



Landgericht Köln

Beschluss

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren
zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung betreffend
das Squeeze out der Solarparc AG

hat die 11. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
nach der mündlichen Verhandlung vom 13.03.2014 am 14.01.2016
durch ihre Mitglieder und

beschlossen:

I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 8,59 je
Inhaberstückaktie werden zurückgewiesen.

II. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten einschließlich der Kosten der
Anhörung der Abfindungsprüfer sowie die Kosten des gemeinsamen
Vertreter.

Die Antragsteller und die Antragsgegnerin tragen ihre außergerichtlichen
Kosten jeweils selbst.

III. Der Geschäftswert sowie der Wert für die vom Antragsgegner zu
tragende Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als
Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf €
200.000,-- festgesetzt.

Gründe:

A.

1.

a)

Die Antragsgegnerin war mit 95,00002 % des Grundkapitals, nämlich 5.700.001 von 6.000.000 auf den Inhaber lautenden nennwertlosen Stückaktien Hauptaktionärin der Solarparc AG, Bonn (im Folgenden: Gesellschaft). Die Antragsteller waren Minderheitsaktionäre.

Die Gesellschaft ist ein börsennotiertes Unternehmen der regenerativen Energiebranche. Sie ist Muttergesellschaft zahlreicher Projektgesellschaften und als solche verantwortlich für das strategische und operative Geschäft der Stromerzeugung und des Großanlagengeschäfts. Dementsprechend gliedert sich der Konzern der Gesellschaft in zwei Geschäftsbereiche, nämlich zum einen die **regenerative Stromerzeugung** sowie das **Großanlagengeschäft**. Letzteres umfasst die Konzeption, Projektierung und Vermarktung von regenerativen Kraftwerken und wird im Übertragungsbericht als zentraler Pfeiler des Geschäfts bezeichnet. Der Geschäftsbereich regenerative Stromerzeugung unterteilt sich in die Segmente „reine regenerative Stromerzeugung“ (eigene Windkraft- und Fotovoltaikanlagen sowie Stromerzeugung mit Bio-Diesel) und „Betriebsführung“ (fremde Anlagen).

Bei Umsatzerlösen von 17.744 T€ wurden im Geschäftsjahr 2011 durchschnittlich 31 Mitarbeiter sowie zwei Vorstandsmitglieder beschäftigt. Der Jahresüberschuss der Gesellschaft 2011 betrug 7005 T€. Die Vorstandsmitglieder

) sind

zugleich Vorstand der Antragsgegnerin.

b)

Mit Schreiben vom **8. Februar 2012** richtete die Antragsgegnerin das förmliche Verlangen an den Vorstand der Solarparc AG, die Hauptversammlung gemäß § 327 a Abs. 1 S. 1 AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die Solarparc AG hat den Erhalt dieses Schreibens mit ad hoc Mitteilung vom selben Tag bekannt gemacht.

In der ordentlichen Hauptversammlung der Solarparc AG vom **23. Mai 2012** wurde der Beschluss gefasst, die auf den Inhaber lautenden Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327 a ff. AktG zu übertragen. Als Abfindung wurde ein Betrag von 8,59 EUR je auf den Inhaber lautende Aktien bestimmt. Die Höhe der Barabfindung war zuvor von der Antragsgegnerin in ihrem **Übertragungsbericht vom 30.3.2012** auf Grundlage einer von der
erstellten **gutachtlichen Stellungnahme vom 29.03.2012** festgelegt worden. Der der von der Kammer mit Beschluss vom 2.3.2012 gerichtlich bestimmte sachverständige Prüfer
hat in seinem **Prüfbericht vom 2.4.2012** die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bestätigt.

Die Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister erfolgte am 5.7.2012, die **Bekanntmachung im gemeinsamen Registerportal der Länder am 9.7.2012** (AH 120) und die Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger am 12.7.2012 (AH 121).

I
n dem Übertragungsbericht vom 30.3.2012 wird ein objektivierter Unternehmenswert der Solarparc AG unter Einbeziehung von Sonderwerten in Höhe von 37,0 Millionen EUR ermittelt, was bei der zu Grunde gelegten Anzahl von 6 Millionen Aktien einen rechnerischen Wert von 6,16 EUR pro Aktie entspricht. Der durchschnittliche gewichtete Börsenkurs für einen vor Veröffentlichung der Ankündigung der gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme durch ad hoc Mitteilung vom 8.2.2012 an eben diesem Tage endenden Dreimonatszeitraum (also vom 8.11.2011 bis 7.2.2012) wurde unter Bezugnahme auf die Angaben von Bloomberg mit 8,59 EUR angegeben. Da dieser Wert über dem zuvor ermittelten Unternehmenswert pro Aktie liegt, wurde er für die Abfindung zu Grunde gelegt.

c)

Die von der

erstellte **gutachtliche Stellungnahme vom 29.03.2012** orientiert sich an den Grundsätzen IDW S 1 und erfolgte auf den Tag der Hauptversammlung als Stichtag. Bei Zugrundelegung des Ertragswertverfahrens kommt zu einem objektivierten Unternehmenswert der Gesellschaft zum Stichtag von rund 37,0 Mio. EUR.

Der Ermittlung dieses Wertes liegen eigens zum Zweck der Unternehmensbewertung im Rahmen des squeeze-out erstellte Planungsrechnungen des Vorstands für die Jahre 2012 - 2030 (Planungsphase I) zu Grunde, die am 26.3.2012 vom Vorstand der Gesellschaft verabschiedet wurde.

Für den Geschäftsbereich *Großanlagengeschäft* wird für die Jahre 2012-2016 (fünf Jahre) im Detail geplant. Anschließend wird die Situation des Jahres 2016 für diesen Geschäftsbereich unter Zugrundelegung von Trendentwicklungen mit einem Prozent pro Jahr bis zum Jahr 2030 fortgeschrieben.

Für die Planung des Geschäftssegments *Stromerzeugung aus Eigenbestand* wird die Planung „anlagenscharf“ bis zum Ende der Laufzeit der jeweiligen Anlage fortgeschrieben und der Planungshorizont insgesamt bis zum Jahr 2030 erweitert. Hintergrund hierfür ist nach Darstellung von dass Windkraft- und Photovoltaikanlagen jeweils eine Laufzeit von 20 Jahren hätten, die sich an der technischen und wirtschaftlichen Nutzungsdauer und an der Förderung nach dem EEG orientiere. Nach Ablauf dieser Laufzeit gehe die Gesellschaft entsprechend ihrer derzeitigen Bilanzierung von einem Rückbau der Anlagen aus. Ein Neubau von selbst betriebenen Windkraftanlagen sei aufgrund der geänderten Rahmenbedingungen und des erforderlichen Kapitaleinsatzes für Neuinvestitionen in der Zukunft nicht absehbar und finde deshalb in der Planung keine Berücksichtigung.

Dem Geschäftssegment *Betriebsführung* liegt bei einem unterstellten Mengenwachstum ein Planungszeitraum bis zum Jahr 2030 zu Grunde.

Für die Gesellschaft ist die Ausrichtung als Projektierer und Betriebsführer für Photovoltaikanlagen mit dem letzten Planjahr 2030 abgeschlossen. Die mit den konzerneigenen Windkraft- und Photovoltaikanlagen verbundenen Erträge und Aufwendungen finden deshalb in der Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre ab 2031 keinen weiteren Niederschlag (vgl. die Übersicht auf Seite 35 des Gutachtens). Für die Folgejahre ist auf der Grundlage der Planzahlen für das Jahr 2030 ein nachhaltiges Ergebniswachstum von 1,0 % pro Jahr zugrundegelegt. Für die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums ab 2031 geht davon aus, dass die Hälfte der ausschüttungsfähigen Beträge thesauriert wird. Für die Jahre 2012-2030 wird hingegen von einer Vollausschüttung ausgegangen.

Bei der auf dieser Planung basierenden Ermittlung des Ertragswertes wurde ein **Basiszinssatz von 2,50 %** (vor Abzug der persönlichen Einkommensteuern) bzw. nach Abzug der pauschalen Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,38 % ein solcher von **1,84 %** zugrundegelegt. Die **Marktrisikoprämie** wird nach dem (Tax-) CAPM mit **5,0 %** (nach persönlicher Einkommensteuer), das unternehmensspezifische Risiko mit einem unternehmenseigenen **Betafaktor von 0,68** (unverschuldet) in Ansatz gebracht.

Zur Plausibilisierung dieses Wertes hat eine Peer-Group gebildet und kommt zu dem Ergebnis, dass der unternehmenseigene Betafaktor von 0,68 unter dem der Vergleichsunternehmen liege. Daraus ergeben sich für die Jahre 2012-2030 Kapitalisierungszinssätze zwischen 5,24 % und 6,64 %. Für die ewige Rente (Planungsphase II ab 2031) ist ein **Wachstumsabschlag von 1,0 %** angesetzt. Für die ewige Rente ergibt sich sodann nachhaltig ein Kapitalisierungszinssatz von 4,24 % (siehe die Übersicht in Appendix A des Gutachtens).

Unter Zugrundelegung der vorbeschriebenen Parameter gelangt zu einem Ertragswert per 23.5.2012 von rund 32,5 Mio. EUR. Hinzugerechnet wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen, welches frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (Sonderwerte). Als solche setzt ein Verwertungsrecht von drei Solarparks in **Extremadura**/Spanien im Wert von 1.619 T€ sowie den Veräußerungswert einer Beteiligung von 11,7 % an der Solarparc Deutschland I GmbH & Co. KG (**SPD I**) in Höhe von 2.871 T€, insgesamt also 4,49 Mio € an. Daraus ergibt sich der Unternehmenswert von gerundet 37,0 Million EUR, was unter Zugrundelegung von 6 Millionen Stück Aktien einen Wert je Aktie von 6,16 EUR ergibt.

Für die Bestimmung der Abfindung bildet der Börsenkurs nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94) die Untergrenze. Bei der Ermittlung des Börsenkurses ist ein Referenzkurs zu Grunde zu legen, der sich aus dem umsatzgewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt, wobei der zugrundezuliegende dreimonatige Referenzzeitraum am Tag vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme endet (BGH, Beschluss vom 19.7.2010, ZIP 2010, 1693 ff. –

Stollwerck). Maßgeblich ist im vorliegenden Fall mithin der Zeitraum von drei Monaten vor dem 8.2.2011 (ad hoc-Mitteilung). Auf Basis der von Bloomberg mitgeteilten Volumina und Umsätze ergibt sich ein Durchschnittskurs von 8,59 EUR. Da dieser Betrag über dem im Rahmen der Unternehmensbewertung ermittelten Betrag liegt, ist er als angemessene Abfindung zu Grunde gelegt worden.

Wegen der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin wird auf das von der Antragsgegnerin übermittelte Bewertungsgutachten von
Bezug genommen.

d)

Der sachverständige Prüfer gelangt unter Auseinandersetzung mit den Einzelheiten der Bewertungsparameter zu dem Ergebnis, dass die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung von 8,59 EUR je Aktie angemessen ist. Wegen der Einzelheiten wird auf den Bericht des Sachverständigenprüfers vom 2. April 2012 verwiesen.

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 9.10.2012 eingegangenen Anträge machen die Antragsteller geltend, die festgesetzte Barabfindung von 8,59 € je Stückaktie sei zu niedrig und daher unangemessen.

a) (Bewertungsmethode)

Einige Antragsteller sind der Auffassung, bereits die gewählte Bewertungsmethode sei unzutreffend (z.B. Bl. 218 ff.). Die Gesellschaft sei die 100%ige Muttergesellschaft zahlreicher Konzernunternehmen. Die Tochtergesellschaften machten den Wert der Gesellschaft aus, weshalb es zur Wertermittlung erforderlich sei, die Verkehrswerte sämtlicher im Eigentum oder Teileigentum der Gesellschaft stehender Töchter zu ermitteln. Bezüglich jeder Projektgesellschaft, deren Wert aus der jeweils betriebenen Anlage resultiere, hätte der Verkehrswert ermittelt und geprüft werden müssen, ob die Veräußerung nicht günstiger gewesen wäre. Die fiktiven Veräußerungserlöse hätten sodann bei dem Verkehrswert der Gesellschaft berücksichtigt werden müssen.

b) (Planung)

1) Detailplanungsphase

(a) Die Antragsteller sind ferner der Auffassung, die von den Gutachtern und von dem sachverständigen Prüfer für die Unternehmensbewertung gebilligten und zu Grunde gelegten Planannahmen seien viel zu pessimistisch und deshalb nicht plausibel.

Hierzu falle zunächst der extrem kurze Zeitraum auf, in dem die Unternehmensplanung erstellt worden sei. So sei die Unternehmensplanung erst am 26.3.2012 von dem Vorstand verabschiedet, dass Bewertungsgutachten von bereits am 29. März und die sachverständige Prüfung am 2. April 2012 erstellt worden. Zu bedenken sei ferner, dass die Planung nicht etwa aus bereits vorhandenen Planungsrechnungen abgeleitet, sondern gerade zum Zwecke der Unternehmensbewertung für das squeeze out erstellt worden sei. Zudem sei zu berücksichtigen, dass der Vorstand der Gesellschaft personenidentisch mit dem der Hauptaktionärin sei.

(b) Auch die in Ansatz gebrachten Zahlen seien nicht plausibel. So widerspreche der prognostizierte Rückgang der prognostizierten Umsatzerlöse der bisherigen Entwicklung, die insbesondere durch eine Verdoppelung des EBIT von 2010 auf 2011 geprägt sei. Auch im Geschäftsbericht 2011 heiße es, dass ein Ergebnisrückgang nicht erwartet werde.

Nicht nachvollziehbar seien auch die für die zurzeit bestehenden Anlagen angesetzte Lebensdauer von 20 Jahren und der Wegfall sämtlicher Geschäftsfelder außer dem Großanlagengeschäft ab 2030. Es sei davon auszugehen, dass auch nach Ablauf dieses Zeitraums Umsätze aus den bestehenden Anlagen erwirtschaftet werden könnten.

Überdies sei nicht nachzuvollziehen, aus welchen Gründen die Umsätze aus Stromeinspeisung in den Zeitraum von 2012-2029 kontinuierlich rückläufig sein sollten.

Der Rückgang der Umsatzerlöse aus dem Anlagengeschäft vom Jahr 2012 auf das

Jahr 2013 – hier ist ein Rückgang der Umsatzerlöse von rund 47,8 auf rund 23,9 Millionen EUR prognostiziert – sei ebenfalls nicht nachvollziehbar.

Die Steuerlast für die geplanten Ausschüttungen in der Detailplanungsphase sei zu hoch, weil fiktiv unterstellt werden müsse, dass die Ausschüttungen zunächst aus einem bei der Gesellschaft vorhandenen steuerlichen Einlagenkonto nach § 27 KStG erfolgten und damit zumindest teilweise steuerfrei seien (437).

(c) Synergiepotenziale würden überhaupt nicht berücksichtigt.

(d) Widersprüchlich sei auch die Entwicklung der Umsatzerlöse einerseits und die der prognostizierten Kosten andererseits. Während die Umsatzerlöse sich etwa halbierten, bleibe der Materialaufwand ab 2013 im wesentlichen unverändert und steige der Personalaufwand sogar an.

(e) Fehlerhaft sei es ferner, dass die Planung den geschäftlichen Risiken Rechnung trage. Dies sei systemwidrig. In Ansatz zu bringen seien mittlere Umsatzerwartungen, während die Risiken über die Marktrisikoprämie abzubilden seien.

(f) Der gewählte Detailplanungszeitraum von 18 Jahren sei viel zu lang. Üblich sei eine Detailplanung für 2-5 Jahre.

(g) Die Annahme einer Vollausschüttung in der Detailplanungsphase entspreche zudem nicht dem Ausschüttungsverhalten in der Vergangenheit und entspreche auch nicht der Üblichkeit. Deutsche Aktiengesellschaften schütteten im Durchschnitt lediglich 30 % der Erträge aus.

(h) Die Unternehmensplanung der Gesellschaft weise für die Jahre 2013 - 2029 Sonderausschüttungen aus (vergleiche Gutachten Appendix A). Dies resultiere nach den Ausführungen von aus einem Aufbau nicht betriebsnotwendiger Liquiditätsbestände. Gleichwohl seien diese Sonderausschüttungen bei der Ertragswertberechnung berücksichtigt worden. Dies sei fehlerhaft, denn die

Sonderausschüttungen müssten dem ohne sie ermittelten Ertragswert als Sonderwert unkapitalisiert hinzugerechnet (z.B. Bl. 484) oder aber thesauriert und zum Schuldenabbau verwendet werden (z. B. Bl. 844 f.).

(2) Ewige Rente

(a) Die Ausschüttungsquote für die Zeit der ewigen Rente werde mit 50 % planwidrig angenommen. Es sei nicht ersichtlich, warum für die Zeit der ewigen Rente von der bis dahin prognostizierten Vollausschüttungsannahme abgewichen werde. Die Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % sei überdies nicht branchenüblich.

(b) Einige Antragsteller halten die Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne für willkürlich (z.B. Bl. 139). Hierdurch werde der Unternehmenswert erheblich zu niedrig ausgewiesen. Richtig sei es, die den Anteilseignern durch die Thesaurierung zufließenden Wertsteigerungen vollständig, d.h. ohne Steuerabzug zur Verfügung zu stellen.

(c) Ebenfalls wird beanstandet, dass im Bereich der ewigen Rente ein Betrag von 8000 EUR jährlich als Thesaurierung zur Wachstumsfinanzierung in Ansatz gebracht worden ist. Hierfür gebe es keine Grundlage. Auch die Richtlinie IDW S1 sehe solches nicht vor.

c) (Kapitalisierungszinssatz)

Die Bewertungsparameter entsprächen nicht der Realität.

(1) Basiszinssatz

Die Antragsteller sind der Auffassung, der Basiszinssatz sei mit 2,5 % zu hoch angesetzt.

(a) So sei bereits die Orientierung an Anleihen der öffentlichen Hand als vermeintlich risikolose Vergleichsanlage unzutreffend. Auch diese Anleihen enthielten nämlich ein Zahlungsausfallrisiko und damit auch eine Prämie für die Übernahme dieses Risikos im Zinssatz. Richtigerweise müsse deshalb der Basiszinssatz, der die risikolose Alternativanlage abbilden solle, unterhalb der Kredite von Staatsanleihen liegen.

(b) Das Abstellen auf eine Laufzeit von 30 Jahren halten einige Antragsteller für unrealistisch, weil die Gesellschaft sich stets in kürzeren Zeiträumen refinanzieren. Die Ansätze solcher Laufzeit adäquater Zinssätze ergäben einen deutlich niedrigeren Basiszinssatz als den in Ansatz gebrachten für eine 30 jährige Laufzeit. Bei kürzeren Laufzeiten sei der Zins niedriger.

Andere Antragsteller halten es für erforderlich, die zukünftigen Zuflüsse mit zeitlich kongruenten, laufzeitspezifischen Diskontierungssätzen zu verbarwerten. Man müsse deshalb für die jeweiligen Kapitalisierungszinssätze der einzelnen Planjahre die Zinssätze risikoloser Investments für ein Jahr, zwei Jahre, drei Jahre et cetera ansetzen.

(c) Es sei überdies unberücksichtigt geblieben, dass auch die Rückzahlung deutscher Staatsanleihen durchaus risikobehaftet sei. Aus diesem Grunde sei der Zinssatz für zehnjährige Staatsanleihen von Norwegen oder der Schweiz in Ansatz zu bringen. Dieser betrage 1,00 - 1,1 % vor Steuern.

(d) Ferner wird beanstandet, dass der zugrundegelegte Basiszinssatz nicht auf den Bewertungsstichtag angepasst worden sei.

(2) Risikozuschlag

(Vorab) (Tax-)CAPM als Bewertungsparameter

Einige Antragsteller halten die Ermittlung des Risikozuschlages nach dem (Tax-)CAPM für unzutreffend und verweisen auf die insofern immer häufiger geübte Kritik auch in der jüngeren Rechtsprechung.

(a) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie sei überdies auch nach der üblichen Ermittlungsmethode mit 5,0 % nach Steuern zu hoch angesetzt. Die angebliche Überrendite von Aktien gegenüber Anleihen sei im Übrigen einen Mythos. Die Zahlen neuerer Untersuchungen zeigten, dass in Wahrheit eine Überrendite überhaupt nicht festzustellen sei. Jedenfalls sei es nicht zu rechtfertigen, die Marktrisikoprämie wegen der Finanzkrise höher anzusetzen.

(b) Beta-Faktor

Auch der das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum (Gesamt-) Marktportfolio abbildende Betafaktor sei mit 0,68 zu hoch angesetzt. Seine Ermittlung sei überdies fragwürdig, denn die herangezogene Peer-Group von nur vier Unternehmen sei keine belastbare Basis. Zudem sei die Ermittlung auf Basis eines 5-jährigen Renditeintervalls fehlerhaft.

d) (Wachstumsabschlag)

Auch der Wachstumsabschlag sei mit einem Prozent deutlich zu gering bemessen. Die bisherige dynamische Entwicklung des Marktes werde ausgeblendet. Entsprechend den von der EZB erwarteten Preissteigerungen sei wohl ein Wert von 2,5 % richtig. Jedenfalls dürfe der Wachstumsabschlag nicht unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate liegen. Retrospektiv sei überdies davon auszugehen, dass die deutschen Unternehmen in der Zeit von 1992 - 2009 mit durchschnittlich 2,4 % p. a. gewachsen seien bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,9 % (z. B. Bl. 370 ff).

e) (Sonderwerte)

Die Antragsteller beanstanden, nur unzureichend seien Sonderwerte berücksichtigt.

Hinzuzurechnen seien die in der Unternehmensbewertung als Sonderausschüttungen erfassten nicht betriebsnotwendigen Mittel (vergleiche hierzu schon oben). Ferner sei unberücksichtigt geblieben, dass die Gesellschaft zum 31.12.2011 über liquide Mittel von 6,5 Mio EUR verfügt habe, die ebenfalls als nicht betriebsnotwendig als Sonderwert in Ansatz hätten gebracht werden müssen. Es sei auch nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen für das Planjahr 2012 ein Betrag von knapp 5 Mio EUR zum Aufbau einer Mindestliquidität thesauriert worden sei. Aus der Planung ergebe sich auch nicht, ob alle im Betriebsvermögen vorhandenen Grundstücke betriebsnotwendig seien. Für den Ansatz des Verwertungsrechts Extremadura mit 1,6 Million EUR gebe es keinerlei belastbare Wertindikationen. Der Ansatz des bilanziellen Wertes sei nicht zureichend. Überhaupt nicht berücksichtigt werde der Wert der Marke „Solarparc“. Schließlich sei auch der Wert für die Beteiligung an der Solarparc Deutschland I GmbH & Co. KG nicht nachzuvollziehen.

f) Börsenkurs

Der Börsenkurs sei unzutreffend ermittelt. Überdies werde nicht berücksichtigt, dass der Tag der Hauptversammlung deutlich später liege als das Ende des von dem Bewertungsgutachten zugrundegelegten Referenzzeitraums. Dies zwingt nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu einer Anpassung, um die Minderheitsaktionäre nicht von einer positiven Börsenentwicklung auszuschließen.

g) Kosten der Alternativanlage, Verzinsung

Die Antragsteller sind der Auffassung, die Kosten für das Eingehen einer Alternativanlage nebst Informationsbeschaffung seien in der vollen Entschädigung mit einem Prozent der zu investierenden Summe zu berücksichtigen. Dies sei bislang nicht geschehen. Außerdem sei die Abfindung ab dem Tag ihrer Fälligkeit, sprich ab dem Datum der Hauptversammlung (23.5.2012) zu verzinsen.

3. Die Antragsgegnerin beantragt die Zurückweisung der Anträge, weil der anhand des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses ermittelte Abfindungsbetrag angemessen sei.

Soweit beanstandet werde, das zugrundegelegte Ertragswertverfahren sei im vorliegenden Fall deshalb nicht zielführend, weil der Wert der Gesellschaft durch die zahlreichen Beteiligungen an den Konzernunternehmen gebildet werde und dass deren Wert bestimmt werden müsse, sei dieser Einwand unberechtigt. Es lasse sich daraus kein höherer Unternehmenswert der Gesellschaft ableiten, weil es keine vorhandenen Angebote von interessierten Käufern für die einzelnen Beteiligungen gebe. Auch insofern müsste also eine Ertragswertberechnung stattfinden, die allerdings auf den gleichen tatsächlichen Annahmen beruhen würde, wie die vorliegende Ertragswertberechnung.

Die Planannahmen seien plausibel, eine darüber hinausgehende Prüfung dürfe im Spruchverfahren nicht erfolgen. Dass der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer parallel geprüft hätten, sei nicht zu beanstanden. Ein derartiges Vorgehen sei effizient und seit langem üblich, in der Rechtsprechung sei ein derartiges Vorgehen anerkannt (BGH NZG 2006, 905 f.). Wesentlicher Grund für das außerordentlich hohe prognostizierte Ergebnis für 2012 seien absehbare und erhoffte Einmaleffekte bedingt durch die Kürzung der EEG-Förderung in Deutschland. Dies sei in dem Gutachten nachvollziehbar dargestellt. Das gelte auch für die Gründe des kontinuierlichen Rückgangs des EBIT bis zum Jahr 2030,

der seinen Grund im Auslaufen des Betriebs von eigenen Windkraft- und Photovoltaikanlagen habe. Gerade infolge des Auslaufens der Windkraft- und Photovoltaikanlagen seien die im Gutachten dargestellten Sonderausschüttungen möglich. Anderenfalls müssten die freigesetzten finanziellen Mittel zur Reinvestition genutzt werden. Dann stellten sich die Umsatzerlöse ganz anders dar. Die Verdoppelung des EBIT von 2010 auf 2011 beruhe auf Sondereffekten und sei keinesfalls repräsentativ für die Unternehmensentwicklung. Die Umsatzplanung für die Zukunft habe ihren Ausgangspunkt in der aktuellen Situation der Branche, ferner in den gesetzlichen Rahmenbedingungen und der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft als Projektierer und Betriebsführer von Photovoltaikanlagen und nicht mehr auch als Betreiber eigener Stromerzeugungsanlagen. Diese strategische Entscheidung beruhe vor allen Dingen auf der Kürzung der gesetzlichen Förderung für Solarenergie, da das Entstehen neuer Solarparks wirtschaftlich unattraktiver werde. Dies treffe die Gesellschaft auch als Projektierer unmittelbar. Auch der Geschäftsbereich Betriebsführung werde indirekt betroffen. Gleichwohl habe die Gesellschaft sowohl beim Anlagengeschäft als auch im Geschäftsbereich Betriebsführung ein leichtes Wachstum geplant, so dass keinesfalls davon die Rede sein könne, die Planung sei pessimistisch. Die Planung sei auch im Hinblick auf den Wegfall von Einnahmen aus eigenen Windkraft- und Photovoltaikanlagen realistisch. Nach Ablauf der EEG-Förderung sei nicht absehbar, ob sich ein Wind- oder Solarpark überhaupt noch rechne. Deshalb sei nicht allein die rein technische Nutzungsdauer solcher Anlagen von etwa 30 Jahren von Bedeutung, sondern auch die wirtschaftliche Nutzungsdauer. Ferner sei zu berücksichtigen, dass nach Ablauf des vertraglich vereinbarten Pachtzeitraums das Grundstück zurückzugeben sei. Ob man sich mit dem jeweiligen Verpächter auf eine Verlängerung verständigen könne, sei nicht absehbar und unter Umständen auch wirtschaftlich nicht sinnvoll. Zu berücksichtigen sei ferner, dass in zahlreichen Verträgen Rückbauverpflichtungen übernommen worden seien. Die Aufwandsplanung sei die logische Konsequenz aus der Änderung der Geschäftsaktivitäten und der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Synergiepotentiale seien nicht zu berücksichtigen. Die Ausschüttungsquoten für die Jahre bis 2030 seien Folge der strategischen Unternehmensausrichtung. Soweit der Antragsteller zu 50 (Bl. 437) beanstandete, dass die angesetzte Steuerlast für geplante Ausschüttungen zu hoch sei, weil fiktiv zu unterstellen sei, dass die Ausschüttungen zunächst aus einem vorhandenen steuerlichen Einlagenkonto steuerfrei erfolgen könnten, habe der Gutachter dem Rechnung tragen, wie sich aus Seite 49 des Gutachtens ergebe. Allerdings

komme nicht die fiktive Unterstellung eines steuerlichen Einlagenkontos und damit generell der Annahme einer steuerfreien Ausschüttung in Betracht, weil die Unternehmensbewertung sich an den tatsächlichen Gegebenheiten der Gesellschaft zu orientieren habe. Die Ausschüttungsquote in der ewigen Rente orientiere sich am Ausschüttungsverhalten anderer Unternehmen.

Soweit einzelne Antragsteller den Detailplanungszeitraum als zu lang beanstandet hätten, sei dies unberechtigt. Nur der Geschäftsbereich Wind- und Solarpark-Anlagen sei anlagenscharf bis zum Ende der Laufzeit, die noch bis zu 18 Jahre betrage, geplant worden. Dies sei möglich, weil das für eine Planung notwendige Preis- und Mengengerüst relativ gut prognostiziert werden könne. Im Übrigen sei eine Detailplanungsphase von fünf Jahren zugrundegelegt worden.

Die Besteuerung der für die ewige Rente angenommenen thesaurierten Beträge mit der Hälfte der normalen Ausschüttungsbelastung, d.h. mit ca. 13,2 % sei ebenfalls nicht zu beanstanden. Nicht ausgeschüttete Gewinne würden in das operative Geschäft investiert und erwirtschafteten dort eine Rendite in Höhe der Kapitalkosten. Die so erzielten Ertragssteigerungen flössen den Anteilseignern z.B. über Gewinnrealisierungen zu. Dies sei im Rahmen der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen. Allerdings sei auch hier davon auszugehen, dass die Kursgewinne irgendwann realisiert und dann besteuert würden. Unter Zugrundelegung einer typisierten längeren Haltedauer ergebe sich aufgrund von Diskontierungseffekten für die Besteuerung von Kursgewinnen ein effektiver Steuersatz in Höhe von ca. 50 % der normalen Ausschüttungsbelastung von 45 % plus Solidaritätszuschlag, d.h. in Höhe von ca. 13,2 %. Die Annahme einer effektiven Steuerbelastung auf die isolierten Gewinne in Höhe von 0 % sei hingegen wirklichkeitsfremd.

Der Abzug eines Betrages von 8000 EUR jährlich bei der ewigen Rente beruhe darauf, dass für die Bilanz- und Ergebnisplanung ein nachhaltiges Wachstum von 1,0 % unterstellt werde. Wenn in der Planung ein Gewinnwachstum unterstellt werde, müsse dies implizit mit einem Bilanzwachstum einhergehen. Nachhaltig nominal steigende Zahlungsüberschüsse könnten nur generiert werden, wenn das Absatzwachstum durch Eigenkapital und Fremdkapitalgeber finanziert werde. Die Finanzierung durch die Eigenkapitalgeber werde über die wachstumsbedingte Thesaurierung abgebildet. Abgesehen hiervon habe der Wegfall der wachstumsbedingten Thesaurierung keine Auswirkung auf den Unternehmenswert

pro Aktie.

Der Kapitalisierungszinssatz sei zutreffend ermittelt und bedürfe keiner Korrektur.

Auch die Sonderwerte seien richtig in Ansatz gebracht worden. Soweit beanstandet werde, dass die zum Aufbau einer Mindestliquidität eingeplanten Mittel nicht als liquide Mittel zur Ausschüttung in Ansatz gebracht worden seien, sei dies unzutreffend. Es treffe zwar zu, dass per 31.12.2011 ein Betrag von 6,5 Mio EUR an Liquidität vorhanden gewesen sei. Dieser Betrag sei jedoch betriebsnotwendig gewesen. Die kurzzeitige Thesaurierung von 4.994.000 EUR im Jahr 2012 zum Aufbau der Mindestliquidität hänge insbesondere mit dem Finanzierungsbedarf aus dem Projektgeschäft und dem notwendigen Liquiditätsbedarf zum Ausgleich von zum 31.12.2011 bestehenden Lieferantenverbindlichkeiten zusammen. Abgesehen hiervon wirke sich die Nichtausschüttung der Liquidität nur marginal auf den Unternehmenswert aus, weil bei Annahme einer Vollausschüttung in den folgenden Jahren entsprechend weniger Liquidität hätte ausgeschüttet werden können.

Sämtliche Grundstücke seien als betriebsnotwendig anzusehen. Es handele sich um unbebaute Grundstücke, die zum Zwecke der Errichtung von Windkraft- und Photovoltaikanlagen bzw. für Ausgleichsmaßnahmen erworben worden seien.

Ein gesonderter Ansatz für die Marke „Solarparc“ als Sonderwert komme nicht in Betracht. Die Ertragskraft der Marke und aller sonstigen immateriellen Vermögenswerte würden im Rahmen des Ertragswertverfahrens durch die zukünftigen Erträge erfasst.

Der Ansatz des bilanziellen Wertes der Beteiligung an der Fondsgesellschaft SPD I sei ebenfalls nicht zu beanstanden.

Kosten der Reinvestition seien nicht in Ansatz zu bringen. Der Wert der Unternehmensbeteiligung sei unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung zu bemessen. Eventuelle Transaktionskosten für eine Wiederanlage des Geldes beträfen nicht den Wert der Unternehmensbeteiligung und könnten deshalb nicht Bestandteil der Barabfindung sein.

Schließlich sei auch der Börsenkurs zutreffend ermittelt.

4.

a) Das Gericht hat mit Beschluss vom 30.7.2012 (Bl. 3 ff. der Gerichtsakte) zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tage hat der Vorsitzende der Kammer die Bekanntmachung der Bestellung zum gemeinsamen Vertreter im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst.

Der gemeinsame Vertreter schließt sich in seiner Stellungnahme vom 3.2.2014 (Bl. 860 ff. der Gerichtsakten) den Einwendungen der Antragsteller an. Er hält wie diese die Planungsrechnung für nicht plausibel, beanstandet die Parameter zur Kapitalisierung der zukünftigen Erträge ebenso wie die Ermittlung des Börsenkurses und regt eine neue Bewertung durch einen unabhängigen Sachverständigen an.

b) Die Antragsteller zu 46-49 (Bl. 404 der Gerichtsakte) sowie der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre (Bl. 865 der Gerichtsakte) beantragen ferner zur weiteren Sachverhaltsaufklärung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG der Antragsgegnerin aufzugeben, sämtliche Unterlagen vorzulegen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren (siehe im einzelnen Bl. 404 der Gerichtsakte).

c) In der mündlichen Verhandlung vom 13. März 2014 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer,
angehört.

5. Wegen aller weiteren Einzelheiten des Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 13. März 2014.

B.

AA. Zulässigkeit

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

Alle Anträge sind gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG **rechtzeitig**, nämlich innerhalb

einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsprechend den Vorgaben des § 10 HGB eingegangen. Die Bekanntmachung erfolgte am 9.7.2012. Sämtliche Anträge sind bis spätestens bis zum 9.10.2012 und damit fristgerecht bei dem Gericht eingegangen.

Alle Antragsteller sind im Sinne von § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG **antragsberechtigt**. Für alle Antragsteller liegen Nachweise über die Aktionärseigenschaft zum Zeitpunkt der Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses und damit zum Zeitpunkt des Ausscheidens als Aktionär vor. Im Übrigen gilt dies wegen des Schweigens der Antragsgegnerin hierzu gemäß § 8 Abs.3 SpruchG in Verbindung mit § 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.

Schließlich haben auch alle Antragsteller innerhalb der Frist des §§ 4 Abs. 1 Spruchgesetz **konkrete Einwendungen** gegen die Angemessenheit der von der Antragsgegnerin festgesetzten Abfindung erhoben, so dass auch die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 S. 2 Nr. 4 S. 1 Spruchgesetz erfüllt sind. Danach sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach Paragraph ein Spruchgesetz oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Auch wenn einige Antragsteller vergleichsweise pauschal Einzelheiten der Unternehmensbewertung gerügt haben, reicht dies allerdings noch als hinreichende Begründung aus. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nämlich nicht überspannt werden (zutreffend und ausführlich LG München I, Beschluss vom 28.6.2013 – 5 HKO 18685/11 unter B.I.3.a, S. 21 f. des Beschlussabdrucks). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretheit der Einwendungen ist zu schließen, dass lediglich pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (BGH NZG 2012, 191, 194 – bei Juris Rn. 23 f.).

Auch der Antrag des Antragstellers zu 43 ist danach zulässig. Auch seine Antragsbegründung reicht noch aus, weil sie wenn auch pauschal gehaltene Einwendungen zur Planungsrechnung und zum Kapitalisierungszinssatz enthalten.

BB. Begründetheit

Vorab: Bewertungsverfahren (Ertragswertverfahren, keine Einzelbewertung der Tochtergesellschaften)

Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG steht den ausgeschlossenen Aktionären eine angemessene Barabfindung zu. Gemäß § 327b Abs. 1 S. 1 AktG liegt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung ist dann angemessen, wenn sie den vollen Wert der Beteiligung an dem Unternehmen repräsentiert, dem ausscheidenden Aktionär also eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Der damit maßgebliche Unternehmenswert wird nach der in der Rechtsprechung und im Schrifttum allgemein anerkannten Ertragswertmethode ermittelt (statt aller: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, I-26 W 5/07). Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird. Der Ertragswert des Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zukünftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es den einen exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag nicht gibt. 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 (BGH NZG 2001,603; OLG Düsseldorf, a.a.O., bei Juris Rn. 103; LG München I, Beschluss vom 28.06.2013 – 5 HKO 18685/11 m.w.N.). Dabei ist die Ermittlung des Ertragswertes nach Maßgabe der derzeit aktuellen Unternehmensbewertungsrichtlinie des Instituts der Wirtschaftsprüfer S1 2008 (IDW S1 2008) eine anerkannte Expertenauffassung (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 420 ff.; AG 2010, 513 ff.).

Diesen Grundsätzen trägt die Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin Rechnung und ist deshalb aus methodischen Gründen nicht zu beanstanden. Auch kommt nicht – wie von einigen Antragstellern postuliert – eine Unternehmensbewertung anhand einer Ermittlung der Werte der einzelnen

Projektgesellschaften, deren Muttergesellschaft die Gesellschaft jeweils ist (siehe S. 19 des Prüfungsberichts), in Betracht. Soweit für diese Gesellschaften jeweils wiederum eine Ertragswertbetrachtung erfolgen müsste, wäre schon aus logischen Gründen ein höherer Wert als der in der vorgelegten Unternehmensbewertung, die auf den Erträgen aus den Beteiligungen beruht, nicht denkbar. Ein höherer Wert käme nur dann in Betracht, wenn sich über eine Veräußerung der Tochterunternehmen ein höherer Preis erzielen ließe. Anhaltspunkte dafür, dass dies zu über den Ertragswerten der einzelnen Tochtergesellschaften möglich wäre, sind nicht ersichtlich.

Untergrenze der den ausgeschiedenen Aktionären zustehenden Abfindung ist der Börsenkurs. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist es mit Art. 14 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs den Börsenkurs der Aktien eines Unternehmens außer Betracht zu lassen (BVerfGE 100, 289).

I. Unternehmensplanung

Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf 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 nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere, ebenfalls letztlich nur vertretbare Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden. Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vergleiche OLG München, WM 1009, 1148 f.; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353 f.).

1. Vergangenheitsanalyse

Der Unternehmenswert wird zwar durch die Diskontierung der prognostizierten zukünftigen Erträge ermittelt, diese erwachsen aber aus der Vergangenheit (OLG Düsseldorf ZG 2005, 280, 282; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Auflage Rn. 385). Die Vergangenheit Rechnungen sind gegebenenfalls zu bereinigen (Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Seite 303 ff.; Großfeld, Rn. 393). Dabei müssen insbesondere die Faktoren herausgerechnet werden, die in der Zukunft keine Erträge mehr generieren können.

Diesen Anforderungen genügt die der Festsetzung der angemessenen Abfindung zu Grunde liegende Planung der Gesellschaft. Die Vergangenheitsanalyse umfasst mit den Jahren 2009-2011 einen angemessenen Zeitraum. Dieser wird üblicherweise mit den letzten 3-5 Jahren vor der Detailplanungsphase angesetzt (Peemöller, Seite 303). Für diesen Zeitraum ist die Vermögens-, Finanz, und Ertragslage der Gesellschaft von sorgfältig analysiert und die Ergebnisse für Zwecke der Unternehmensbewertung bereinigt worden. Der sachverständige Prüfer hat die Analyse überprüft und als zutreffend bestätigt. Seiner Auffassung nach sind auch die Bereinigung der Vergangenheitszahlen zutreffend vorgenommen worden (Bl. 27 ff. des Prüfungsberichts).

2. Detailplanungsphase (2012 – 2030)

a) Plausibilität wegen der zeitlichen Zusammenhänge, der Anlassbezogenheit der Planung und der personellen Identität

Die von sowie von dem sachverständigen Prüfer zu Grunde gelegte Planung bedarf keiner Korrektur wegen der zeitlichen Zusammenhänge. Der sachverständige Prüfer hat hierzu in der mündlichen Verhandlung erläutert, dass er nach seiner Bestellung (02.03.2012), nämlich am 09.03.2012 mit den Arbeiten begonnen habe. Am 15.03.2012 habe es ein erstes Auftaktgespräch mit den Vertretern von gegeben; bereits am 16.03.2012 habe er eine geschlossene Planungsrechnung im Entwurf erhalten, die die Fortführung der Arbeiten ermöglicht habe. Diese im Entwurf vorgelegte Planungsrechnung habe auch im Wesentlichen der schließlich am 26.03.2012 von dem Vorstand verabschiedeten

Planung entsprochen. Der sachverständige Prüfer hat ferner ausgeführt, dass er an diversen Plausibilisierungsgesprächen auch mit Vertretern der teilgenommen habe. Auf der Grundlage dieser zeitlichen Zusammenhänge ist nicht feststellbar, dass der sachverständige Prüfer etwa – wie von einigen Antragstellern gemutmaßt – keine eigene Prüfungsleistung erbracht hätte. Dass im vorliegenden Fall eine parallele Prüfung neben den Gutachtern von stattgefunden hat, ist im Übrigen rechtlich unbedenklich (vergleiche BGH NZG 2006, 905 f.). Abgesehen hiervon ist nicht erkennbar, welchen Einfluss eine eventuelle zeitliche Enge bei der Erstellung der Planung in Vorbereitung der Begutachtung des Unternehmenswerts und die Parallelprüfung von Gutachter und sachverständige Prüfer auf die Qualität der Planung, insbesondere ihre Plausibilität haben soll. Allein der zeitliche Druck macht die Planung nicht unplausibel. Dasselbe gilt für die angebliche Anlassbezogenheit der Planung.

b) Planungszahlen

Die von und dem sachverständigen Prüfer zu Grunde gelegte Planung ist auch nicht aus sachlichen Gründen zu beanstanden. So sind die prognostizierten Umsatzerlöse aus dem bereinigten, aus der Vergangenheitsanalyse gewonnenen Erlösen entwickelt. Dass die Erlöse im Verlauf der Detailplanungsphase zurückgehen, ist vor dem Hintergrund des geplanten Ausstiegs aus dem Geschäft der eigenen Stromerzeugung in Verbindung mit der zunehmend geringeren Profitabilität dieses Geschäftszweigs nachvollziehbar. Auch dies hat der Sachverständige Prüfer in der mündlichen Verhandlung im Einzelnen und überzeugend erläutert. Er hat insbesondere ausgeführt, dass die strategische Neuausrichtung der Gesellschaft bereits im Vorjahr (2011) dokumentiert war, und zwar in einem Protokoll des Vorstands der Gesellschaft. Insbesondere vor dem Hintergrund der politisch beschlossenen Beschränkungen der Subventionierung der durch erneuerbare Energien zu erzielenden Erlöse ist die Planung der Gesellschaft wirtschaftlich nachvollziehbar. Insbesondere ist es deshalb nachvollziehbar, den Geschäftsbereich der eigenen Stromerzeugung auslaufen zu lassen, weil nach Auslaufen der Genehmigungen für die einzelnen Stromerzeugungsanlagen sowie den Auslauf der Pachtverträge neue Investitionen erforderlich wären, deren Wirtschaftlichkeit nicht absehbar ist. Dies hat die Grundlage darin, dass die Nutzungsdauer der Stromerzeugungsanlagen sowohl aus technischen als auch aus rechtlichen Gründen nicht unendlich ist.

Nach den überzeugenden Angaben des sachverständigen Prüfers ist eine Windkraftanlage technisch nach 15 Jahren wegen der hohen Instandhaltungsaufwendungen nicht mehr rentabel zu betreiben. Zudem sind Genehmigungen und Pachtverträge befristet. Es liegt auf der Hand, dass auch Solaranlagen einem Alterungsprozess unterliegen, der einen Rückgang der Umsatzerlöse zur Folge hat. Der Sachverständige Prüfer hat darauf hingewiesen, dass dieser Gesichtspunkt zu Gunsten der Aktionäre in der Planung nicht einmal berücksichtigt sei. Er hat ferner ausgeführt, man könne davon sprechen, dass die Solaranlagen nach 20 Jahren technologisch veraltet seien. Zu ihrem Erhalt einer die genannten Zeiträume hinaus sind deshalb erhebliche Investitionen erforderlich. Auf der Grundlage dieses Investitionsbedarfs ist es nachvollziehbar, dass die Gesellschaft den Ausstieg aus dem Stromanlagen geplant hat. Aus den vorstehenden Gründen ist es auch nachvollziehbar, dass der Detailplanungszeitraum für das Geschäftssegment „Stromerzeugung aus Eigenbestand“ entgegen dem in IDW S1 2008 Rn.77 formulierten Grundsatz (drei bis fünf Jahre) hier 18 Jahre beträgt, nämlich „anlagenscharf“ eben bis zum Betriebsende und zum Rückbau sämtlicher Stromerzeugungsanlagen.

Für das Großanlagengeschäft ist im Übertragungsbericht entsprechend IDW S 1 sachgerecht ein Zeitraum von fünf Jahren zugrunde gelegt worden.

Auch zum Großanlagengeschäft folgt die Kammer dem sachverständigen Prüfer. Dieser hat ausgeführt, dass die Gesellschaft in ihrer Planung von einem jährlichen Projektierungsvermögen von 20 MWp ausgehe. Auf dieser nachvollziehbaren Grundlage, die im Vergleich mit den Projektierungserlösen der Vorjahre keinesfalls zu niedrig bemessen ist, ist auch die Planung des Großanlagengeschäfts plausibel.

Soweit hier vom Jahr 2012 auf das Jahr 2013 eine Umsatzhalbierung prognostiziert wird, ist auch dies plausibel. Die Umsatzhalbierung hat ihre Ursache darin, dass im Jahr 2012 aus der Veräußerung der Anlage Teutschenthal ein Erlös von 14 Mio EUR in Ansatz zu bringen war. Ferner habe es wegen der Ende 2012 auslaufenden EEG-Förderung auch aus anderen Projekten erzielte Erlöse gegeben. Diese Sondereffekte lassen sich im Jahre 2013 nicht erzielen. Zwar seien auch im Jahre 2013 noch Preiseffekte zu berücksichtigen gewesen, allerdings sei hier bereits von einer

Projektierungsleistung von 20 MWp ausgegangen. Dies ist für die Kammer nachvollziehbar und überzeugend. Überdies hat der sachverständige Prüfer die für die Folgejahre geplanten steigenden Erlöse des Anlagengeschäfts vor dem Hintergrund der Vergütungsdegression nach dem die EG überzeugend als sehr optimistisch charakterisiert.

Synergie-Effekte sind zu Recht nicht in die Unternehmensbewertung eingeflossen. Die Bewertung der Gesellschaft hat auf der Basis "stand alone" zu erfolgen, so dass durch den Squeeze Out entstehende Verbundvorteile nicht zu berücksichtigen sind. Die Bewertungspraxis geht vielmehr von der Fiktion der fortbestehenden Unabhängigkeit der Gesellschaft aus (BGHZ 138, 136, 140 – ASEA/BBC II; OLG Celle AG 1999, 128, 130; BayObLG AG 1996, 127, 128; OLG Düsseldorf AG 2000, 323; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327).

c) Ausschüttungsquote Detailplanungsphase

Eine Änderung der Planung ist auch nicht deswegen veranlasst, weil die Gesellschaft mit einer Ausschüttungsquote von 100 % für die Jahre der Detailplanung geplant hat. Hierzu hat der sachverständige Prüfer zunächst überzeugend ausgeführt, dass die Annahme einer Vollausschüttung Quote durchaus mit dem Ausschüttungsverhalten der Vergangenheit konsistent sei. So betrug die Ausschüttungsquote für die Jahre 2006 bis 2009 im Durchschnitt 90,6 %. In den Jahren 2010 und 2011 sei ein ausschüttbarer Überschuss nicht vorhanden gewesen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass wegen des Ausstiegs aus dem Stromerzeugungsgeschäfts und dem daraus folgenden Wegfall des Investitionsbedarfs kein Cash-Bedarf mehr besteht, ist auch für die Kammer die Planung mit einer Ausschüttungsquote von 100 % für die Detailplanungsphase plausibel.

d) Thesaurierung 2012 und Sonderausschüttungen 2013 – 2029

Soweit im Jahre 2012 ein Betrag von 4,994 Million EUR thesauriert wurde, ist dies vor dem Hintergrund des Bedarfs der Gesellschaft zum Aufbau einer betriebsnotwendigen Liquidität im Zusammenhang mit der Finanzierung der Windparks plausibel, wie der Sachverständige Prüfer dies auch in der mündlichen Verhandlung erläutert hat.

Nicht nachvollziehbar ist die Auffassung einiger Antragsteller, die für die Jahre 2013 bis 2029 geplanten Sonderausschüttungen dürften bei der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt werden. Was hieraus zu Gunsten der Antragsteller folgen soll, ist nicht erkennbar. Eine unkapitalisierte Hinzurechnung der Mittel zu dem Unternehmenswert als Sonderwerte kommt ohnehin nicht in Betracht, weil diese Mittel erst in der Zukunft erwirtschaftet werden.

3. Ewige Rente

Auch die Planung für die Ewige Rente ist nachvollziehbar und nicht gegenüber dem Übertragungsbericht durch andere Parameter zu ersetzen.

Dies gilt zunächst für die Ausschüttungsquote von 50 %. Diese Quote orientiert sich an derjenigen, die am deutschen Kapitalmarkt in der Vergangenheit festzustellen ist (vgl. auch Großfeld, Rn. 561) und ist nicht zu beanstanden. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote bei den Aktiengesellschaften liegt zwischen 40 und 60 %. Die vorliegend vorgesehene Ausschüttungsquote von 50 % liegt innerhalb der Bandbreite, wie sie aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtsbekannt angenommen wird. Anders als in der Detailplanungsphase, in der auf die konkreten Planungen abzustellen ist, die hier von einer vollständigen Thesaurierung ausgegangen sind, ist dieser Ansatz in der Ewigen Rente nicht möglich, weil es keine Planansätze des Unternehmens mehr gibt.

Auch hinsichtlich der Vorgehensweise im Übertragungsbericht zur Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern ist die von der Antragsgegnerin vorgelegte Unternehmensbewertung nachvollziehbar und deshalb mit dem sachverständigen Prüfer nicht zu beanstanden. Dies gilt insbesondere auch für den Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung der thesaurierten Beträge in Höhe des hälftigen Steuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin

von 13,1875 %, der eine Haltedauer von 25 Jahren unterstellt (dazu Großfeld, Rn. 491). Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt (vgl. Großfeld, Rn. 491), ergibt sich eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängen mag und dies für Deutschland nicht zwingend ist, kann es bei dem angesetzten Steuersatz verbleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511f.; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211).

II. Kapitalisierungszins

Der Ertragswert der Gesellschaft wird durch Diskontierung der künftigen Ertragsüberschüsse, wie sie sich aus der Planungsrechnung der Gesellschaft ergeben, auf den Bewertungsstichtag (Tag der Hauptversammlung, hier 23.5.2012) ermittelt. Nach IDW S1 setzt sich der Kapitalisierungszinssatz zusammen aus der Rendite einer quasi risikolosen Alternativenanlage (Basiszins), die um einen Bewertungsobjekt spezifischen Risikozuschlag erhöht wird. Der Risikozuschlag errechnet sich aus dem Produkt der Marktrisikoprämien, die der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer risikolosen Wertpapieranlage entspricht, und dem so genannten Betafaktor, der die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens abbilden soll. Ferner ist die Ertragsteuerbelastung des Investors zu berücksichtigen. In der Phase der ewigen Rente ist zudem eine Korrektur durch einen so genannten Wachstumsabschlag vorzunehmen, die der

Wachstumsperspektive des zu bewertenden Unternehmens Rechnung tragen soll.

1. Basiszins

a) Orientierung an Anleihen der öffentlichen Hand

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach in der obergerichtlichen Rechtsprechung vorherrschenden Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen inländischen Wertpapieren der öffentlichen Hand als quasi risikolosen Alternativanlage. Dabei ist auch zu beachten, dass die Alternativanlage fristenadäquat zu der unterstellten zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist.

Die Bestimmung des Basiszinssatzes ist hier anhand der aktuellen Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank (IDW S1 2008, Tz. 117; vergleiche ferner die Empfehlungen des Arbeitskreises Unternehmensbewertung – nunmehr Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft [FAUB] Nr. 1-2/2005, S.70) erfolgt. Das ist nicht zu beanstanden (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 41 m.w.N. aus der obergerichtlichen Rechtsprechung). Die Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode beruht auf Schätzwerten, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen sogenannter Kupons ermittelt wurden, also von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen (zum Ganzen Großfeld, Rn. 649 ff.). Die Bewertungsgutachter sowie der sachverständige Prüfer haben für den Zeitraum bis Ende März 2012 für den Basiszinssatz einen abgerundeten Wert von 2,50 % festgestellt.

Das Postulat einiger Antragsteller, der Basiszinssatz müsse darunter angesetzt werden, weil auch die Vergleichsanlagen einem Zahlungsausfallrisiko unterlägen und damit ebenfalls eine Prämie für die Übernahme dieses Risikos enthielten, bleibt ohne Erfolg.

Maßgeblich sind die durchschnittlichen Zinskonditionen für einen Zeitraum von

drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 42 m.w.N), also vor der Hauptversammlung vom 23.05.2012. Hierzu hat der sachverständige Prüfer anlässlich seiner Anhörung mitgeteilt, dass sich zwar ein geringfügig unter dem Zinssatz von 2,50 % liegender Durchschnittswert für den Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Hauptversammlung ermitteln lässt, nämlich von 2,48 %, jedoch unter Berücksichtigung der Rundungsregelung auf $\frac{1}{4}$ -Prozentpunkte der genannte Wert anzusetzen sei. Eine eigene Abfrage der Kammer für den Stichtag 23.05.2012 unter www.basiszinskurve.de hat einen Basiszinssatz von 2,474 % ergeben, was nach der Rundung zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf das nächste Viertelprozent ebenfalls 2,5 % ergibt. Jedenfalls im vorliegenden Fall, in dem die Rundung lediglich zu einer Erhöhung um weniger als 0,03 Prozentpunkte (vor Steuern!) führt, ist die geringfügige Aufrundung nicht zu beanstanden (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 42 a.E.). Damit ergibt sich ein Basiszins von 2,50 % vor Steuern bzw. 1,84 % nach Abzug der Abgeltungssteuer von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag.

b) Laufzeit/Laufzeitäquivalenz

Zu Recht weisen einige Antragsteller darauf hin, dass bei der Vergleichsbetrachtung die langfristige Anlage im Unternehmen, die als unendlich gedacht wird, einer ähnlich langfristigen anderen Anlage gegenüber gestellt werden müsse. Eine zeitlich unbegrenzte Anleihe der öffentlichen Hand gibt es indessen nicht, weshalb in der Bewertungspraxis Anleihen mit mindestens zehnjähriger Laufzeit und länger, soweit möglich auch 30-jährige Anleihen zu betrachten sind (Großfeld, Rn. 645).

Auch die Rüge einiger Antragsteller, dass für die konkreten Planjahre nicht die konkreten Basiszinssätze aus der Zinsstrukturkurve herangezogen wurden, sondern die Zinssätze auch in zeitnahen Planungszeiträumen aus einer ewigen Zinsstrukturkurve abgeleitet worden sind, bleibt erfolglos. Die Verwendung eines typisierten einheitlichen laufzeitkonstanten Basiszinssatzes anstelle von laufzeitspezifischen Zinsen hat den Zweck, die Vergleichbarkeit zu erleichtern und gleichzeitig die Komplexität der Modellierung zu verringern. Das ist aus Praktikabilitätsgründen nicht zu beanstanden und entspricht der

üblichen Vorgehensweise in der obergerichtlichen Praxis (so wörtlich OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 44).

c) Nationalität der risikolosen Vergleichsanlage

Als Standard für die Bewertung deutscher Unternehmen gelten nach überkommener Auffassung Anleihen der *deutschen* öffentlichen Hand, weil davon auszugehen ist, dass der Ausscheidende sein Gelddarlehen darin anlegen wird (vergleiche Großfeld, Rn. 661). Die Zugrundelegung norwegische oder schweizerischer Vergleichsanlagen hat schon wegen der unterschiedlichen Währungen und den daraus resultierenden Währungskursrisiken auszuscheiden. Dem entsprechend verlangen die

Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 2008) in Tz. 116, bei Bestimmung des Basiszinssatzes von dem landesüblichen Zinssatz für eine quasi risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen.

2. Risikozuschlag

a) (Tax-) CAPM als maßgebliches Bewertungsmodell

Die marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags erfolgt in der obergerichtlichen Praxis nahezu durchgängig entsprechend IDW S 1 unter Anwendung des Capital Asset Pricing Models (CAPM), welches auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios beruht (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.5.2009 – I-26 W 5/07 – bei Juris Rn. 118 ff. und vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 46; siehe die zahlreichen Nachweise bei Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs zwischen § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a AktG, Seite 472 in Fußnote 2442). Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der Marktrisikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe (Betafaktor) berechnet. Die Ermittlung eines Risikozuschlages mithilfe des CAPM ist sachgerecht. Hierzu hat das Oberlandesgericht Düsseldorf ausgeführt:

„Dessen Heranziehung ist sachgerecht, auch wenn es sich um ein vereinfachendes Modell mit entsprechend teilweise restriktiven Annahmen handelt. Gleichwohl ist es zumindest gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlages durch die Aufgliederung der Risikobetrachtung in das allgemeine Risiko von Anlagen in Aktien einerseits und das spezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens andererseits methodisch transparenter (...). Es vermag die empirisch betrachtet wahren Aktienrenditen realitätsnah näher zu erklären, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet (...). Die vorgetragenen Bedenken ... geben daher keinen Anlass, von diesem Modell abzuweichen.“ (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 46; ausführlicher mit demselben Ergebnis OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.5.2009 – I-26 W 5/07, bei Juris Rn. 118 ff.; ausführlich zum Ganzen Lauber, a.a.O., S. 469 ff.).

Dem schließt die Kammer sich an. Es ist deshalb nicht zu beanstanden, dass die Bewertungsgutachten die Marktrisikoprämie mithilfe des (Tax-) CAPM ermittelt haben.

b) Marktrisikoprämie

hat unter Hinweis auf die aktuelle Marktsituation mit den historisch niedrigen Zinssätzen für risikofreie Anlagen und den Hinweisen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 03.12.2009 und vom 10.01.2012, in denen unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008 eine Marktrisikoprämie von 4,0 - 5,0 % nach persönlichen Ertragssteuern bzw. ein Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Rand dieser Bandbreite für sachgerecht gehalten wird, die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuer mit 5,0 % angesetzt. Für den vorliegenden Bewertungsfall mit dem Stichtag 23.05.2012 nicht maßgeblich, allerdings eine Tendenz andeutend sind die Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung vom 19.09.2012. Hier hält es der FAUB für sachgerecht, bei der Prognose der Marktrisikoprämie durch die Finanzmarktkrise veränderte Einflussparameter

zu berücksichtigen, so dass sich im Vergleich zu den letzten Jahren höhere Marktrisikoprämien rechtfertigen ließen und schlägt vor, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämien an einer Bandbreite von 5,5 % bis 7 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5 % bis 6 % (nach persönlichen Steuern) zu orientieren.

Der sachverständige Prüfer hat demgegenüber erläutert, dass vor dem Hintergrund der derzeit ungeklärten modelltheoretischen Zusammenhänge, der fehlenden Empirie und des Erfordernisses einer objektivierten Wertfindung einer Erhöhung der Marktrisikoprämie in der hier vorliegenden Konzernierungssituation durchaus kritisch zu sehen sei. Letztlich könne dies jedoch dahingestellt bleiben, weil auch bei einem Ansatz von 4,5 % als Marktrisikoprämie der sich daraus ergebende Unternehmenswert pro Aktie nicht oberhalb der am Börsenkurs orientierten Barabfindung liege.

In dem wiederholt zitierten Beschluss hat das OLG Düsseldorf ausgeführt, es sei angemessen, der Empfehlung des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie zu folgen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 48, Rn. 50 ff. mit sorgfältiger Auseinandersetzung zu den gegen die Empfehlung des IDW vorgebrachten Einwendungen, die mit den im vorliegenden Verfahren erhobenen Einwendungen weitgehend identisch sind). Die Empfehlungen des IDW stellen zwar keine Rechtsnorm da, seien aber eine wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte Expertenauffassung, die in der Bewertungspraxis und in der Rechtsprechung beachtet werde. Der Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Ermittlung der Marktrisikoprämie bedürfe es nicht.

Dem folgt die Kammer. Damit ist bereits der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 %, also einem am oberen Rand des vom FAUB in den Hinweisen vom 19.11.2009 empfohlenen Rahmens von 4,0 bis 5,0 % liegenden Wert (vergleiche die Hinweise des FAUB vom 10.1.2012), nicht zu beanstanden. Dies gilt erst recht, wenn man die in den Hinweisen des FAUB vom 19.09.2012 zum Ausdruck kommende Tendenz berücksichtigt, wonach von einer Bandbreite von 5 % bis 6 % nach persönlichen Steuern auszugehen sein soll. Danach läge die hier in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie sogar am unteren Rand des Rahmens.

c) Beta-Faktor

Mit dem Betafaktor wird der allgemeine Risikozuschlag an das konkrete Risiko des zu bewertenden Unternehmens angepasst. Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Ist der Betafaktor größer als 1, liegt das individuelle Risiko über dem des Marktdurchschnitts, ein Betafaktor von kleiner als 1 bedeutet, dass das individuelle Risiko unterdurchschnittlich ist (statt aller: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 58 – m.w.N.). Ist das zu bewertende Unternehmen nicht an der Börse notiert, wird eine Gruppe vergleichbarer und börsennotierter Unternehmen (Peer Group) gebildet, um den unternehmensspezifischen Betafaktor zu ermitteln. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. – soweit es sich um ein nicht börsennotiertes Unternehmen handelt – derjenige einer Peer Group oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein. Bei den empirisch gewonnen Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen handelt es sich um sog. levered Beta, also Betafaktoren der verschuldeten Unternehmen. Aus diesen ist daher unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungsgrade die sog. unlevered - unverschuldeten – Betafaktoren zu ermitteln, die das Geschäftsrisiko (operating Beta) ausdrücken. Diese unlevered Betafaktoren werden dann, z.B. durch Bildung des Medians oder des arithmetischen Mittels, zu einem unlevered Beta-Faktor aggregiert. Dieser muss sodann an den Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens angepasst (relevered) werden. Der Verschuldungsgrad bestimmt sich aus dem Verhältnis der Marktwerte von Fremd- und Eigenkapital (OLG Düsseldorf, a.a.O.; Großfeld, Rn. 807 ff.).

Diesen Grundsätzen entspricht die Ermittlung des Betas für das zu bewertende Unternehmen. Den von den Bewertungsgutachten methodisch richtig ermittelten unternehmenseigenen (und nicht etwa aus der Peer-Group abgeleiteten) unverschuldeten Betafaktor von 0,68 bestätigt der sachverständige Prüfer als zutreffend. Auch die Kammer hat keinen Anlass, den genannten Wert, der noch unter dem für die Unternehmen der Peer Group ermittelten Durchschnitts-Beta liegt, in Frage zu stellen. In gleicher

Weise bestehen keine Bedenken gegen die Vertretbarkeit der an die Kapitalstruktur der Gesellschaft angepassten, also an dem jeweils prognostizierten Verschuldungsgrad der Gesellschaft orientierten periodenspezifisch ermittelten verschuldeten Beta-Faktoren für die Planjahre ab 2012.

III. Wachstumsabschlag

Auch der Wachstumsabschlag ist mit 1,0 % nicht zu beanstanden.

Mit dem Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass eine Geldentwertung bei der Anlage in einem Unternehmen nicht in gleichem Umfang eintritt wie bei Kapitalanlagen in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 66 m.w.N.). Die Höhe des Abschlags hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass das Unternehmen die Fähigkeit besitzen, die laufende Geldentwertung aufzufangen und gegebenenfalls an seine Kunden weiterzugeben, so dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen insoweit einer Geldentwertung entzogen werden kann. Dabei ist davon auszugehen, dass jedes Unternehmen in gewissem Umfang die Inflationsrate ausgleichen kann. Der Wachstumsabschlag ist umso höher, je mehr das Unternehmen in der Lage ist, der Geldentwertung entgegenzuwirken. Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen. Er ist ebenso nicht anzusetzen, soweit es sich bei den geplanten Erträgen um Größen handelt, die unter Einbeziehung von Preissteigerungen und Wachstumserwartungen ermittelt wurden, wie dies regelmäßig bei den Erträgen in der Detailplanungsphase der Fall ist. In der Praxis liegen Wachstumsabschläge zwischen 0,5% und 3%, der Durchschnitt liegt bei 1,2% (vgl. Großfeld, Rn. 1054 ff., 1061 a.E.).

Ausgehend von diesen Grundsätzen haben die Bewertungsprüfer einen Wachstumsabschlag von 1,0 % ermittelt. Der sachverständige Prüfer hat diesen Ansatz gebilligt. Soweit einige Antragsteller geltend machen, der Abschlag müsse der Inflationsrate zum Bewertungsstichtag entsprechen bzw. der Wachstumsabschlag sei in Ansehung der nachhaltig erwarteten

Inflationsrate zu gering bemessen, rechtfertigt dies keine andere Bewertung. Der Wachstumsabschlag muss nicht zwingend in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate angesetzt werden, da er keinen Inflationsausgleich bezweckt. Maßgebend für seine Bemessung ist vielmehr, ob das Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite, wie Material- und Personalkosten, durch entsprechende eigene Preissteigerungen an seine Kunden weiter zu geben. Dass die Erträge der Solarparc AG jeder Beeinträchtigung durch die Geldentwertung entzogen wären, liegt indessen fern.

Die Annahme eines Wachstumsabschlags unterhalb der erwarteten Inflationsrate ist auch nicht deshalb unplausibel, weil das Unternehmen damit in der Phase der ewigen Rente schrumpft. Empirische Untersuchungen belegen, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen mit durchschnittlich 1,7 % in der Vergangenheit regelmäßig hinter der Inflation mit durchschnittlich 3,7 % zurückblieb, weil es den Unternehmen nicht gelungen ist, die Kostensteigerungen vollständig auf die Absatzseite abzuwälzen (vgl. dazu MünchKomm-Paulsen, AktG, 4. Auflage 2015, § 305 Rn. 134).

IV. Sonderwerte

1. Liquide Mittel, Grundstücke

Einige Antragsteller sind der Auffassung, in die Unternehmensbewertung seien zu Unrecht nicht liquide Mittel von 6,5 Mio EUR als Sonderwert eingeflossen, obwohl zumisst ein Teil dieser Mittel als nicht betriebsnotwendig zu qualifizieren sei. Im übrigen sei unklar, ob sämtliche Betriebsvermögen vorhandenen Grundstücke betriebsnotwendig seien.

Betriebsnotwendig sind diejenigen Vermögensgegenstände, die das Unternehmen benötigt, um Überschüsse zu erzielen. Bei Finanzmitteln wird dies grundsätzlich vermutet (OLG München, Beschluss vom 17.07.2007 - 31 Wx 60/06, bei juris Rn. 51; BayObLG AG 2006, 41/44). Bei Gegenständen oder Grundstücken, die nicht mit Produktion oder Vertrieb verbunden sind und zum Ertrag nichts beitragen, ist der Wert als Sonderwert zu erfassen und dem betriebsnotwendigen Vermögen hinzuzurechnen (vergleiche Großfeld, Rn. 1158 ff.).

Die Antragsgegnerin hat in ihrem Schriftsatz vom 18.01.2013 im einzelnen dargelegt, dass und aus welchen Gründen nicht betriebsnotwendige finanzielle Mittel nicht vorhanden und dementsprechend auch nicht als Sonderwert anzusetzen sind (vergleiche Bl. 713 ff. der Gerichtsakte). Danach sind keinerlei Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass die von den Antragstellern angesprochenen Finanzmittel als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu qualifizieren und als Sonderwert anzusetzen wäre.

Für die Grundstücke gilt das Gleiche.

2. Extremadura

Soweit einige Antragsteller die Auffassung vertreten, der Ansatz des Wertes für das Verwertungsrecht an drei Solarparks in Extremadura/Spainien mit einem Wert von 1,619 Mio EUR sei nicht nachvollziehbar, folgt das Gericht dem nicht. Aus dem Gutachten von ergibt sich, dass es sich bei dem Wert um die fortgeschriebenen Anschaffungskosten aus dem Konzernabschluss vom 31.12.2011 handelt. Aktuelle Kaufpreisangebote Dritter oder belastbare Wird Indikationen für das Verwertungsrecht liegen nicht vor. Auch der sachverständige Prüfer hat hierzu keine anderen Informationen. Die Antragsteller zeigen sie nicht auf. Bei dieser Situation ist es nicht zu beanstanden, wenn in die Unternehmensbewertung der bilanzielle Wert als Sonderwert für das nicht betriebsnotwendige Vermögen eingestellt wird.

3. SPD I

Auch die Berücksichtigung eines Sonderwertes von 2,871 Mio € für die Beteiligung an der Solarparc Deutschland I GmbH & Co. KG (im folgenden: SPD I), der den bilanzierten Anschaffungskosten entspricht, wird vom Sachverständigen Prüfer nicht beanstandet und ist auch für die Kammer nachvollziehbar, weil auch bisherige Anteilsverkäufe zu dem anteiligen bilanziellen Wert erfolgten und auch die über die Veräußerung des in Rede stehenden 11,7 %-Anteils an der SPD I geführten Verhandlungen sich an dem anteiligen bilanzierten Wert orientieren. Dies spricht dafür, dass durch die

bilanzierten Werte der wahre Wert abgebildet wird. Anderweitige Informationen sind nicht ersichtlich und werden von den Antragstellern auch nicht dargetan.

4. Marke

Soweit einer der Antragsteller die Auffassung vertritt, der Wert der Marke Solarparc müsse im Rahmen der Unternehmensbewertung (als Sonderwert?) Berücksichtigt werden, ist dem nicht zu folgen. 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 (vergleiche LG München, Beschluss vom 28.05.2014 – 5 HKO 22657/12, bei juris Rn. 210)

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der Unternehmenswert der Solarparc AG mit 37,0 Mio € im Übertragungsbericht der Antragsgegnerin auf der Grundlage der gutachtlichen Stellungnahme von _____ | zutreffend ermittelt wurde. Dies entspricht einem Wert je Aktie von 6,16 €. Der Sachverständige Prüfer, der der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren als in besonderer Weise sachkundig und verlässlich bekannt ist, hat bestätigt, dass sich ausgehend von dem Ertragswert und dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens nach aufzählen somit dem Kapitalisierungszinssatz der Unternehmenswert der Solarparc AG zum 23.05.2012 (Stichtag) mit 36,98 Mio € errechnet.

V. Börsenkurs

auszugehen ist davon, dass dem Börsenkurs der Aktien eines Unternehmens bei der Bemessung der angemessenen Abfindung gemäß § 327 Abs. 1 AktG maßgebliche Bedeutung zukommt. Die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte volle Entschädigung darf jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert der Aktie liegen. Sie muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung erlangt hätten. Bei der Ermittlung des danach angemessenen Betrages darf der

Kurswert der Aktien nicht außer Betracht bleiben (BVerfGE 100, 289 ff.; BGHZ 147, 108 ff.). Die angemessene Abfindung ist nach dem höheren Börsenwert der Aktie zu bestimmen, wenn dieser über dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Schätzwert liegt und keine Marktengpass bestand. Zu ermitteln ist mithin der Preis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann. Soweit es danach auf den Börsenwert ankommt, ist im Regelfall auf den nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurs in einem dreimonatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme abzustellen (BGHZ 186, 229 ff.).

Der danach maßgebliche Börsenkurs ist sowohl in der gutachtlichen Stellungnahme von _____ als auch im Bericht des Sachverständigenprüfers zutreffend ermittelt. Insbesondere liegt nicht ein langer Zeitraum zwischen Ad hoc - Mitteilung (8.2.2012) und Hauptversammlung (23.5.2012) vor, der eine Korrektur erforderlich machen könnte. Auch liegen keinerlei Anhaltspunkte dafür vor, dass der Börsenkurs manipuliert worden sein könnte. Da der Börsenkurs mit 8,59 EUR je Aktie über dem sich aus der Ertragswertberechnung ergebenden Anteilswert liegt, ist er für die Abfindung zugrunde zu legen.

VI. Kosten der Alternativanlage

Eine Korrektur der Barabfindung um die Kosten für die Alternativanlage sowie um Neben- und Zusatzkosten kommt nicht in Betracht. Eine Berücksichtigung dieser Kosten steht im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben des § 327 b Abs. 1 AktG, wonach die Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft berücksichtigen muss. Die genannten Kosten haben hiermit nichts zu tun. Ein Ausgleich der durch den Squeeze Out verursachten sonstigen Nachteile sieht das Gesetz nicht vor.

VII. Kosten

Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt

werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten.

Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 4 SpruchG Anwendung. Danach tragen die Antragsteller ihre Kosten grundsätzlich selbst. Eine Erstattung durch den Antragsgegner kommt nur dann in Betracht, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Solche Gründe, die eine Abweichung vom gesetzlich vorgesehenen Regelfall trotz des Unterliegens der Antragsteller geböten, sind nicht ersichtlich.

Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 Abs. 1 SpruchG durch das Zweite Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl. I S. 2586 eingeleitet wurde. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen

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.