es dagegen nicht; echte Synergien müsse man bei der Unternehmensbewertung außer Betracht lassen. Der Ansatz der Abschreibung in der Ewigen Rente von lediglich 9 % spiegele den langfristig notwendigen Investitionsbedarf nicht wider, weshalb der höhere Ansatz von 10,7 % sachgerecht sei.

- (2) Der Kapitalisierungszinssatz müsse nicht korrigiert werden. Die Festlegung des Basiszinssatzes orientiere sich an der Zinsstrukturkurve und dürfe nicht auf den am Stichtag aktuellen Zinssatz abstellen. Das (Tax-)CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlages entspreche dem auch von der Rechtsprechung weitgehend akzeptierten Standard. Die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern stelle sich auf der Basis der Stehle-Zahlen als sachgerecht dar. Das unternehmenseigene Beta der Creaton AG spiele angesichts seiner sehr geringen statistischen Signifikanz keine Rolle. Die ausgewählte Peer Group umfasse sachgerecht börsennotierte im Baubereich tätige Unternehmen. Der



Wachstumsabschlag von 1 % sei zutreffend angesetzt angesichts der Tätigkeit der Creaton AG in einer Branche, in der man langfristig mit einem eher unterdurchschnittlichen Wachstum rechne und in der ein Unternehmen die Kostensteigerung nicht in vollem Maße auf die Abnehmer durch Preiserhöhungen abwälzen bzw. mittels Effizienzsteigerung kompensieren könne.

- (3) Zutreffend erfolgt sei auch der Ansatz des nicht betriebsnotwendigen Vermögens einschließlich der Sonderwerte. Ein höheres Ausschüttungspotenzial als € 100.000,-- lasse sich für das Grundstück nicht feststellen, wie auch der Verkauf des betroffenen Grundstücks an die Rolf Bernhardt GmbH & Co.KG zu einem Kaufpreis von € 50.000,-- belege. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei nicht existent. Rohstoffreserven für ein lebendes Unternehmen der Dachziegelindustrie für einen Zeitraum von 100 Jahren könne man nicht als Überversorgung qualifizieren. Mit Blick auf die Creaton AG als investierendes Unternehmen widerspräche eine Auflösung von Kapital- und Gewinnrücklagen einer sachgerechten Unternehmensbewertung. Die Höhe der gewerbesteuerlichen Verlustvorträge resultiere aus dem Barwert der realisierten Steuermindereinzahlungen unter Ansatz eines Gewerbesteuersatzes von 15,5 % und unter Berücksichtigung der gesetzlichen Regelung zur Mindestbesteuerung. Der Barwert der rechnerischen Steuer minderzahlungen werde begrenzt durch den Barwert der rechnerischen Steuerersparnisse in Höhe von € 433.000,--, orientiert an dem körperschaftsteuerlichen Anrechnungsguthaben der Gesellschaft.
- (4) Der Vorerwerbspreis für Stammaktien zu einem Preis von € 36,50 durch die Antragsgegnerin spiele für die Angemessenheit der Barabfindung ebenso wenig eine Rolle wie der Liquidationswert. Angesichts des im Vergleichsweg festgelegten Wertes komme es auf den mit Hilfe des Börsenkurses ermittelten Unternehmenswert nicht an,



wobei dieser allerdings auf dem Ansatz eines zutreffenden Referenzzeitraums beruhe.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 29.2.2008 (Bl. 106 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst
als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestimmt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 107 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung des Spruchverfahrens und der Bestellung des gemeinsamen Vertreters im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Nach der Niederlegung seines Mandats als gemeinsamer Vertreter durch Schriftsatz vom 12.6.2008 (Bl. 196 d.A.) hat das Gericht mit Beschluss vom 16.6.2008 (Bl. 198 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter bestellt. Wiederum mit Verfügung vom selben Tag hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Niederlegung des Mandats durch
und die Bestellung von
im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 5.6.2008 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Vertragsprüfer von
angehört. Ferner hat das Gericht Beweis erhoben gemäß Beweisbeschluss vom 30.10.2008 (Bl. 244/249 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen
sowie
gemäß Beschluss vom 17.10.2013 (Bl. 429/439 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Ergänzungsgutachtens der Sachverständigen
Ferner hat das Gericht die Sachverständigen zur Erläuterung ihrer Gutachten gemäß Beschluss vom 17.10.2013 (Bl. 429/436 d.A.) im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 3.7.2014 mündlich angehört. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung des Vertragsprüfers sowie der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 5.6.2008 (Bl. 180/194 d.A.), die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachten Gut-



achten der Sachverständigen vom
22.3.2013 (Bl. 300/394 d.A.) und vom 31.1.2014 (Bl. 447/488 d.A.) sowie
das Protokoll der mündlichen vom 3.7.2014 (Bl. 530/549 d.A.).

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens wird Bezug genommen auf die
gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen
Verhandlung vom 5.6.2008 (Bl. 180/194 d.A.) und vom 3.7.2014 (Bl. 530/549
d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Abfindung und eines höheren Ausgleichs
sind zulässig, jedoch nur in Richtung auf den Ausgleich begründet. Als angemesse-
ner Ausgleich war ein Betrag von € 1,83 (brutto) je Vorzugsaktie abzüglich eines Be-
trages in Höhe der jeweiligen Körperschaftssteuerbelastung nebst Solidaritätszu-
schlag entsprechend dem geltenden gesetzlichen Tarif festzusetzen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.



1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 1 und Satz 2 SpruchG. Im Falle eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ist aufgrund dieser Vorschrift antragsberechtigt jeder außenstehende Aktionär, der zum Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist. Alle Antragsteller haben den jeweiligen Sachvortrag innerhalb der Antragsfrist geleistet. Soweit die Antragsgegnerin den entsprechenden Sachvortrag der Antragsteller zu 4) und zu 33) bestritten hat, haben diese ihre Aktionärsenschaft nachgewiesen.

- a. Der Antragsteller zu 4), dessen Antrag am 7.9.2007 beim Landgericht München I einging, hat mittlerweile eine Bescheinigung der OnVista Bank GmbH vom 15.10.2014 vorgelegt, aus der sich zweifelsfrei ergibt, dass er bereits am 7.9.2007 Aktionär der Creaton AG war. Ebenso hat der Antragsteller zu 33) seine Antragsberechtigung durch die Vorlage zweier Bescheinigungen der Delbrück Bethmann Maffei AG jeweils vom 16.4.2008 nachgewiesen, aus denen sich ergibt, dass er seit November 2005 Vorzugsaktien der Creaton AG hielt, die in seinen Depots bei dieser Bank verwahrt werden. Dann war er aber auch Aktionär am 15.11.2007, als sein Antrag bei Gericht einging, nachdem die Bankbescheinigungen vom 16.4.2008 im Präsens formuliert sind und die Verwahrung seit November 2007 erfolgt. Die Kammer hat keinerlei Zweifel an der Richtigkeit dieser Bankbescheinigungen, die von den Antragstellern zu 4) und zu 33) vorgelegt wurden.

Dabei durfte dieser Nachweis auch noch nach Ablauf der am 22.11.2007 endenden Antragsfrist geführt werden.

- (1) Zwar wird in Teilen der Rechtsprechung und Literatur davon ausgegangen, auch der Nachweis der Aktionärsstellung müsse innerhalb der Antragsfrist erbracht werden, weil es sich bei §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2, 3 Satz 3 SpruchG um eine gesetzliche Zulässigkeitsvoraussetzung und nicht lediglich um eine Beweisregel handele, zumal der Gesetzgeber einen Nachweis nach Fristablauf während des Gesetz-



gebungsverfahren und auch in der Folgezeit im Zusammenhang mit dem Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG) abgelehnt habe (so OLG Hamburg AG 2006, 622; KG ZIP 2007, 2352, 2355 ff.; LG Frankfurt am Main ZIP 2005, 859 f.; Klöcker/Frowein, SpruchG, 2004, Rdn. 32 zu § 3; Wasmann in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 12 zu § 4; Bunnert/Mennicke BB 2003, 2021, 2025; Redeke EWIR 2008, 123, 124).

- (2) Dieser Auffassung kann jedoch mit der heute insbesondere in der höchstrichterlichen Rechtsprechung vertretenen herrschenden Auffassung nicht gefolgt werden. Es genügt die Darlegung der Aktionärseigenschaft zum maßgeblichen Zeitpunkt in der Antragsbegründung, während der Nachweis bis zum Erlass der Entscheidung erbracht werden kann (so insbesondere BGHZ 177, 131, 136 ff. = NZG 2008, 658, 659 f. = AG 2008, 659, 660 ff. = NJW-RR 2008, 1355, 1356 = ZIP 2008, 1471, 1473 f. = WM 2008, 1502, 1503 f. = DB 2008, 1735, 1756 ff.; OLG Frankfurt AG 2006, 290 f.; AG 2008, 550, 551; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162 f.; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rdn. 20 zu § 3 SpruchG; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rdn. 14 zu § 3 SpruchG; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Rdn. 16 zu § 3 SpruchG). Dies ergibt eine Auslegung der maßgeblichen Vorschriften in §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2, 3 Satz 3 SpruchG, wobei sich der BGH neben gesetzessystematischen Argumenten auch auf die Entstehungsgeschichte stützt. § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG verlangt begrifflich nur die Darlegung der Antragsberechtigung in der Antragsbegründung. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während der Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist.



Aus dem Verweis auf § 3 Satz 3 SpruchG ergibt sich nichts anderes, weil diese Norm keine eigenständige Nachweispflicht begründet, sondern den Nachweis der Aktionärsstellung unter Ausschluss anderer Beweismittel auf Urkunden beschränkt. Dem Gesetzgebungsverfahren können zur Stützung der Gegenauffassung keine hinreichenden Anhaltspunkte entnommen werden, nachdem eine entsprechende Klarstellung trotz eines Hinweises durch den Deutschen Anwaltverein nicht vorgenommen wurde und die Ablehnung während des nachfolgenden Gesetzgebungsverfahrens zum SEEG im Wesentlichen mit der erst kurze Zeit zuvor erfolgten Novellierung des Spruchverfahrens begründet wurde. Entscheidend ist daneben auch der Zweck der Einführung der Begründungspflicht zu berücksichtigen, die verhindern soll, dass ohne jede sachliche Erläuterung ein Überprüfungsverfahren in Gang gesetzt wird. Dieser Zweck verlangt indes nicht den Nachweis innerhalb der Antragsfrist. Auch ist ein Nachweis insbesondere dann entbehrlich, wenn der Antragsgegner oder die Antragsgegnerin die Stellung als Aktionär nicht bestreitet, weil sie dort bekannt ist. Weiterhin muss beachtet werden, dass der Zugang zu den Gerichten nicht unzumutbar erschwert werden darf und Fristen demzufolge auch bis zuletzt ausgenutzt werden können. In all den Fällen, in denen es auf die Aktionärsstellung im Zeitpunkt des Eingangs des Antrags bei Gericht ankommt, könnte ein Antragsteller somit diese Frist nicht ausnutzen, wenn er den Nachweis innerhalb der Drei-Monats-Frist erbringen muss, weil er dann noch die Informationen bei Gericht über den Zeitpunkt des Eingangs vorab erfragen muss.

- b. Hinsichtlich der anderen Antragsteller hat die Antragsgegnerin den entsprechenden Vortrag zu Aktionärseigenschaft im maßgeblichen Zeitpunkt (nicht mehr) bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.



2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gestellt. Aufgrund von § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG kann der Antrag auf gerichtliche Entscheidung in einem Verfahren nach § 1 SpruchG nur innerhalb einer Frist von drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem in den Fällen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages die Eintragung dieses Unternehmensvertrags im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Diese Bekanntmachung erfolgte am 22.8.2007. Die Anträge gingen spätestens am 21.11.2007 zumindest per Telefax und damit fristwährend beim Landgericht München I ein, nachdem die Frist am 22.11.2007 endete.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305, Rdn. 8 zu § 4 SpruchG). Die Antragsgegnerin hat insoweit nach einem entsprechenden Hinweis des Gerichts auch keine Bedenken mehr geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.



II.

Die Anträge sind unbegründet, soweit die Antragsteller die Festsetzung einer höheren Barabfindung im Sinne des § 305 Abs. 1, Abs. 3 Satz 2 AktG verlangen. Aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme steht zur Überzeugung des Gerichts fest, dass die im Vergleichsweg auf € 28,17 je Vorzugsaktie der Creaton AG erhöhte Abfindung angemessen ist.

Aufgrund von § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG muss der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Antragsgegnerin und der Creaton AG eine Barabfindung vorsehen, nachdem anderer Vertragsteil eine GmbH ist, wobei die Barabfindung aufgrund von § 305 Abs. 1 AktG angemessen sein muss. Die Vorschrift des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG legt fest, dass die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen muss. Die angebotene Barabfindung ist demnach dann angemessen, wenn sie dem Aktionär, dessen Aktien die Antragsgegnerin auf dessen Verlangen hin erwerben soll, eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Betrag seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. hierzu nur BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = ZIP 1999, 1436, 1440 = AG 1999, 566, 568 = WM 1999, 1666, 1669 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 = DNotZ 1999, 831, 833 f. – DAT/Altana; BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 = BB 2011, 1518, 1520; BGHZ 147, 108, 119 = NJW 2001, 2080, 2081 = NZG 2001, 603, 604 = AG 2001, 417, 418 = ZIP 2001, 734, 736 = WM 2001, 856, 860 = DB 2001, 969, 972 = BB 2001, 1053, 1056 = JR 2002, 13, 16 – DAT/Altana; OLG Düsseldorf AG 2009, 873, 875; LG Köln, Beschluss vom 17.1.2008, Az.: 82 O 77/03, zit. nach juris; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 72; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 305 Rdn. 23; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 44 ff.; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36 f.;



Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, DissBonn 2013, S. 19).

Ausgangspunkt für die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung ist dabei das im Rahmen des Vergleichs aus dem Freigabeverfahren erhöhte Abfindungsangebot, mithin ein Betrag von € 28,17 je Vorzugsaktie. Der Abfindungsanspruch der Aktionäre entsteht kraft Gesetzes mit Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages in das Handelsregister, ohne dass ein Abfindungsvertrag erforderlich wäre. Die von der Antragsgegnerin als herrschende Gesellschaft vorgenommene Festlegung des Abfindungsbetrages konkretisiert das gesetzliche Schuldverhältnis zwischen der herrschenden Gesellschaft und den Minderheitsaktionären. Die herrschende Gesellschaft kann diesen Betrag bis zur Beschlussfassung der Hauptversammlung erhöhen. Dann aber ist aber kein Grund ersichtlich, warum im Rahmen eines Anfechtungsprozesses nicht auch eine vergleichsweise Erhöhung der Barabfindung möglich sein soll und dann auf der Basis dieses Vergleichs der Unternehmensvertrag in das Handelsregister eingetragen wird. Der Abfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre und die Überprüfung von dessen Angemessenheit bemisst sich dann nach dem Angebot der Hauptaktionärin im gerichtlichen Vergleich (vgl. OLG München AG 2008, 37, 38 = NZG 2007, 635; KG AG 2009, 790, 791 = ZIP 2009, 1714, 1716; LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Luttermann EWiR 2007, 613, 614). Dem kann nicht entgegengehalten werden, im Rahmen des Anfechtungsprozesses sei die Höhe der Abfindung aufgrund von § 305 Abs. 5 Satz 1 AktG einer Anfechtungsrüge entzogen; es ist allgemein anerkannt, dass ein Prozessvergleich auch solche Aspekte umfassen kann, die nicht Gegenstand des Verfahrens sind (vgl. nur Stöber in: Zöller, ZPO; a.a.O., Rdn. 3 zu § 794). Daher ist Gegenstand der Prüfung der Kammer, ob der Betrag von € 28,17 je Aktie angemessen im Sinne des § 305 Abs. 1 und Abs. 3 AktG war, was vorliegend nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme bejaht werden muss.

1. Der Unternehmenswert der Creaton AG wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der



Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; Der Konzern 2013, 626, 628; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2013, 1664, 1668).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. OLG München BB 2007, 2395, 2397;



OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706; AG 2012, 49, 50). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2014, 453, 445; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Stuttgart Der Konzern 2013, 626, 628; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2013, 1664, 1668; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08, S. 25 f.).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes muss es in mehreren Teilbereichen – wie der Entwicklung der Umsatzerlöse im Jahr 2006 mit entsprechenden Folgenänderungen, bei den sonstigen betrieblichen Erträgen und dem Materialaufwand sowie bei der Reinvestitionsrate in der Ewigen Rente – zu Plananpassungen kommen.

- (1) Die allgemeinen Erwägungen zur Planung müssen indes nicht korrigiert werden. Dies gilt in erster Linie für die gerügte Dauer der angesetzten Detailplanungsphase, die den Zeitraum der Jahre 2006 bis 2008 umfasste; insoweit ist eine Verlängerung nicht geboten. Eine Anpassung der Detailplanungsphase müsste nur dann erfolgen, wenn zum Bewertungsstichtag absehbar ist, dass sich die ökonomischen Rahmenbedingungen zu einem bestimmten künftigen Zeitpunkt so gravierend ändern werden, dass ab dem Beginn der Phase der Ewigen Rente – hier mithin ab dem Jahr 2009 – nicht von einem Gleichgewichts- oder Beharrungszustand des zu bewertenden Unternehmens ausgegangen werden dürfte. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen erläuterten in ihrem Gutachten ausführlich, warum eine Verlängerung der Detailplanungsphase unterbleiben konnte. Sie stützten sich dabei vor allem auch auf die Einschätzungen kompetenter Dritter zur Branchenentwicklung und zur Entwicklung der Baukonjunktur insbesondere auch in dem für die Creaton AG wichtigsten inländischen Wohnungsbaumarkt. Die herangezogenen Studien zu unterschiedlichen Zeitpunkten zwischen Oktober 2005 und November 2006 gingen dabei von einem vorhergesagten Wachstum im Jahr



2006 in unterschiedlichem Umfang zu unterschiedlichen Zeitpunkten aus. Eine deutliche Trendwende hin zu einer sich deutlich erholenden Bauwirtschaft kann diesen Prognosen indes nicht entnommen werden. Dies steht in Einklang mit dem Ansatz leicht wachsenden Umsatz- und Überschusszahlen. Folglich war eine Verlängerung der Detailplanungsphase bis ins Jahr 2010 nicht geboten, wobei auch nicht unberücksichtigt bleiben kann, dass mit einer längeren Dauer auch die Unsicherheiten der Prognosen wachsen gerade in einer durchaus konjunkturabhängigen Branche wie der Bau- bzw. Baustoffindustrie.

- (2) Angepasst mussten indes die Planansätze für die Umsatzerlöse für das Geschäftsjahr 2006, die auf € 156,534 Mio. angesetzt werden müssen, nachdem der im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht zugrunde gelegte Wert der Gesamtleistung – wenn auch einschließlich der sonstigen betrieblichen Erträge – von € 143,835 Millionen nicht mehr als plausibel bezeichnet werden muss. Maßgeblich hierfür sind die zum Bewertungsstichtag vorliegenden Konzernzahlen für das erste Halbjahr 2006, das zum Stichtag der Hauptversammlung am 13.7.2006 bereits abgeschlossen war. Der Zwischenbericht zum 30.6.2006 weist für das erste Halbjahr Umsatzerlöse von € 62,641 Mio. aus, was im Vergleich zum Vorjahr eine Steigerung von 15 % bedeutete. Dieser Anstieg wurde so in der ursprünglichen Bewertung zugrundeliegenden Planung nicht berücksichtigt, die für das Gesamtjahr 2006 eine Steigerung der Gesamtleistung von € 140,091 Mio. im Geschäftsjahr 2005 auf € 143,335 Mio. im Geschäftsjahr 2006 vorsah, also einen Anstieg um knapp 2,7 %. Eine Aktualisierung der Ende 2005 erstellten Planzahlen zum Stichtag der Hauptversammlung erfolgte nicht, obwohl die deutlich besseren Umsatzzahlen sich abgezeichnet haben müssen, selbst wenn der Zwischenbericht erst nach dem Stichtag der Hauptversammlung erstellt wurde.



Die Vornahme von Plananpassungen war notwendig. Zum 31.12.2005 lief nämlich die Eigenheimzulage mit deutlichen steuerlichen Vorteilen aus. Dies hatte zur Konsequenz, dass gegen Ende des Jahres 2005 vermehrt Maßnahmen getroffen wurden von Seiten der Bauherren, um noch in den Genuss von Steuervorteilen zu kommen – insbesondere auch das Stellen des Bauantrages. In gleicher Weise waren die Folgen aus der zum 1.1.2007 in Kraft tretenden Erhöhung der Mehrwertsteuer von 16 % auf 19 % in Form von Vorzieheffekten zu erwarten. Dieser Umstand musste entsprechend der Wurzeltheorie auch berücksichtigt werden. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09, S. 20; Beschluss vom 24.5.2013, S. 34; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; 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). Bei Maßnahmen des Gesetzgebers muss von einer Berücksichtigungsfähigkeit jedenfalls dann ausgegangen werden, wenn beide Gesetzgebungsorgane – mithin der Deutsche Bundestag und der Bundesrat – die entsprechenden Beschlüsse gefasst haben. Da das Gesetz zur Erhöhung der Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte bereits am 19.5.2006 den Bundesrat passiert hatte, musste es den Planannahmen zugrunde gelegt werden. Dann aber können die Planannahmen, die diese Faktoren unberücksichtigt ließen, nicht mehr als plausibel angesehen werden.

- (a) Die Art der Anpassung, wie sie die Sachverständigen zulässigerweise dann vorgenommen haben, sieht die Kammer als



sachgerecht an. Aus den Erfahrungen der Vergangenheit bei der Creaton AG zeigt sich, dass die Verteilung der Umsätze zwischen den beiden Halbjahren ungleich verteilt war, wobei das 2. Halbjahr stets das umsatzstärkere war. Im Zeitraum zwischen 1999 und 2004 schwankte der Anteil des ersten Halbjahres zwischen 40,8 % und 43,9 % des Gesamtjahresumsatzes. Angesichts der Besonderheiten der Auswirkungen von Vorzieheffekten des Auslaufens der Eigenheimzulage und der Mehrwertsteuererhöhung muss davon ausgegangen werden, dass sich diese Effekte wiederum tendenziell stärker im zweiten Halbjahr auswirken. Wenn ein Bauantrag noch Ende des Jahres 2005 gestellt wird, so beginnt der Neubau regelmäßig witterungsbedingt erst im Frühjahr. Das Dach kommt begriffsnotwendig erst gegen Ende der Bauzeit auf das Haus. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer stand sicher erst Mitte 2006 fest. Daher wirkt sich der Vorzieheffekt aus dieser Maßnahme des Gesetzgebers verstärkt wiederum im zweiten Halbjahr aus, selbst wenn die Mehrwertsteuererhöhung schon vor der Verabschiedung durch den Gesetzgeber in der politischen Diskussion war. Aus dieser Umsatzverteilung errechnet sich dann der Gesamtjahresumsatz für das Jahr 2006.

- (b) Die erhöhten Umsätze, die der Planung für 2006 zugrunde gelegt werden müssen, ziehen aber andererseits zwingend Anpassungen auf der Aufwandsseite nach sich. Erhöhte Umsätze haben dann im Geschäftsbereich der Gesellschaft auch eine Zunahme der Fracht- und Verpackungskosten zur Folge, die um € 2,07 Mio. ansteigen. Dabei konnten die gerichtlich bestellten Sachverständigen das der Erfolgsplanung 2006 zugrundeliegende Verhältnis zwischen Umsatzerlösen einerseits und Fracht- bzw. Transportkosten heranziehen, nachdem dieses auch nicht mit hinreichenden Rügen angegriffen wurde. Die zu-



sätzlichen Planansätze werden aber auch zu einer Reduzierung der Lagerbestände führen, was bei einem Verhältnis zwischen Umsatzerlösen und Bestandsveränderung in Höhe von 49,1 % zu einer Bestandsverringerung von € 6,326 Mio. führt.

- (3) Hinsichtlich der Aufwandsplanung mussten Anpassungen bei der Materialaufwandsquote vorgenommen werden – diese ist im Jahr 2006 mit 24,9 %, im Jahr 2007 mit 26,3 % sowie im Jahr 2008 mit 26,4 % im Gegensatz zu den der Planung zugrunde liegenden Ansätzen mit Quoten zwischen 27,2 % und 26,6 % anzusetzen. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen nehmen in ihrem Gutachten eine Analyse der für die Ermittlung der Materialaufwandsquote als Quotient aus Materialaufwand und Gesamtleistung besonders wichtigen Entwicklung der sonstigen betrieblichen Erträge und der Energiekosten vor. Für Zwecke der Planung hatten die Gesellschaft bzw. die Bewertungsgutachter von
- ausgehend von den bereinigten sonstigen betrieblichen Erträgen weitere Korrekturen vorgenommen und beispielsweise Erträge aus Schadensersatzleistungen eliminiert. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen kamen bei der Analyse der Zahlungen und Höhe der Bestandteile dieser Posten zu dem Ergebnis, dass Höhe und Zusammensetzung zwar variieren, aber stets ein höheres Niveau erzielt wurde, als im Bewertungsgutachten angenommen. Deshalb setzten sie mit € 2,713 Mio. einen Wert an, der dem durchschnittlichen bereinigten Niveau der Jahre 2003 bis 2005 entspricht. Folglich war in den Planjahren – wie auch anschließend in der Ewigen Rente – eine entsprechende Anpassung erforderlich; die sonstigen betrieblichen Erträge waren um € 1,058 Mio., € 1,098 Mio. und € 1,103 Mio. in den Jahren 2006 bis 2008 und um € 1,087 Mio. im Terminal Value zu erhöhen.



(4) Weitere Plananpassungen mussten indes in der Detailplanungsphase nicht vorgenommen werden.

- (a) Dies gilt zunächst in Bezug auf die Rüge, im Zusammenhang mit den geplanten Verkaufspreisen werde mit Steigerungen von nur 1 % gerechnet, während an anderer Stelle Preissteigerungen bei den Kosten von 2 % angesetzt würden. Das Sachverständigengutachten weist auf die schwierigen Wettbewerbsbedingungen hin, bei denen höhere Verkaufspreise nicht ohne weiteres zu erzielen seien. Das inländische Marktumfeld der Creaton AG war zum Bewertungsstichtag von Überkapazitäten mit der Folge eines Preis- und Wettbewerbsdrucks gekennzeichnet. Die inländischen Wachstumsaussichten für die Jahre 2007 und 2008 wurden in externen Marktstudien als verhalten bezeichnet. Die Analyse der in der Vergangenheit jährlich im Durchschnitt erzielten Preise für Pfannen- und Biberschwanzziegel zeigt, dass es im Zeitraum von 1998 bis 2005 dem Unternehmen gerade nicht gelang, Preissteigerungen in Höhe der allgemeinen Geldentwertungsrate durchzusetzen. Wenn beschaffungs- und absatzseitig unterschiedliche Preissteigerungsraten angenommen werden, kann daraus auch noch nicht auf eine widersprüchliche Planung geschlossen werden, weil sich die Aufwands- und Ertragskomponenten in der Realität der Unternehmen tatsächlich häufig in ihrer Entwicklung unterscheiden. Von einer Preissteigerung wegen einer Verknappung an Rohstoffen infolge eines Baubooms in weiten Teilen Europas konnte für die Planung zum Stichtag der Hauptversammlung nicht ausgegangen werden. Dagegen sprechen schon die überwiegend regional begrenzten Absatzmärkte für Ziegelprodukte angesichts des nicht unerheblichen Anteils der Transportkosten an den Gesamtkosten eines derartigen Unternehmens.



- (b) Ebenso wenig mussten bei den Energiekosten eine Anpassungen vorgenommen werden, wobei dies auch hinsichtlich der Aufwandsposten für das Mitte 2008 in Betrieb gehende Werk Lenti II gilt, bei dem eine Reihe von Aufwandspositionen mit mehr als der Hälfte angesetzt wurde wie beispielsweise die Energiekosten mit 10/12 des Jahresansatzes. Die durchgeführte Beweisaufnahme hat zur Überzeugung des Gerichts ergeben, dass dieser Ansatz plausibel ist. Die Energiekosten stiegen von 2005 auf 2006 (geplant) um 22,4 %, wobei dies maßgeblich auch durch die Kostensteigerung beim Erdgas in Höhe von 30,1 % ausgelöst wurde. Die Prognose für die Erdgaskosten beruhte nach den Erkenntnissen der Sachverständigen auf zum Zeitpunkt der Planung vertraglich abgesicherten Konditionen für Januar bis einschließlich September 2006; für die Monate Oktober bis Dezember 2006 setzte die Planung die zum damaligen Zeitpunkt aktuellen Erdgaspreise an. Dieses Vorgehen muss als nachvollziehbar und sachgerecht bezeichnet werden, weil die aktuell gültigen Erkenntnisse angesetzt wurden und gerade im Bereich von Energiekosten angesichts der Volatilität ihrer Entwicklung Prognosen besonders schwierig sind. Ebenso als plausibel muss es angesehen werden, wenn in den Jahren 2007 und 2008 bei Energiekosten eine Preissteigerung von 2 % unterstellt wird.

Die Aufwandspositionen für Lenti II bedürfen keiner Anpassung. Anders als bei der Umsatzplanung, die die hälftige Jahresproduktion berücksichtigt, konnten auf der Aufwandsseite prozentual höhere Werte angesetzt werden. Nach dem Ergebnis der mündlichen Verhandlung waren beim Werk Lenti II – im Gegensatz zum Werk Lenti I – höhere Vorlaufkosten notwendigerweise anzusetzen.

verwies bei seiner Anhörung auf die sich aus den Planungsunterlagen ergebende Vorlaufzeit. Auf ausdrückliche Nachfrage des Gerichts erklärte



der in der mündlichen Verhandlung anwesende Vertreter der Antragsgegnerin, , Vorlaufzeiten vor der eigentlichen Inbetriebnahme seien notwendig, nachdem die Creaton AG Naturprodukte verarbeite, aus denen dann die Ziegel produziert werden. Die Schwierigkeiten liegen nach seiner Erläuterung darin, dass unterschiedliche Komponenten zusammengemischt werden müssen. Daher können Vorlaufzeiten auch bis zu einem halben Jahr dauern, bis die Produktion anlaufen kann. Diese Vorgehensweise erklärt dann auch das Vorhandensein einer Vorlaufzeit in den Planungsunterlagen, wie sie die Sachverständigen festgestellt haben. Das Erfordernis einer Vorlaufzeit ist für die Kammer auch nachvollziehbar, zumal diese von als Standard bezeichnet wurde. Wenn er dann weiter schildert, dass die kurzen Zeiten beim Werk Lenti I auf der sehr einfachen Geometrie beruhten, die es beim Werk Lenti II für die dort zu produzierenden Ziegel gab, die eine deutlich schwierigere Geometrie aufweisen, ist der Ansatz derartiger Kosten für das Planjahr 2008 nachvollziehbar und plausibel. Dies entspricht auch den Erfahrungen der an der Entscheidung beteiligten Handelsrichterin, die ihre Kenntnisse hierzu aus ihrer Berufstätigkeit als Architektin hat; ohne entsprechende Vorlaufzeiten zur Vermeidung von Produktfehlern müsste eine Inbetriebnahme als in hohem Maße wirtschaftlich riskant eingestuft werden. Demgemäß fallen insbesondere auch Energiekosten und Personalaufwand schon vor dem Beginn der Produktion an.

- (c) Bezüglich der Personalkosten ist eine Korrektur nicht erforderlich gewesen; der Ansatz eines Anstiegs der Personalkosten um 2 % muss angesichts zu erwartender Tarifierhöhungen bei den Löhnen und Gehältern als plausibel bezeichnet werden, was auch für den Ansatz einer höheren Steigerungsrate von 5,3



% p.a. in den neuen Ländern gilt, nachdem es dort zu den Erholungen zusätzlich auf der Basis des Stufenplans „Angleichung Ost-West“ für den Tarifbezirk Nord-Ost kommt. Zudem musste in der Detailplanungsphase die gestiegene Beschäftigtenzahl aufgrund der geplanten Erweiterung der Produktionskapazitäten vor allem in Ungarn durch die Inbetriebnahme des Werks Lenti II gesehen werden.

- (d) Für die unzureichende Berücksichtigung von Synergieeffekten fehlt es an hinreichenden Anhaltspunkten. Im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts finden nämlich angesichts der grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergieeffekte Berücksichtigung, die ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte ebenso gut mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 420; BayObLG AG 1986, 127, 128; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47 f.). Diese Grundsätze wurden bei der Ermittlung des Ertragswerts zutreffend berücksichtigt.

Die gerichtlich bestellten Sachverständigen wiesen darauf hin, dass weitere potenzielle Synergien stiftende Maßnahmen zum Bewertungsstichtag noch nicht eingeplant waren; entsprechende Vereinbarungen waren noch nicht abgeschlossen und konnten daher nicht berücksichtigt werden. Das betrifft namentlich die Anfang 2007 erfolgte Übernahme des gesamten Vertriebsbereichs der Pfeleiderer Dachziegel GmbH, Höngeda und die Übernahme des Deutschlandvertriebs des CREATON-Fassadensortiments „Tonality“ durch die zur gehörende Eternit AG, Neuburg. Die Ad hoc-Mitteilung hinsichtlich des Erwerbs von Pfeleiderer erfolgte erst rund zwei Monate nach dem Stichtag der Hauptversammlung.



Soweit durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Antragsgegnerin die Marktposition der Creaton AG gestärkt wurde, lassen sich höhere Verkaufspreise erzielen. Dieser Umstand fand aber Niederschlag in der Unternehmensplanung; sie lassen sich auch ohne Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag erzielen. Eine stärkere Berücksichtigung war indes nicht veranlasst.

- (5) Die Ansätze in der ewigen Rente müssen zum Teil angepasst werden.
- (a) Dies gilt zunächst für die Materialaufwandsquote, die entsprechend den Ausführungen zur Detailplanungsphase auch im Terminal Value auf einen Wert von € 26,2 % geändert werden muss.
 - (b) Korrekturbedürftig sind weiterhin die Ansätze zur Reinvestitionsrate in der Ewigen Rente; diese ist mit einem Wert von 9,6 % anzusetzen. Dem von den Bewertungsgutachtern von
und dem Vertragsprüfer angenommenen Wert von 10,7 % fehlt die Plausibilität, wie eine Analyse der Abschreibungsquoten aus der Vergangenheit ergibt.
 - (aa) Durch den Ansatz der Reinvestitionsrate wird der Notwendigkeit der Substanzerhaltung im Terminal Value Rechnung getragen. Annahmegemäß kann es in der Ewigen Rente nämlich nur noch zu Ersatzinvestitionen kommen, nachdem sich das Unternehmen im eingeschwungenen Zustand befindet und daher keine Erweiterungsinvestitionen angesetzt werden (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 331).



(bb) Ausschlaggebend für die Korrekturbedürftigkeit ist die Feststellung der Sachverständigen, dass die Reinvestitionsrate auf Basis der ihnen vorliegenden Daten zu den historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten sowie der Nutzungsdauer berechnet und dabei eine Teuerungsrate „Null“ unterstellt wurde. Daraus wurde zunächst Abschreibungen von € 17,629 Mio. mit einer Abschreibungsquote von 10,1 % gemessen an der geplanten Gesamtleistung von 2009 und von 12,3 % in Relation zur geplanten Gesamtleistung 2006 ermittelt. Damit liegen aber diese Werte deutlich über dem Durchschnitt der Jahre 2003 bis 2005. Dann aber liegt entsprechend den Erkenntnissen von der Schluss nahe, die unterstellte Nutzungsdauer entspreche nicht der tatsächlichen Nutzungsdauer der Vermögensgegenstände. Die der Berechnung zugrunde liegenden historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten liegen mit € 351 Mio. um ca. € 9 Mio. höher als die historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten laut Konzernabschluss zum 31.12.2005. Dies ist nicht nachvollziehbar.

Angesichts dessen muss die Reinvestitionsrate auf der Grundlage der durchschnittlichen Abschreibungsquote der Jahre 2003 bis 2005 ermittelt werden. Auszugehen ist somit von einem Wert von 9,4 %, erhöht um einen Teuerungsaufschlag in Höhe von 0,4 %. Dieser Ansatz, der von den Jahren 2003 bis 2005 ausgeht, ist auch deshalb nachvollziehbar und sachgerecht, weil einerseits – mit Ausnahme des Aufbaus der Werke Lenti II und Weroth II – keine Investitionen in den Jahren 2006 bis 2008 geplant waren, die eine wesentliche Kapazitätserweiterung nach sich ziehen. Die Kapazitäten für das Jahr 2006 sind daher vom Prinzip her mit denen des Jahres 2009 vergleichbar,



nachdem die Sachverständigen die Reinvestitionsrate für die beiden genannten Werke gesondert eingerechnet haben. Andererseits zeigt auch der Vergleich der in den Bewertungsgutachten geplanten, um Teuerungseffekte bereinigten Reinvestitionsrate, dass diese in absoluten Zahlen um € 4,739 Mio. über der für 2006 geplanten Abschreibungen liegt, ohne dass dies den Sachverständigen oder auch im Termin zur mündlichen Verhandlung nachvollziehbar erläutert worden wäre.

Das Bewertungsgutachten ließ die Werke Lenti II und Weroth II bei der Berechnung der Reinvestitionsrate außer Betracht. Diese beiden Werke wurden dagegen von den Sachverständigen zur Ermittlung der Reinvestitionsrate in der Ewigen Rente mit einbezogen, nachdem auch dort in Phase II Erhaltungsinvestitionen notwendig werden. Die Sachverständigen begründeten ihren Ansatz über die Vergangenheit vor allem über auch in diesem Zeitraum bestehende Vollausslastung der Kapazitäten, wie sie auch in der Detailplanungsphase angenommen wurde. Der Abschreibungsquote liegt der Gedanke zugrunde, dass die Gesamtleistung ein Indikator für die Inanspruchnahme der Kapazität ist, wobei Sondereffekte durch den Ansatz eines Durchschnittswertes geglättet werden. Aber auch für den durchschnittlichen Produktmix und die durchschnittlichen Absatzpreise zeigt sich die Vergleichbarkeit des Zeitraums von 2003 bis 2005 mit dem Jahr 2009.

Die Ansätze aus dem von der Antragsgegnerin vorgelegten Privatgutachten der _____ und aus den weiteren Berechnungen der Bewertungsgutachter von _____

_____ vermögen die überzeugenden Überlegungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht in Frage zu



stellen. Die vom Bewertungsgutachter unterstellte durchschnittliche Gesamtnutzungsdauer von 25 Jahren entspricht gerade nicht der tatsächlichen Nutzungsdauer der Vermögensgegenstände. Dies zeigt sich namentlich daran, dass der Bewertungsgutachter die angesetzten Abschreibungen in der Detailplanungsphase im Rahmen einer eigenen überschlägigen Berechnung nach den Ausführungen der Sachverständigen in ihrem Ergänzungsgutachten mit 30 Jahren angesetzt hat. Bei der Berechnung der Abschreibungen für das Jahr 2006 auf Basis des zum 31.12.2005 vorhandenen Kapitalstocks ergeben sich Abschreibungen in Höhe von € 14,026 Mio. und nicht von € 12,890 Mio. Auch dieser Umstand erhellt, dass die im Bewertungsgutachten ebenso wie im Privatgutachten der AIOS GmbH als plausibel bezeichneten Abschreibungen von € 18,816 Mio. nicht angesetzt werden können. Dieser Wert muss als nicht plausibel bezeichnet werden.

- (c) Die EBIT-Quote muss dann konsequenterweise angesichts der beschriebenen notwendigen Anpassungen im Terminal Value gleichfalls korrigiert werden. Diese führen zum Ansatz einer EBIT-Marge von 10,7 %.
- (d) Ein weiterer Bestandsaufbau musste in der Ewigen Rente dagegen nicht berücksichtigt werden. Bei den Werken Lenti II und Weroth II gingen die Planannahmen von einem vollständigen Absatz der Produkte in beiden Planungsphasen aus, weshalb die Sachverständigen keine unterschiedliche Behandlung der beiden Phasen vornahmen. Auch wenn im Terminal Value von vorhandenen Prämissen auszugehen ist, kann ein Ansatz, der einen jedes Jahr zunehmenden Aufbau von Vorratsbeständen in



Höhe von € 1,56 Mio. zugrunde legt, nicht als plausibel bezeichnet werden, nachdem in der Ewigen Rente von einer weitgehend stabilen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjekts ausgegangen werden muss.

(6) Die Annahmen zur Thesaurierungs- und Ausschüttungsquote sind nicht zu ändern. Sie sind zutreffend in die Bewertung eingeflossen und dort abgebildet worden.

(a) Dies gilt zunächst für die Ausschüttungen in der Detailplanungsphase. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12). Der Ansatz einer Ausschüttung von € 0,28 je Stammaktie und von € 0,40 je Vorzugsaktie in den Jahren 2006 bis 2008, beruht auf der Annahme, es werde in der Detailplanungsphase entsprechend den Planungen der Gesellschaft ausgeschüttet. Die damit verbundene höhere Thesaurierung wurde entsprechend den der Planung zugrunde liegenden Planungsannahmen zur Tilgung von Fremdkapital herangezogen, was zu einer Anpassung der Zinsaufwendungen mit der Folge eines verbesserten Finanzergebnisses führte und auch eine Verbesserung der Kapitalstruktur mit Auswirkungen beim Risikozuschlag nach sich zog.

(b) Die Ausschüttungsquote von 48,2 % in der Ewigen Rente, die der durchschnittlichen Quote der im MDAX notierten Unternehmen entspricht, bedarf keiner Korrektur. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht



mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563). Die angesetzte Ausschüttungsquote liegt innerhalb der Bandbreite der zu beobachtenden Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquoten anderer Unternehmen. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen verwiesen zudem auf die durchschnittliche Ausschüttungsquote aller DAX-Unternehmen, die bei 49,1 % liegt. Die Unternehmen der Peer Group wiesen im Betrachtungszeitraum von 2000 bis 2005 eine durchschnittliche Quote von 46,7 % als arithmetischen Mittel aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Erlus AG mit 53 %, der Wienerberger AG mit 42,5 % und der Lafarge S.A. mit 47,5 % aus. Die Kammer weiß auch aus einer Vielzahl von Spruchverfahren, dass die durchschnittliche Ausschüttungsquote regelmäßig zwischen 40 und 60 % liegt. Bei dieser Situation kann die angenommene Ausschüttungsquote nicht beanstandet werden.

- (c) Aus den Mehrergebnissen lässt sich nicht zwingend ein Rückschluss auf das Erfordernis von Dividendenanpassungen ziehen, wie dies teilweise gefordert wird. Derartiges lässt sich vor allem nicht aus der Ergebnis- und Ausschüttungsentwicklung der Vergangenheit ableiten. Eine Ergebnissteigerung zog nicht automatisch eine Erhöhung der Ausschüttungen nach sich, weil die thesaurierten Mehrergebnisse in der folgenden Periode zur Rückführung von Fremdkapital oder zur Finanzierung von Investitionen genutzt wurden, weshalb sich dann das Finanzergebnis der Creaton AG verbesserte.
- (7) Die so ermittelten Jahresüberschüsse liegen höher als in den dem Hauptversammlungsbeschluss zugrunde gelegten Bewertungen.



Diese Mehrergebnisse machen die Anpassung des Finanzergebnisses notwendig.

- (a) Dabei müssen vor allem die ersparten Zinsaufwendungen quantifiziert werden und ertragsteuerliche Auswirkungen in die Ermittlung des Ertragswerts einfließen. In der Detailplanungsphase von 2006 bis 2008 muss es deshalb zu einer Entlastung des Finanzergebnisses um € 182.000,--, € 633.000,-- und € 928.000,-- kommen.
- (b) Die Anpassungen im Terminal Value müssen unter Ansatz des zur Ermittlung des Ausgleichs herangezogenen Zinssatzes erfolgen. Die Planung ist hinsichtlich der Zinsaufwendungen in die Zukunft gerichtet, wobei die Entwicklung zum Stichtag ausschlaggebend ist. Die Annahmen der Planung zum Zinsaufwand erachteten auch die gerichtlich bestellten Sachverständigen im Ausgangspunkt als plausibel. Das Gutachten der
nannte zum 30.9.2005 variable Konditionen zwischen 4,14 und 5,85 %, wobei allerdings diesem Ansatz nicht gefolgt werden kann. Der 3-Monats-Euribor hatte sich nur etwas mehr als zwei Wochen nach dem Stichtag um etwa 1 % erhöht. Daher können die Durchschnittszahlen von nicht herangezogen werden. Vielmehr muss es als sachgerecht bezeichnet werden, wenn die Sachverständigen dann zum Stichtag ermittelten Zinssatz für die Verrentung des Ausgleichs in Höhe von 6,16 % als in der Mitte der Range der erhöhten Finanzierungszinssätze liegend ansetzten.

Ein integriertes Bilanz-GUV- und Cashflow-Planungsmodell musste von den Sachverständigen nicht erstellt werden, um die entsprechenden Anpassungen im Zinsaufwand sachgerecht vornehmen zu können. Auch wenn dies als fachgerechtes Vorgehen zu qualifizieren ist, führt das Fehlen einer derartigen in-



	2006	2007	2008	2009 ff.
	Plan	Plan	Plan	Ewige Rente
Umsatzerlöse	153.534	143.195	157.835	175.272
Bestandsveränderung	-4.796	755	1.545	0
Aktiviert Eigenleistungen	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Erträge	2.713	2.713	2.713	2.713
Gesamtleistung	151.451	146.663	162.093	177.986
Materialaufwand	-37.695	-38.540	-43.715	-46.671
Personalaufwand	-36.540	-37.640	-39.255	-41.892
Abschreibungen	-12.890	-12.130	-13.165	-17.086
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-47.130	-46.115	-51.975	-53.546
Betriebsergebnis	17.196	12.238	13.983	18.791
Erträge aus Beteiligungen	0	0	0	0
Zinserträge	100	100	100	101
Gewinn/Verlust aus assoziierten Unternehmen	0	0	0	0
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	-1.963	-1.637	-2.520	-2.261
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	15.333	10.701	11.563	16.632
Ertragsteuern	-5.213	-3.638	-3.931	-5.655
Sonstige Steuern	0	0	0	0
Jahresüberschuss	10.120	7.063	7.632	10.977

- b. Der so ermittelte Wert der Überschüsse ist nach der Ertragswertmethode mittels des Kapitalisierungszinssatzes auf den Stichtag der Hauptversammlung abzuzinsen, wobei die einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes vorliegend einer Korrektur bedürfen. Der Kapitalisierungszinssatz selbst soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.



Zutreffend ist dabei der Ausgangspunkt des Ansatzes 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, wobei die für Unternehmensbewertungen allgemein angenommene pauschalierte Steuerbelastung von 35 % keinen grundlegenden methodischen Einwänden unterliegt, weshalb unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens ein typisierter Steuersatz von 17,5 % angesetzt werden konnte (vgl. OLG München AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134).

- (1) Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkure der Deutschen Bundesbank als sachgerechter Methode zur Ermittlung zum Bewertungsstichtag auf 4,5 % vor Steuern und demgemäß auf 2,9 % nach Steuern festzusetzen.

Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom



15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 320 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

Dabei ist es auch nicht geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen, die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12).

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



drei Monaten vor der Hauptversammlung als maßgeblichem Stichtag betrug der Basiszinssatz 4,5 % vor Steuern.

Dabei kann nicht beanstandet werden, wenn die Sachverständigen in ihrem Gutachten eine Berechnung über 249 Jahre zugrunde legten und nicht nach dem 30. Jahr abgeschnitten haben, wie dies vielfach den Bewertungsmaßstäben der Praxis zum Bewertungsstichtag entsprach. Abgesehen davon muss berücksichtigt werden, dass auch die Alternativmethode, den ermittelten Zerobond-Zinssatz für eine Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltigen Schätzer für die über 30 Jahre hinausgehenden Zerobond-Zinssätze heranzuziehen, zu einer Nachsteuergröße von 2,8 % führt. Diese Differenz zu dem angesetzten Wert im Sachverständigengutachten hätte allerdings nicht die Konsequenz einer Erhöhung der Barabfindung in einem Umfang, die eine Anpassung der im Vergleichswege ermittelten Barabfindung nach oben erforderlich machen würde.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risiko-



schlages 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.; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).

Vorliegend war der Risikozuschlag in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente auf 3 % festzusetzen.

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

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



größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

(aa) Beim (Tax-)CAPM muss das unternehmensindividuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-)CAPM nimmt dies mittels des sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser ergibt sich als Kovarianz oder Wechselbeziehung zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz des Aktienindex (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 809). In diesem Zusammenhang kann indes nicht auf das unternehmenseigene Beta abgestellt werden, sondern es muss eine Peer Group herangezogen werden. Das unternehmenseigene Beta reflektiert vorliegend nicht das tatsächliche Risiko der Creaton AG. Der Ansatz des eigenen Beta setzt nämlich eine liquide Aktie voraus, wovon bei der Gesellschaft hier nicht ausgegangen werden kann.

(bb) Im vorliegenden Fall konnte ungeachtet der Börsennotierung der Creaton AG das unternehmenseigene Beta nicht herangezogen werden, wie die gerichtlich bestellten Sachverständigen ausführlich und überzeugend herausgearbeitet haben. Zwar lagen für die Gesellschaft am Kapitalmarkt beobachtbare Daten vor, die aber vor allem wegen der nicht hinreichenden Liquidität der Aktie nicht zum Tragen kommen können. Das Bestimmtheitsmaß R^2 als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex lag im Zeitraum von zwei Jahren bei einem



Wert von 0,03. Daher werden lediglich 3 % des Risikos dieser Aktie durch Marktfaktoren bestimmt, was als sehr gering eingestuft werden muss.

Auch wenn berücksichtigt wird, dass teilweise Bedenken bestehen, wegen eines niedrigen Bestimmtheitsmaßes das originäre Beta im Einzelfall nicht heranzuziehen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 U 7/11 – zitiert nach Juris; Meitner/Streitfeld in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 521 f.), musste im Rahmen des (Tax-)CAPM vorliegend auf eine Peer Group zurückgegriffen werden, um das unternehmensindividuelle Risiko zu ermitteln. Entscheidend ist nämlich die mangelnde Liquidität der Aktien der Creaton AG. Auch wenn die Aktien der Gesellschaft noch an einer vergleichsweise hohen Anzahl von Handelstagen gehandelt wurden, lag doch der Handelsumsatz deutlich unter den Werten der beiden Unternehmen, die von den Sachverständigen in die Peer Group aufgenommen wurden und folglich am besten mit der Gesellschaft verglichen werden können – der Wienerberger AG und Lafarge S.A. Die mangelnde Liquidität der Aktie zeigt sich vor allem am Bid-Ask-Spread. Dieser liegt bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen deutlich über dem Bid-Ask-Spread sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächlich Risiko eines



Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktreaktionen reagiert.

Nur an vereinzelten Tagen konnten Werte von weniger als 1 %, die den Rückschluss auf eine vergleichsweise hohe Liquidität zulassen, festgestellt werden. Aber auch der Grenzwert von 1,5 %, bei dessen Überschreiten jedenfalls von einer nicht ausreichend liquiden Aktie auszugehen ist, wurde nicht sehr häufig unterschritten. Vielmehr liegt der Bid-Ask-Spread in einer Vielzahl von Punkten deutlich über 1 % und nicht nur mit einzelnen Aufschlägen. Hieraus ist ebenfalls die mangelnde Liquidität der Aktie abzuleiten.

Die fehlende Eignung des unternehmenseigenen Beta-Faktors zeigt sich weiterhin an den ermittelten Werten in Relation zur Peer Group. Die Bewertungsgutachter ermittelten ein unverschuldetes Beta der Creaton AG von 0,22; demgegenüber wiesen die Lafarge S.A. sowie Wienerberger unverschuldete AG Beta-Faktoren in Höhe von 0,72 bzw. 0,65 auf. Dieser erhebliche Unterschied lässt sich nicht mit dem Unternehmensrisiko erklären, nachdem die Gesellschaften nach den Erkenntnissen der gerichtlich bestellten Sachverständigen gut miteinander vergleichbar sind. Selbst wenn die nur vom Bewertungsgutachter herangezogenen weiteren Unternehmen Compagnie de Saint-Gobain S.A. sowie Heidelberger Zement AG berücksichtigt werden, zeigt sich, dass auch diese beiden Unternehmen deutlich höhere Beta-Faktoren (unlevered) aufweisen.

Demgemäß war auf eine Peer Group zurückzugreifen, die sich aus den Unternehmen Wienerberger AG und Lafarge



S.A. zusammensetzt und zu einem einheitlichen Beta-Faktor der Creaton AG von 0,7 führte, der indes mit dem Ansatz aus dem Bewertungsgutachten von sowie dem Prüfungsbericht des Vertragsprüfers übereinstimmt. Eine Aufnahme der Erlus AG in die Peer Group war nicht geboten, weil die Aktien der Erlus AG nicht über die erforderliche Liquidität verfügten. Dann aber kann deren Beta-Faktor als nicht belastbar eingestuft werden. Die Zahl der Handelstage, das Handelsvolumen sowie der Handelsumsatzes lagen noch deutlich unter den vergleichbaren Werten der Creaton AG.

- (b) Allerdings vermag die Kammer der Einschätzung der alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM mit dem hier erfolgten Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu folgen. Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare



Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist 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; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der 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. hierzu nur Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung 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 21362/12).

Folglich wäre in Anwendung des (Tax-)CAPM eine Marktriskoprämie nach Steuern in Höhe von 4,25 % anzusetzen, wie sich aus dem Mittelwert von arithmetischem und geometrischem Mittel errechnet und bei der ein Abschlag wegen verbesserter Diversifikationsmöglichkeiten von 1 % vorgenommen wird. Demgemäß war unter Berücksichtigung des Beta-Faktors von 0,7 ein Risikozuschlag von 3 % anzusetzen.



- (c) Insgesamt sieht die Kammer im Rahmen der gebotenen Gesamtbetrachtung das Risiko der Gesellschaft als unter dem Durchschnitt liegend an. Dabei muss gesehen werden, dass die Marktentwicklung für die Creaton AG von einer Zunahme der Absatzmärkte ausgeht, was das Risiko insgesamt mindert. Auch ist die Verschuldungssituation der Gesellschaft günstig. Demgegenüber kann aber die schwierige Wettbewerbssituation mit dem daraus vorhandenen Preisdruck nicht außer Acht gelassen werden; mit einer deutlichen Trendwende hin zu einer sehr viel positiveren Entwicklung der inländischen Baukonjunktur konnte zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung vom 13.7.2006 nicht gerechnet werden. Gerade auch diese Umstände zeigen, dass ein deutlich niedrigerer Risikozuschlag, der sich aus dem Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors der Creaton AG ergeben würde, nicht gerechtfertigt sein kann. Im Gesamtzusammenhang muss auch gesehen werden, dass das Vorhandensein von eigenen Beständen die Gesellschaft zwar unabhängiger von Zulieferern macht, andererseits aber mit nicht unerheblichen Umweltauflagen zu rechnen ist, worauf die als Architektin arbeitende Handelsrichterin im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 5.6.2008 hingewiesen hat, was die Risikosituation des Verfehlens von Planziele erhöht. Andererseits wies sie aber auch darauf hin, dass die Produkte im Ziegelbereich infolge von Produktinnovationen nicht zwingend länger halten; die Anforderungen an Schmutzwasser abweisende Ziegel führen angesichts der dabei notwendigen chemischen Prozesses zu einer Verkürzung der Lebensdauer der Produkte der Gesellschaft, was günstigere Absatzchancen nach sich ziehen kann und das Risiko der Gesellschaft vermindert. Der Ansatz eines Risikozuschlags von 3 % ist daher insgesamt auch unter dem Aspekt der Stellung der Gesellschaft am Markt sachgerecht.



- (d) Aus dem von einigen Antragstellern zitierten Gutachten von das dieser in einem Spruchverfahren vor dem Landgericht Hannover erstellt hat, lässt sich eine weitere Herabsetzung des Risikozuschlags nicht rechtfertigen. Das Gutachten vor dem Landgericht Hannover gelangte zu einem Vor-Steuer-Wert von 3 %; nach Steuern gelangte der dortige Sachverständige Prof. Dr. Großfeld zu einem deutlich höheren Wert von 3,7 %. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass die dort ermittelten Werte schon deshalb nicht ohne weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden können, weil sich mittlerweile das Steuersystem geändert hat und im Verfahren vor dem Landgericht Hannover bereits das Abgeltungsmodell und nicht mehr das Halbeinkünfteverfahren zur Geltung kam. Abgesehen davon macht das dortige Gutachten nicht klar, wie genau die dort genannten Prozentzahlen gerechnet wurden.
- (3) Der Wachstumsabschlag im Terminal Value war mit 0,5 % festzusetzen.
- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zu Gunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden 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; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag.

Dabei kann nicht auf Umsätze abgestellt werden und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Allerdings kann in diesem Zusammenhang 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. Weiterhin zeigen empirische Analysen, dass es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit im Mittel gerade nicht gelungen ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen in vollem Umfang auf ihre Kunden abzuwälzen und dass die Wachstumsrate der Gewinne bei etwa 50 % der Inflationsrate liege.

Die gerichtlich bestellten Sachverständigen gingen in ihrem Gutachten davon aus, die Creaton AG werde nicht in der Lage sein, Preissteigerungen in vollem Umfang auf ihre Kunden abwälzen zu können. Da im letzten Jahr vor dem Stichtag 71,1 % der Umsätze der Gesellschaft im Inland begründet wurden, konnte auf diesen Markt abgestellt werden, der seit Mitte der 90er-Jahre einen negativen Wachstumstrend aufwies. Der für die Gesellschaft besonders wichtige Dachbedeckungsmarkt war geprägt von Überkapazitäten und einem dadurch ausgelös-



ten Wettbewerbs- bzw. Preisdruck. Dabei waren Dachziegelhersteller vor allem mit teilweise erheblichen Preissteigerungen im Bereich der bei der Produktion und der Fertigwarenlogistik entstehenden Energiekosten konfrontiert, wobei gerade der Energiebedarf in hohem Maße auslastungsunabhängig ist, weshalb ein vollständiges Abwälzen der Preissteigerungen auf die Abnehmer nicht realistisch erscheint. Somit bleibt der inländische Markt selbst bei einer unterstellten positiven Marktentwicklung in den Auslandsmärkten und dort vor allem in Ost- und Südosteuropa prägend für die Bemessung des Wachstumsabschlages. Gegen die Möglichkeit, derartige Kostensteigerungen vollständig auf die Abnehmer weiterreichen zu können, spricht auch die bereits oben geschilderte Entwicklung aus der Vergangenheit, in der dies gerade nicht gelang.

Die Korrektur des Wachstumsabschlages nach unten ist deshalb erforderlich, weil über den Wachstumsabschlag hier negative Sondereffekte wie Naturkatastrophen, Unfälle, Weltwirtschaftskrisen oder Terroranschläge, die in der Planungsphase I noch eher abgebildet werden können und eingepreist werden müssen und die Asymmetrie der Planabweichungen bei einem Ansatz eines Wachstumsabschlages von 1 % nicht hinreichend berücksichtigt wurde. Die Unternehmensplanung der Creaton AG stellt methodisch auf wahrscheinlichste Werte – sogenannte Modalwerte – ab, die normalerweise höher liegen als der Erwartungswert als repräsentativer Wert für die langfristige Fortschreibung der Rendite eines Unternehmens. Dabei zeigen nach den Erkenntnissen der Sachverständigen

empirische Beobachtungen, dass negative Planabweichungen quantitativ und qualitativ häufiger als positive Abweichungen auftreten. Dies ergibt sich zum einen aus der Verfehlung von Meilensteinen, häufig jedoch auch aus unerwar-



teten Veränderungen der erfolgsbeeinflussenden Umweltbedingungen, weshalb geplante Werte häufiger über den realitätsnäheren Erfahrungswerten liegen. Angesichts dessen ist es gerechtfertigt, vorliegend den Wachstumsabschlag nur mit 0,5 % anzusetzen. Gerade bei der Creaton AG ist für die Wahrscheinlichkeit des Überwiegens negativer Werte zu beachten, dass in der Ewigen Rente von einer Vollausslastung bestehender Kapazitäten ausgegangen wird. Angesichts dessen können positive Effekte nur begrenzt auftreten.

Eine Mehrfachberücksichtigung von Ertragsrisiken kann in dieser Vorgehensweise nicht gesehen werden. Durch Einbeziehung der wahrscheinlichsten Werte als zu diskontierende Ertragsgröße wird keine Risikoposition mit zu niedriger oder zu hoher Risikopräferenz einbezogen. Bei der Ermittlung des Wachstumsabschlags wird nämlich gerade kein zusätzliches Risiko berücksichtigt, sondern ein sachgerechter Abschlag ermittelt. Die unternehmenseigenen Risiken werden ausschließlich im Risikozuschlag abgebildet.

Realoptionen, bei denen der Wert von Erweiterungsinvestitionen mathematisch berechnet wird, sind bei der Ermittlung des Unternehmenswertes als objektivierter Wert nicht zu berücksichtigen. Gerade die Möglichkeit zur Ermittlung des Wertes von Erweiterungsinvestitionen spielt im Terminal Value definitionsgemäß keine Rolle, weil diese angesichts des eingeschwungenen Zustandes dort gerade nicht vorgenommen werden.

- (b) Diesem Ansatz einer unterhalb der (allgemeinen) Preissteigerungsrate liegenden Wachstumsabschlags kann nicht entgegengehalten werden, dadurch komme es zu einem dauerhaften Schrumpfen des Unternehmens. Es müssen nämlich auch die



Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, 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 18925/05; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 12386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12).

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 die Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von Creutzmann lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht ent-



nommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.

Ebenso wenig steht die Erhebung des Statistischen Bundesamtes, aus der sich ein Gewinnwachstum von jährlich 6,4 % bei deutschen Kapitalgesellschaften ergebe, dem Ansatz eines niedrigeren Wachstumsabschlages entgegen. In den in dieser Statistik ausgewiesenen Gewinnen ist nämlich auch thesaurierungsbedingtes Wachstum enthalten. Zudem verwiesen die Sachverständigen im Rahmen ihrer Anhörung auf die Effekte einer verbreiterten Kapitalbasis und darauf aufbauenden Investitionen.

Das thesaurierungsbedingte Wachstum kann indes nicht über den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Vielmehr wird ein Wertbeitrag aus Thesaurierung in der Ewigen Rente angesetzt, der sich auf einen Betrag von € 5,686 Mio. beläuft. In der Detailplanungsphase führte – wie bereits ausgeführt – die Thesaurierung zu einer Reduzierung des Zinsaufwands mit der Folge auch eines Vergleichs niedrigeren Risikozuschlags.

- (4) Eine unzulässige reformatio in peius kann in der Korrektur der Werte des Basiszinssatzes nach oben und des Wachstumsabschlages nach unten 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.



Demgemäß berechnet sich der Ertragswert der Creaton AG mit dem entsprechenden Kapitalisierungszinssatz auf Basis der obigen Ausführungen folgendermaßen:

	2006	2007	2008	2009 ff.
Jahresüberschuss	10.120	7.063	7.632	10.977
Dividende	2.049	2.049	2.049	5.291
Persönliche Ertragsteuer	-359	-359	-359	-926
Wertbeitrag aus Thesaurierung				5.686
Zu kapitalisierendes Ergebnis	1.691	1.691	1.691	10.051
Barwertfaktor	0,9733	0,9191	0,8679	16,0725
Barwerte	1.645	1.554	1.467	161.544
Ertragswert	166.211			

c. Die Sonderwerte bzw. das nicht betriebsnotwendige Vermögen der Gesellschaft sind in der Summe mit € 3,753 Mio. anzusetzen.

- (1) Der Wert des Grundstücks „Dillenburg/Frohnhausen“ muss dabei allerdings mit einem Betrag von nur mehr € 50.000,-- und damit einem geringeren Wert angesetzt werden. Ausschlaggebend für diese Bewertung ist die Maßgeblichkeit des Stichtags. Zu diesem Zeitpunkt war der Kaufvertrag über die Veräußerung dieses Grundstücks indes bereits unterzeichnet. Dann aber war der Kaufpreis auch bereits in der Wurzel angelegt gewesen, weshalb bei der Bewertung ein Betrag von € 50.000,-- angesetzt werden muss.
- (2) Andererseits musste ein noch offener Darlehensrest gegen die Ströher GmbH, Dillenburg als nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit einem Netto-Liquidationswert in Höhe von € 1,268 Mio. angesetzt



werden. Dieser Wert ergibt sich aus dem € 1,341 Mio. betragenden Barwert der Darlehensforderung, die sich nominal auf € 1,5 Mio. beläuft und in sechs gleichen Raten jeweils zum 30. September, beginnend im Jahr 2006, zurückgezahlt werden muss. Der so ermittelte Barwert wurde um einen Abschlag von 10 % als für die Kosten der Darlehensverwaltung sowie für die Übernahme des nicht liquiden Titels anfallender Abschlag gekürzt. Die Sachverständigen erhielten seitens der Gesellschaft keinerlei Auskunft, warum die Darlehensforderung im Zusammenhang mit dem Verkauf der Anteile an der Ströher GmbH durch die Creaton Kera-Dach GmbH & Co. KG als betriebsnotwendig eingestuft werden könnte. Folglich muss davon ausgegangen werden, dass diese Darlehensforderung frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt würde. Den Abzinsungszinssatz ermittelten die Sachverständigen nachvollziehbar unter Heranziehung der Renditen von Anleihen vergleichbarer Bonität auf der Basis einer aktuellen Einschätzung einer Wirtschaftsauskunft sowie der historischen Eigenkapitalquote, wogegen im Verfahren seitens der Beteiligten keine durchgreifenden Einwendungen erhoben wurden und auch nicht zu erheben sind.

- (3) Die gewerbesteuerlichen Verlustvorträge sowie das körperschaftsteuerliche Anrechnungsguthaben müssen mit insgesamt € 2,435 Mio. in die Unternehmensbewertung einfließen.
 - (a) Aus dem gewerbesteuerlichen Verlustvortrag im Jahr 2004 und dem gewerbesteuerlichen Gewinn der Creaton Kera-Dach GmbH & Co. KG für das Jahr 2004 errechnet sich ein Sonderwert von € 1,917 Mio., wobei maßgeblich die in der Zukunft hierdurch zu erzielende Steuerersparnis ist. Der steuerliche Verlustvortrag wäre unter Beachtung der Mindestbesteuerung planmäßig bis zum Jahr 2017 verbraucht. Der Verbrauch des gewerbesteuerlichen Verlustvortrages als Bemessungsgrundla-



ge multipliziert mit dem Gewerbesteuersatz ergibt die jährliche Gewerbesteuerersparnis, die dann allerdings in Höhe der Ausschüttungsquote der persönlichen Ertragssteuer der Aktionäre der Creaton AG unterliegt. Dabei kommt nach dem Halbeinkünfteverfahren ein typisierter Steuersatz von 17,5 % zur Anwendung. Der jährliche Vorteil wurde dann von den Sachverständigen ausweislich ihres Gutachtens mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abdiskontiert.

- (b) Als weiterer steuerlicher Sonderwert war der Barwert des körperschaftsteuerlichen Anrechnungspotenzials in Höhe von € 451.000,– anzusetzen. Dabei wurde unter Beachtung der Restriktionen des zum Bewertungsstichtag gültigen Verfahrens der jährliche maximale Betrag bis zum Jahr 2019 angesetzt. Die jährliche Erstattung von € 57.000,– wurde wiederum mit typisierten Ertragsteuern in Höhe von 17,5 % belastet und sodann mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert.
- (4) Weitere Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen waren nicht zu berücksichtigen.
- (a) Dies gilt zunächst für den Ansatz der Rohstoffreserven. Es kann nämlich nicht ausgegangen werden, dass Rohstoffreserven vorhanden sind, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt werde. Eine derartige freie Veräußerbarkeit lässt sich hier auch unter Berücksichtigung des sehr langen Zeitraums von über 100 Jahren, für den Rohstoffreserven insbesondere in Ungarn existieren, nicht annehmen. Sowohl für den Standort in Lenti als auch für das gesamte Unternehmen geht die Bewertung davon aus, dass keinerlei zeitliche Limitierung – beispielsweise auf die



nächsten 50 Jahre – bei der Erzielung finanzieller Überschüsse angenommen werden kann. Da die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit angelegt ist, muss es dann als konsequent angesehen werden, wenn die vorhandenen Rohstoffreserven in ihrer Gesamtheit als betriebsnotwendig angesehen werden.

- (b) Nicht betriebsnotwendige Liquidität war nicht vorhanden. Aus den im Halbjahresabschluss zum 30.6.2006 veröffentlichten Konzernzahlen kann nicht abgeleitet werden, die Creaton AG verfüge über eine nicht betriebsnotwendige Liquiditätsreserve. Wenn nicht betriebsnotwendige Mittel kapitalmarktgerecht angelegt werden, deutet ein Zinsertrag von nur € 20.000,-- bei gleichzeitig vorhandenen Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten in Höhe von € 5,615 Mio. darauf hin, dass praktisch keine nicht betriebsnotwendige Liquidität bei der Gesellschaft vorhanden ist.
- (c) Weitere Sonderwerte lassen sich nicht aus der Herabsetzung des Eigenkapitals bzw. der Auflösung von Kapital- und Gewinnrücklagen generieren. Auch derartige Maßnahmen können nur dann in die Unternehmensbewertung einfließen, wenn sie zum Stichtag der Hauptversammlung bereits in der Wurzel angelegt sind, wofür die Sachverständigen keinerlei Anhaltspunkte gefunden haben. Mögliche, aber noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind demnach nicht zu berücksichtigen, was auch für die Auflösung bestimmter Rücklagen oder Beschlüsse der Hauptversammlung zur Herabsetzung des Kapitals gelten muss.
- (d) Ein Sonderwert in Form der Marke „Creaton“ konnte und musste nicht in die Bewertung 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 (vgl. LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az.5HK O 22657/12; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

- (e) Soweit der Antragsteller zu 46) mit Schriftsatz seines Verfahrensbevollmächtigten vom 6.1.2009 gerügt hat, die Rückstellungen wegen strafrechtlicher Handlungen von Organmitgliedern seien werterhöhend abzulösen und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen als Sonderwerte zuzurechnen, kann dieser Vortrag keine Berücksichtigung finden. Zum einen erfolgte er – wenn auch vom Antragsteller nicht zu vertreten – außerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG, innerhalb der Rügen gegen die Angemessenheit der Kompensationsleistungen zu erheben sind, und muss bereits deshalb außer Betracht bleiben. Bei dieser Frist handelt es sich nämlich nicht nur um eine verfahrensrechtliche Frist, sondern zugleich auch um eine materiell-rechtliche Ausschlussfrist. Dies bedeutet, dass im Verfahren nur solche Rügen berücksichtigt werden können, die innerhalb der Antragsfrist vorgetragen wurden. Nach Ablauf der Frist ist nur eine Konkretisierung erhobener Rügen möglich, aber kein Vorbringen völlig neuer Bewertungsansätze (so Ederle/Theusinger in: Bürgers/Körber, AktG, 3. Aufl., Anh § 306 § 4 SpruchG Rdn. 6; Krieger/Mennicke in: Lutter, UmwG, 4. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 16; Kubis in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 567, 571; a.A. Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Vorb §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 25; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 13). Der Vortrag zu



Bußen in einem Kartellverfahren erfolgte nicht mehr innerhalb der Antragsfrist und konnte deshalb keine Berücksichtigung finden. Zum anderen aber muss davon ausgegangen werden, dass die Auflösung von Rückstellungen im Ergebnis keine Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat, da sich Bildung und Auflösung letztlich neutralisieren und es allenfalls zu Periodenverschiebungen kommt.

Demzufolge errechnet sich der Unternehmenswert aus dem abgezinnten Wert der Jahresüberschüsse in Höhe von € 166,211 Mio., zu dem die Sonderwerte von insgesamt 3,753 Mio. hinzuzuzählen sind, woraus sich dann ein Unternehmenswert von € 169,964 Mio. ergibt. Da die Vorzugsaktien eine Mehrdividende erhalten, im Übrigen aber keine unterschiedliche Behandlung von Vorzugs- und Stammaktie gerechtfertigt ist, muss der Barwert der Dividende berücksichtigt werden, der € 1,68 je Aktie beträgt. Der Unternehmenswert ohne den Barwert der Mehrdividende beträgt € 166,301, weshalb der Wert einer Stammaktie bei € 26,05 liegt. Demgemäß ist der Mehrwert je Vorzugsaktie von € 1,68 zu addieren, woraus sich dann ein Wert von € 27,73 errechnet. Da dieser Wert unter dem im Vergleichsweg festgelegten Wert der Barabfindung liegt, konnte eine Erhöhung nicht stattfinden, auch wenn der nunmehr ermittelte Ertragswert deutlich über demjenigen liegt, der von _____ für die Gesellschafter im Bewertungsgutachten ermittelt wurde. Allerdings findet eine Reformation in peius im Spruchverfahren nicht statt; es muss lediglich eine Erhöhung der Barabfindung unterbleiben.

- d. Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der von der Kammer bestellten Sachverständigen

Sie haben ihre schriftlichen Gutachten wie auch ihre Ausführungen während ihrer mündlichen Anhörung unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen erstellt. Dies ergibt sich insbesondere auch für die



von ihnen vorgenommene Korrektur hinsichtlich der Vorlaufkosten für das Werk Lenti II und die daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen. Hier konnten sie aufgrund der erst nach der Erstellung ihres Ausgangsgutachtens und insbesondere auch aufgrund der in der mündlichen Verhandlung neu gewonnen Erkenntnisse davon ausgehen, dass vor der Inbetriebnahme dieses neuen Werks Lenti II tatsächlich abzurechnende Vorlaufkosten entstehen. Wie bereits ausgeführt wurde, hat gerade auch der Vertreter der Antragsgegnerin dies für die Kammer überzeugend dargelegt, indem er auf die viel komplexere Geometrie der im Werk Lenti II produzierten Dachziegel hinwies. Daher durften diese Erkenntnisse der Entscheidung zugrunde gelegt werden. In ihrem Gutachten wie auch während ihrer Anhörung haben die Sachverständigen ihre Erkenntnisse widerspruchsfrei und nachvollziehbar begründet. An der Sachkompetenz von

hat das Gericht ebenso keine Zweifel wie an ihrer Unvoreingenommenheit. Sie haben sich eingehend mit den vorgebrachten Rügen sowie den Einwendungen gegen ihre Feststellungen auseinandergesetzt und dabei Korrekturen im Vergleich zu dem Bewertungsgutachten und dem diesen bestätigenden Bericht der Vertragsprüfer vorgenommen. Gerade dies zeigt, dass sie nicht einseitig Unternehmensinteressen vertreten, nachdem sie gerade bei den Planungen nicht plausible Annahmen ebenso korrigierten wie den Ansatz des Risikozuschlags, was sich zugunsten der Aktionäre auswirkte. Andererseits haben sie auch Anpassungen vorgenommen, die in ihren Auswirkungen sich auf den Unternehmenswert für die Aktionäre nachteilig auswirken. Sowohl in dem Ergänzungsgutachten wie auch in ihrer Anhörung haben sie sich eingehend und kenntnisreich mit den Einwendungen gegen ihre Feststellungen auseinandergesetzt und dabei vor allem auch begründet, warum sie den Einwendungen nicht folgen konnte. Die vorgenommenen Korrekturen beruhen auf im Verlaufe des Verfahrens gewonnenen neuen Erkenntnissen. Daher können diese Korrekturen die Verwertbarkeit ihrer Ausführungen ebenso wenig in Frage stellen wie die Fach- und Sachkompetenz der beiden Sachverständigen. Gerade der Umstand, dass sie aufgrund neuer



Hinweise bereit sind, ihre Ausführungen zu überdenken, spricht für ihre Kompetenz.

Daher macht sich die Kammer die Ausführungen von
nach nochmaliger Überprüfung und Würdigung in
vollem Umfang zu eigen.

2. Eine höhere Barabfindung lässt sich nicht über andere Bewertungsparameter ermitteln.

- a. Der Börsenkurs führt zu keiner höheren Barabfindung. Zum einen wurde er anhand des gewichteten Durchschnittskurses in einem Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt; dieser Ansatz entspricht der mittlerweile h.M. in Rechtsprechung und Literatur (vgl. hierzu BGHZ 186, 229, 233 ff. = NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.), die nunmehr auch in ständiger Rechtsprechung von der erkennenden Kammer vertreten wird (vgl. LG München I ZIP 2013, 1664, 1666 = AG 2014, 168, 169; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.6.2011, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 14.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom



27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09). Doch selbst wenn man auf einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung abstellen wollte, würde sich kein höherer Wert ergeben, nachdem der Börsenkurs an der Börse Frankfurt ausweislich des Vortrags der Antragsgegnerin und einer von ihr übergebenen Aufstellung im Zeitraum vom 13.01.2006 bis zum 13.07.2006 nie über € 26,-- lag.

- b. Über den Liquidationswert lässt sich eine höhere Barabfindung gleichfalls nicht herleiten. Dieser Wert musste vorliegend auch nicht ermittelt werden. 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. 674). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764), 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). 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 erwirtschaftete die Creaton AG in den Jahren der Vergangenheitsanalyse von 2003 bis 2005 Überschüsse mit steigender Tendenz. Demgemäß ging die Planung auch für die Detailplanungsphase ebenso



die 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 Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag keinerlei Aussicht gehabt hätten.

- c. Für die Bemessung der angemessenen Barabfindung im Sinne des § 305 AktG spielt es keine Rolle, dass die Antragsgegnerin einen deutlich höheren Preis für Aktien der Creaton AG im Vorfeld dieses Unternehmensvertrages bezahlt hat. Vorerwerbspreise sind für die Angemessenheit der (Bar-)Abfindung ohne Bedeutung. Soweit teilweise in der Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise 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 Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung 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; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 48 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 57 f.; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 31; Stephan in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 305 Rdn. 111; Viel in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 67; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 6; Vetter AG 1999, 569, 572).

- d. Für den Aufschlag auf die Barabfindung wegen der Kosten der Alternativanlage fehlt es an einer hinreichenden Rechtsgrundlage. Diese kann nicht in der zur Bemessung der Angemessenheit der Barabfindung allein maßgeblichen Regelung in § 305 Abs. 1 und Abs. 3 AktG gesehen werden. Ein Aktionär kann nur den Wert seines Anteils ersetzt verlangen. Bei den Aufwendungen, die einem Aktionär für die Beschaffung einer Alternativanlage erwachsen, handelt es sich nicht um die Verhältnisse der Gesellschaft, weshalb dieses Verlangen im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben der § 305 Abs. 1 und Abs. 3 AktG steht und folglich bei der Frage nach der Angemessenheit der Barabfindung nicht berücksichtigt werden kann.



3. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind nicht geboten. Namentlich musste keine Anordnung auf Vorlage sämtlicher Unterlagen, namentlich der Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfer getroffen werden. Die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG sind nicht erfüllt. Die Antragsgegnerin ist nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie der Vertragsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG



Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

Angesichts dessen waren die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung zurückzuweisen.

III.

Der Antrag auf Festsetzung eines höheren Ausgleichs ist dagegen begründet, weil auch der im Vergleichsweg festgelegte Betrag von € 1,28 brutto je Vorzugsaktie nicht angemessen ist.

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 seine Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergeben-



de 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/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 2). 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 Ertrags Erwartungen 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 von dem Wert zum insoweit von keinem der Beteiligten in Frage gestellten Stichtag der Hauptversammlung am 13.7.2006. Vorliegend war dabei auch das nichtbetriebsnotwendige Vermögen in die Bewertung einzubeziehen, weil dieses aufgrund der vorgegebenen Berechnungsparameter in den Vertrag einbezogen wurde.

- b. Der Verrentungszinssatz beträgt vorliegend 6,16 % vor typisierter Ertragssteuer. 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. Das Risiko des garantierten Ausgleichs lebt namentlich im Falle der Beendigung des Unternehmensvertrages wieder auf. 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 anerkannte 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 Ergebnisabführungsvertrag erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung des 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.).

Bei der Höhe des Verrentungszinssatzes und dem Zuschlag zum Basiszinssatz konnten die Sachverständigen den Risikozuschlag aus beobachtbaren Kapitalmarktdaten der Peer Group-Unternehmen ableiten. Damit erreicht man eine bessere Vergleichbarkeit als mit einem ausschließlich risikoadjustierten Zinssatz, bei dem die Hälfte des anzusetzenden Risikozuschlags zum Basiszinssatz addiert wird. Der von den Sach-



verständigen gewählte Ansatz über den für Unternehmensanleihen bei der Lafarge S.A. beobachtbaren Risikozuschlag gegenüber festverzinslichen Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit als Untergrenze ist sachgerecht, nachdem die Anleihe der Lafarge S.A. die längste Laufzeit auswies. Die ebenfalls herangezogenen Unternehmensanleihen der Wienerberger AG und der jedenfalls in die Peer Group der Bewertungsgutachter aufgenommenen Compagnie de Saint-Gobain S.A. hatten deutlich kürzere Laufzeiten und sind demzufolge nicht so gut mit einem Unternehmensvertrag vergleichbar. Der so ermittelte Wert von 1,21 % muss die Untergrenze sein, weil festverzinsliche Wertpapiere eine begrenzte Laufzeit haben, während die Ausgleichszahlung erst mit der Kündigung des Unternehmensvertrages endet und somit deren Laufzeit stark von der Situation des beherrschten Unternehmens abhängt. Folglich muss der Zinssatz höher sein als der Zinssatz, zu dem ein Anleger in ein festverzinsliches Wertpapier investiert. Die Obergrenze muss demgegenüber in der anzusetzenden Risikoprämie zu sehen sein, weshalb diese bei 2,1 % liegt. Daher musste der Mittelwert aus Ober- und Untergrenze von 1,66 % herangezogen werden, woraus sich dann ein Verrentungszinssatz von 6,16 % vor typisierten Ertragsteuern ergibt.

Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, das Risiko müsse angesichts der von der Muttergesellschaft in dem vor dem Oberlandesgericht München abgeschlossenen Vergleich übernommenen Bürgschaft als niedriger eingestuft werden. Die Aktionäre sind nämlich nicht nur dem Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin ausgesetzt, das durch die Übernahme einer Sicherheit durch die Konzernobergesellschaft gegebenenfalls tatsächlich abgemildert sein kann. Indes bleibt für sie das Risiko der Beendigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages und das damit verbundene Risiko, dann Aktionär einer Gesellschaft zu sein, die insbesondere nachteiligen Weisungen durch die herrschende Gesellschaft ausgesetzt war und deren Ertragskraft dadurch deutlich gemindert ist. Dieses Risiko kann durch die Übernahme einer Bürgschaft nicht abgemildert werden.



- c. Die Art und Weise der Ermittlung des Ausgleichs kann nicht beanstandet werden. Ausgangspunkt sind die im Vergleich zum Bewertungsgutachter modifizierten Werte, die auf der Anpassung des Unternehmenswertes beruhen. Ausgangspunkt ist dabei der Rentenbetrag vor typisierter Ertragssteuer von € 1,71 brutto, von dem die typisierte Ertragssteuer von 35 % abzuziehen ist, woraus sich dann ein Wert von € 1,11 netto ergibt. Hiervon ausgehend ergeben sich dann der Wert je Vorzugsaktie vor typisierter Ertragssteuer nach dem Halbeinkünfteverfahren und ein Bruttoausgleich von € 1,35 je Vorzugsaktie. Demgemäß errechnet sich dann die Ausgleichszahlung auf einen Wert von € 1,83 vor Unternehmenssteuern, nämlich der Körperschaftsteuer und dem Solidaritätszuschlag. Dieser Wert ist als angemessener Ausgleich festzusetzen gewesen.

Dabei kann der Ansatz typisierter Steuersätze nicht beanstandet werden. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar (vgl. OLG München AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; Beschluss vom 5.6.2013, Az. 20 W 6/10, zitiert nach juris; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insb. 491).

- e. Für die Bemessung der Höhe der festen Ausgleichszahlung im Sinne des § 304 Abs. 1 und Abs. 2 AktG spielt der Börsenkurs bereits im Ausgangspunkt keine Rolle. Dies resultiert aus der Erwägung 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 ver-



zinst 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, 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.).

In Bezug auf den Ausgleich bilden die Ausführungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen gleichfalls eine tragfähige Grundlage für die Entscheidung. Wie oben unter B. II. 1. d dargestellten Erwägungen zur Würdigung der Ergebnisse der durchgeführten Beweisaufnahme gelten hier in gleicher Weise.

IV.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 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 Anhörung und der Beweisaufnahme weitergehende und vor allem zu einem höheren Ertragswert, wenn auch nicht zu einer höheren Barabfindung führende 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.; 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 eine 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 ausdrücklich 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 erheblichen Erhöhung kommt, kann eine Kostenaufteilung nicht stattfinden. Dies gilt auch, wenn der Abfindungsbetrag im Spruchverfahren nicht (mehr) verändert wurde. Selbst wenn die erhobenen Rügen nicht zu einer weiteren 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 resultiert aus § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F., der ebenfalls aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet. Aufgrund dieser Vorschrift war vorliegend der Höchstwert von € 7.500.000,-- anzusetzen. Die Berechnung auf der Grundlage von § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F. führt zu einem Wert, der oberhalb der Höchstgrenze liegt. Der für den Ausgleich in Anwendung von § 24 Abs. 1 lit. b KostO ermittelte Wert liegt bei € 13.836.830,--. Anzusetzen ist nämlich aufgrund von § 24 Abs. 1 KostO der 12,5-fache Wert der erhöhten Kompensation von 0,56 € je Aktie, multipliziert mit der Zahl der betroffenen außenstehenden Aktien am Tag nach dem Ende der Antragsfrist; dies waren ausweislich der Stellungnahme der Antragsgegnerin 1.976.690 Aktien. Da die Kompensation nach dem Bruttobetrag ausgewiesen wird, sieht die Kammer keinen Anlass, diesen Wert nicht anzusetzen (a.A. ohne nähere Begründung Roßkopf 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.