

Landgericht München I
Az. 5HK 13831/17



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelskammer durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 31.1.2019 am 26.7.2019 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Chorus Clean Energy AG zu leistende Barabfindung wird auf € 13,03 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 26.8.2017 mit fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der gerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1) bis 27) und 29) bis 68).
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren in der ersten Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 1.536.496,41 festgesetzt.



lenden Barabfindung in Höhe von € 11,92 je auf den Inhaber lautende Stückaktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 22.6.2017 legte die von der Antragsgegnerin beauftragte _____ (im Folgenden: _____) und unter dem 11.5.2017 eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert zum 22.6.2017 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Chorus Clean Energy AG (Anlage AG 3) vor. Dabei ermittelten die Wirtschaftsprüfer vom _____ in Anwendung der Ertragswertmethode einen sich aus der Summe der Wertbeiträge aus Thesaurierung und abzüglich Ertragsteuer ergebenden Ertragswert zum bewertungstechnischen Stichtag zum 1.1.2017 von € 310,395 Mio.; zu diesem wurden Sonderwerte in dem steuerlichen Einlagenkonto und von steuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von insgesamt € 7,36 Mio. hingerechnet. Unter Berücksichtigung der erforderlichen Aufzinsung errechnete sich ein Unternehmenswert zum Stichtag der Hauptversammlung in Höhe von € 3,25,368 Mio. und ein Wert je Aktie von € 11,74. Dabei gingen die Bewertungsgutachter von einer die Jahre 2017 bis 2021 umfassenden Detailplanungsphase aus, die dann um ein Übergangsjahr mit dem Ziel der Überleitung in den eingeschwungenen Zustand ergänzt wurde, bevor sich ab 2023 ff. der Terminal Value anschloss, in dem vom einem Umsatzwachstum von 1% und einer EBIT-Marge von 30,1 % ausgegangen wurde. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse gingen die Bewertungsgutachter von einem Basiszinssatz von 1,25 % vor Steuern aus. Den Risikozuschlag ermittelten sie mit Hilfe des (Tax-)CAPM, wobei sie eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einen sich aus einer aus insgesamt sechs Unternehmen unter Einschluss der Antragsgegnerin zusammensetzenden Peer Group abgeleiteten unverschuldeten Beta-Faktor von 0,4 % ansetzten. Für die Ewige Rente legte das Bewertungsgutachten einen Wachstumsabschlag von 1 % zugrunde.



Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 22.3.2017, Az. 5 HKO 4267/17 zur Abfindungsprüferin bestellte

gelangte in ihren Prüfungsbericht vom 11.5.2017 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

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

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 24.8.2017 in das Handelsregister der Chorus Clean Energy AG eingetragen (Anlage AG 9) und anschließend am 25.08.2017 im gemeinsamen Registerportal der Länder gem. § 10 HGB bekanntgemacht (Anlage AG 10). Die Antragssteller zu 1) bis 27), 29) bis 55) und 57) bis 68) waren im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses Aktionäre der Gesellschaft.

2. Zur Begründung Ihrer spätestens am Montag, den 27.11.2017 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragssteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse es zu einer Erhöhung der Barabfindung kommen, weil diese nicht angemessen sei.

- a. Die Notwendigkeit der Erhöhung resultiere bereits aus den unplausiblen und folglich korrekturbedürftigen Planabnahmen.

- (1) Dies zeige sich bereits am Fehlen einer unabhängigen Planung mit unzulässigen Eingriffen durch die Antragsgegner. Hierfür spreche der Personalwechsel im Vorstand ebenso wie der Wechsel von lokalen Rechnungslegungsstandards auf die IFRS-Konzernplanung und die Zusammenarbeit mit den Bewertungsgutachten, nachdem die vom Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedete Planung nur den aktuellen



Bestand, nicht aber Erträge aus neuen Verträgen abbilde. Die Planungstreue in der Vergangenheit enthalte nur eingeschränkte Aussagekraft angesichts der fehlenden Vorhersehbarkeit der Windstärke und der Sonnenstunden pro Jahr. Zudem seien die historischen Ergebnisse, denen ohnehin die Zuverlässigkeit fehle, angesichts des Wechsels des Geschäftsmodells nicht aussagefähig. Es liege eine unzulässige Sonderplanung der Bewertungsgutachter vor. Auch müsse zwingend der Börsenzulassungsprospekt in die Analyse einbezogen werden mit einem Abgleich der beiden Planungen zu den unterschiedlichen Zeitpunkten. Der Ansatz eines Planungshorizonts bis zum Jahr 2044 sei zunächst ungewöhnlich lang angesichts sonst üblicher Zeitspannen von drei bis fünf Jahren für die Detailplanungsphase.

- (2) Die Planung der Umsatzerlöse mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von knapp 6 % in der Detailplanungsphase liege unter dem Durchschnitt der Marktanalysen mit Werten von rund 9 %. Auch vernachlässige die Umsatzplanung die politischen Vorgaben mit einem intendierten Anstieg des Anteils Erneuerbarer Energien auf 80 % und dem Abschluss des Ausstiegs aus der Kernenergie im Jahr 2022 sowie den nachhaltigen Wettbewerbsvorteil der Gesellschaft als Dienstleister für Investments für Erneuerbare Energien. Zudem müsse die verstärkte Elektrifizierung im Verkehrsbereich stärker berücksichtigt werden. In der Planung fehle ein Ansatz des Erwerbs eines weiteren Windparks in Sachsen-Anhalt durch die Gesellschaft für Investoren. Unklar sei die Umstellung von Ist- auf Soll-Stromproduktion mit dem daraus bedingten Rückgang des Umsatzes von 1,9 %. Es liege ein Widerspruch zwischen den Zahlen des Börsenzulassungsprospekts mit Umsätzen im Rumpfgeschäftsjahr 2014 von € 54,98 Mio. bei nur € 3,349 Mio. im Bewertungsgutachten und einem höheren EBIT im Jahr 2014 im Vergleich zu den Planannahmen für 2017 vor. Weiterhin bedeute es einen Widerspruch, wenn im



Börsenzulassungsprospekt eine umfangreiche Liste von der Gesellschaft angedienter Objekte als Grundlage der Expansion mit konkreten Planungen genannt werde, dann aber in der dem Squeeze out zugrunde gelegten Planung mit Modellannahmen für die weitere Entwicklung gearbeitet werde. Unklar bleibe, warum bei der Umsatzentwicklung im Bestandsgeschäft keine weiteren Kennzahlen genannt worden seien. Ein Widerspruch müsse auch zwischen dem Einbruch im Bereich Asset Management und der Presseerklärung vom 3.4.2017 mit einem Hinweis auf Investitionen in einem Umfang von € 125 Mio. und zusätzlichen Verträgen in diesem Bereich sowie zu einer weiteren Presseerklärung vom 12.4.2017, die auf die Übernahme eines Windparks in Nordfrankreich verweist, gesehen werden. Angesichts der Personalauswahl müsse auch in diesem Bereich mit höheren Erträgen gerechnet werden. Die Planung vernachlässige zudem die Tatsache, dass institutionelle Anleger mit der Chorus Clean Energy AG einen hoch erfahrenden Ansprechpartner hätten, weshalb es zu steigenden Umsätzen und einem überproportionalen Gewinnanstieg kommen müsse. Angesichts der im Vergleich zum Umsatz stärker wachsenden Abschreibungen könne die Planung der in einer Wachstumsbranche tätigen Gesellschaft nicht plausibel sein. Der Anstieg der Abschreibungen stehe in Widerspruch zum Preisverfall bei Gestehungskosten und der Prozessoptimierung bzw. Effizienzsteigerung bei Ersatzanlagen.

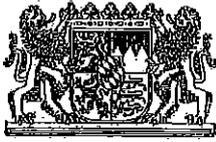
- (3) Die Annahme eines eingeschwungenen Zustandes erst im Jahre 2043 lasse sich vor dem Hintergrund nationaler und internationaler Klima- und Energiepolitik nicht nachvollziehen. Unklar bleibe die Art und Weise der Berücksichtigung der Preissteigerungen bei den Strompreisen nach dem Ende der garantierten Einspeisevergütung. Die Fortsetzung der Schere zwischen Umsatzerlösen und den Abschreibungen lasse sich nicht erklären. Der Anstieg der Abschreibungen von € 31,699 Mio. zum Ende der Detailplanungs-



phase über € 37,436 Mio. auf € 49,139 Mio. im Terminal Value beruhe auf einem viel zu hohen Betrag und sei daher fehlerhaft erfolgt. Der Anstieg des EBIT von 2023 auf 2044 bedeute einen Widerspruch zu 16 Investitionen mit einem Gesamtwert von € 160 Mio.

- (4) Der Ansatz von Synergien nur für Verwaltungskosten stelle sich als fehlerhaft dar. Ebenso liege ein Widerspruch zu der Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot vor angesichts der fehlenden Berücksichtigung von Synergien aus Erweiterungsinvestitionen in größere Energieparks, planbaren Skaleneffekten bei der Teilnahme an Ausschreibungen für neu zu errichtende Solar- und Windparks sowie der Erweiterung des Angebots im Bereich Service für eigene, verwaltete oder fremde Energieparks. Ebenso müsse man die Folgen der Verlagerung der Wartungsaufgaben für Parks auf die Antragsgegnerin sowie verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten der Gesellschaft als Folge des Zusammenschlusses bei der Planung berücksichtigen.
- (5) Angesichts der hohen Liquidität zum 31.12.2016 könne in der Detailplanungsphase eine Thesaurierung mangels bilanziellen Erfordernisses unterbleiben. Daher sei es auch fehlerhaft, eine Thesaurierung in Höhe von € 811.000,- ohne Wertbeitrag im Terminal Value vorzunehmen. Die mitgeteilte Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten in Höhe von € 25 Mio. führe zu einem bereits im ersten Planjahr zu berücksichtigenden Effekt von € 450.000,-. Bei den sonstigen Erträgen fehle der Ansatz der auch in Zukunft erfolgenden Veräußerung von Objektgesellschaften mit den daraus erzielbaren Gewinnen ebenso wie der Zufluss von € 100 Mio. aus dem Wegfall von Verbindlichkeiten in Folge der Wandelung von Wandelanleihen.

- b. Korrekturbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre bestehe beim Kapitalisierungszinssatz in all seinen drei Komponenten.



- (1) Der mit 1,25 % vor Steuern angesetzte Basiszinssatz müsse bereits wegen der aktuellen Entwicklung an den Kapitalmärkten mit zum Stichtag deutlich niedrigeren Anleihezinssätzen wesentlich abgesenkt werden. Diese Notwendigkeit einer Reduzierung ergebe sich auch aus der Existenz von Credit Default Swaps.
- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag – sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe – herabgesetzt werden. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich zumindest als wenig geeignet dar und sei anderen Methoden nicht überlegen. Keinesfalls aber rechtfertige sich der einer Empfehlung des FAOB des IDW folgende Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern, weil sich dieser Wert auch nicht mit einer Fortdauer der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen lasse. Das unternehmenseigene Risiko müsse über den originären Beta-Faktor und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group abgeleitet werden. Namentlich Futuren S.A. und Falck Renewable S.p.A. seien als Entwickler bzw. Entwickler und Erbauer von Windparks mit der Chorus Clean Energy AG nicht vergleichbar. Angesichts des Fehlens eines aussagekräftigen Beta-Faktors für zwei von sechs Gesellschaften für drei bzw. fünf Jahre fehle dem Peer Group-Beta die Datenbasis. Der Impairment-Test entsprechend dem Geschäftsbericht 2016 mache deutlich, dass angesichts fehlender Entwicklungs- und Baukostenrisiken ein höherer Ansatz als 3,55 % für Stromerzeugung aus Stromenergie und 3,23 % aus Windenergie sowie von 3,08 % für das Asset Management nicht angenommen werden dürfe. Zudem vernachlässige der angesetzte Beta-Faktor die staatliche Absicherung der Rendite durch die Einspeisevergütung.
- (3) Der mit 1 % zu niedrig angesetzte Wachstumsabschlag übersehe die Energiekosten als Teil der allgemeinen Inflationsrate. Der Preis- und Wettbewerbsdruck bei der Akquise neuer Projekte dürfe nur im Zäh-



ler des Bewertungskalküls einfließen. Zudem übersehe der Ansatz die nur aktuell starke Regulierung im Energiesektor, woraus man keine Rückschlüsse für die Ewige Rente ziehen dürfe. Nach dem Wachstum im letzten Planjahr von 6,1 % könne ein Wachstumsabschlag von 1 % nicht realistisch sein. Angesichts der Klimaschützziele sowie eines nicht fortdauernden Nullzinsniveaus werde die Gesellschaft gezwungen sein, zu Reinvestitionen anstehende finanzielle Mittel mit anziehenden Renditen auch in diesem Geschäftsbereich wieder zu reinvestieren.

- c. Die steuerlichen Verlustvorträge hätten in die Steuerplanung aufgenommen werden müssen. Zudem übersehe der Ansatz als Sonderwert das Risiko der Verfassungswidrigkeit der Regelungen in § 8 c KStG. Anstelle des Ansatzes des steuerlichen Einlagenkontos als Sonderwert hätten bei der Planung keine persönlichen Steuern auf Ausschüttungen in Ansatz gebracht werden dürfen.
 - d. Fehlerhaft unterblieben sei der Ansatz des letzten Börsenkurses; Ebenso habe der Börsenkurs deutlich über € 11,88 gelegen. Auch hätten Vorereispreise berücksichtigt und demzufolge auch offen gelegt werden müssen.
3. Die Antragsgegnerin beantragt dem gegenüber die Zurückweisung der Anträge, die zum Teil unzulässig, in jedem Fall angesichts der Angemessenheit der Barabfindung unbegründet seien. Die Antragsteller zu 30), 40), 43), 44), 46) und 67) hätten keine hinreichend konkreten Bewertungsrügen erhoben, weil es an einer ernsthaften Auseinandersetzung mit den gutachtlichen Stellungnahmen von und dem Prüfungsbericht fehle.
- a. Die in der Planung getroffenen Annahmen seien sachgerecht erfolgt und demgemäß auch nicht korrekturbedürftig.



- (1) Die lediglich drei Jahre umfassende strategische Planung sei sachgerecht um eine längerfristige Planungsrechnung bis 2043 ergänzt worden, weil aufgrund der auf Mittel- und Langfristigkeit orientierten Geschäftsmodelle erst im Geschäftsjahr 2044 ein eingeschwungener Zustand erreicht werde. Die Planung selbst sei aufgrund einer Vergangenheitsanalyse unter zusätzlicher Berücksichtigung von Marktanalysen plausibilisiert worden.
- (2) Die Umsatzprognose für die Jahre 2017 bis 2021 zeige ein Wachstum von jährlich 9,1 % im Durchschnitt und stehe in Einklang mit den Markterwartungen. Die Erlöse aus dem Bereich Asset Management seien in der Rubrik „Erlöse aus Investitionen und dem Wachstum des Asset Management“ ausgewiesen, die ein im Vergleich zur operativen verabschiedeten Planung ein deutliches Wachstum verzeichnen. Die zugrunde gelegten Wachstumsprognosen stünden nicht in Widerspruch zu den Markterwartungen. Ein direkter Einfluss umweltpolitischer Rahmenbedingungen bestehe nicht, nachdem die Gesellschaft erwirtschaftete Mittel nur ausschütten oder in Wind- bzw. Solarparks anlegen könne. Bei der Anlage in entsprechende Parks partizipiere sie an Bieterverfahren, bei denen angesichts der diesen innewohnenden Unsicherheiten das zu erwartende Wachstum begrenzt sei.
- (3) Der absolute Anstieg der Abschreibungen beruhe auf den getätigten Erweiterungsinvestitionen, der relative Anstieg auf den Degradationseffekt wegen der jährlichen Minderung der Leistung von Solarmodulen und aufgrund eines Wechsels der Förderung in Folge einer im Juli 2016 verabschiedeten Novelle des EEG.
- (4) Die in der Vergangenheit ausgewiesenen sonstigen betrieblichen Erträge hätten ihre Ursache in Sondereffekten im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen ohne Auswirkungen auf die



Planjahre. Der niedrigere Jahresüberschuss ergebe sich aus der höheren Steuerquote und dem Umstand, dass die Jahre 2017 bis 2021 durch vergleichsweise hohe steuerliche Abschreibungen gekennzeichnet seien. Angesichts der Investition von etwa € 160 Mio. könne angesichts vorhandener liquider Mittel von € 58.469 Mio. zum Bilanzstichtag nicht davon ausgegangen werden, es seien Investitionen im Umfang der zur Verfügung stehenden Mittel getätigt worden.

- (3) Bereits umgesetzte oder vom Management der Gesellschaft für quantifizierbar gehaltene unechte Synergien seien in die Planung eingeflossen. Dies gelte vor allem für die Verkleinerung des Vorstands um zwei Mitglieder und die Synergien aus der Vereinheitlichung der Strukturen und Prozesse. Die strategische Planung berücksichtige Wertbeiträge aus Investitionen in Solar- und Windparks sowie aus dem Wachstum des Asset Management mit Ursachen in der Übernahme durch die Antragsgegnerin ebenso wie die Möglichkeit, auch größere Investitionsprojekte mit einem Volumen von mehr als 40 MW durchführen zu können.
- (4) Beim Umfang der Thesaurierung gehe die Gesellschaft sachgerecht von ihren Planannahmen aus, wobei die thesaurierten Beträge in Phase I zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Finanzierung operativ notwendiger Investitionen mit der Folge einer Verbesserung des Zinsergebnisses und geringerer Kapitalkosten aufgrund der Verbesserung der Kapitalstruktur eingesetzt würden. Die Ausschüttungsquote von 70 % des IFRS-Jahresüberschusses in der Ewigen Rente ab 2022 orientiere sich an den für vergleichbare Unternehmen beobachteten Quoten. Die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % sei nicht zu beanstanden; die effektive Ertragssteuer auf Wertsteigerungen umfasse allerdings auch die auf inflationsgedingte Kursgewinnsteigerungen.



b. Bei dem in allen Parametern zutreffend bestimmten Kapitalisierungszinssatz bestehe kein Anpassungsbedarf.

(1) Der Basiszinssatz sei zutreffend mit Hilfe der Svensson-Methode für einen Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und zulässigerweise gerundet worden. Die Zugrundelegung deutscher Staatsanleihen könne nicht beanstandet werden angesichts ihrer Risikolosigkeit. Eine Reduzierung wegen der Absicherung am Markt durch Credit Default Swaps könne unterbleiben, weil sich aus ihnen kein größeres Ausfallrisiko ergebe.

(2) Der zwingend anzusetzende Risikozuschlag sei methodisch überzeugend in Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelt worden, das als auf empirische Daten gestützte, kapitalmarktorientierte Methode einer Herleitung auf der Grundlage freier Schätzung überlegen sei. Nicht zu beanstanden sei der Ansatz der Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern, die überzeugend über das arithmetische Mittel hergeleitet worden sei, weil dieser Ansatz gegenüber einer Verwendung des geometrischen Mittels überlegen sei. Implizite Renditen seien als Gradmesser für die Risikotoleranz ein geeignetes Mittel. Der Beta-Faktor von 0,4 unverschuldet müsse aus einer Peer Group abgeleitet werden, weil das originäre Beta angesichts des geringen Zeitraums und Streubesitzes nach der Übernahme statistisch nicht mehr belastbar und aufgrund geringer Liquidität des Aktienhandels nicht aussagekräftig sei. Die Zusammensetzung der Peer Group aus sechs in operativer und risikobestimmender Hinsicht vergleichbarer Unternehmen könne nicht in Frage gestellt werden, zumal man auch ausländische Gesellschaften einbeziehen dürfe. Beim Unlevern wie auch beim Relevern sei das Debt-Beta berücksichtigt worden. Ein Branchen-Beta könne nur einen ersten Ansatzpunkt liefern.



- (3) Kein Korrekturbedarf könne beim Wachstumsabschlag angenommen werden, nachdem für diesen die unternehmensspezifische und nicht die allgemeine Inflationsrate ausschlaggebend sei und es nicht zu einem Schrumpfen des Unternehmens durch diesen Ansatz komme. Zum einen bedeute auch eine unterhalb der Inflationsrate liegende Wachstumsrate immer noch einen nachhaltigen jährlichen Anstieg der Erträge. Zum anderen liege die Gesamtwachstumsrate des Unternehmens angesichts des auch auf der Thesaurierung beruhenden Wachstums bei über 2%.
- c. Die in den Unternehmenswert eingeflossenen Sonderwerte seien korrekt ermittelt worden. Der Wert der aktiven latenten Steuern auf die Verlustvorträge zum 31.12.2016 belaufe sich auf € 1,318 Mio., woraus sich ein über die kommenden zehn Jahre diskontierter Wert zum 31.12.2016 von € 1,130 Mio. errechne. Teile der steuerlichen Verlustvorträge seien tatsächlich untergegangen. Ebenso zutreffend stelle sich die Behandlung des Werts des steuerlichen Einlagenkontos dar, das wie die Verlustvorträge methodisch nicht zu beanstanden und bis zum vollständigen Abbau als Sonderwert angesetzt worden sei.
- d. Der Börsenkurs sei zutreffend aus einem umsatzgewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor der erstmaligen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt worden. Aus dem Börsenkurs zum Stichtag des letzten Handelstages könne dies ebenso wenig abgeleitet werden wie aus einem 52-Wochen-Hoch. Vorerwerbspreise seien bei der Ermittlung der Barabfindung ohne Bedeutung. Auch habe die Chorus IPP Europe keine Wandelanleihen ausgegeben.
4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 04.06.2018 (Bl. 171 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag wurde die Veröffentlichung der



Bekanntmachung über dessen Bestellung (Bl. 172 d.A.) im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt vor allem, im Bereich Wind fehle der Planung die Plausibilität, weil nicht von der fehlenden Akquise neuer Windparks ausgegangen werden könne, wie dies mit den in der Planung genannten Zahlen impliziert werde. Auch stelle sich die Gesamtentwicklung im Bereich Asset Management mit einem Rückgang des Wachstums von 22,5 % in 2017 auf nur mehr 9,1 % in 2018 und 3,8 % in 2019 als nicht mehr plausibel dar. Aus der Fremdfinanzierung von Solarparks in Höhe von üblicherweise bis zu 90 % und einer Tilgung nach rund 16 Jahren müsste im Anschluss daran eine deutlich überdurchschnittliche Marge erzielt werden. Der Anstieg sonstiger Aufwendungen bei rückläufigen Steuersätzen, im Bereich Solar beinhalte einen Widerspruch zur Reduktion der Finanzaufwendungen vor allem in der Detailplanungsphase. Zusätzlich verweist auch der gemeinsame Vertreter auf die fehlerhafte Ermittlung des Risikozuschlags wie auch des Wachstumsabschlags hin.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 31.1.2019 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von
- mündlich angehört. Ferner hat das Gericht den Abfindungsprüfer mit Beschluss vom 31.1.2019 (Bl. 330 d.A.) gebeten, in einer ergänzenden Stellungnahme zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen mit geänderten Bewertungsparametern bei der Thesaurierung und beim Kapitalisierungszinssatz vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung des Abfindungsprüfers wird in vollem Umfang auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 31.1.2019 (Bl. 301/331 d.A.) sowie die allen Verfahrensbeteiligten zugestellte ergänzende Stellungnahme des Abfindungsprüfers vom 2.5.2019 (Bl. 373/439 d.A.) Bezug genommen.



- c. Der Antragsteller zu 28) hat mit Schriftsatz vom 23.7.2019 (Bl. 442 d.A) seinen Antrag zurückgenommen. Die Antragsgegnerin hat über ihre Verfahrensbevollmächtigten zugesichert, keinen Kostenantrag zu stellen.
5. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 31.1.2019 (Bl. 301/331 d.A.).

B.

Die Anträge der im Verfahren verbliebenen Antragsteller auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet, weil diese auf € 13,03 je Aktie festzusetzen und mit einem Zinssatz von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz seit dem 26.8.2017 zu verzinsen ist.

I.

Die Anträge der Antragsteller zu 1) bis 27) und zu 29) bis 68) sind zulässig.

1. Diese Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft am 24.8.2018 Aktionäre der Chorus Clean Energy AG waren. Bezüglich der Antragsteller zu 1) bis 27), 29) bis 55) und 57) bis 68) hat die Antragsgegnerin den entsprechenden Vortrag entweder von vorn herein nicht bestritten oder im Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt. Soweit die Antragsgegnerin den Vortrag des Antragstellers zu 56) bestritten hat, hat dieser Antragsteller den entsprechenden Nachweis durch die Vorlage einer



Bankbescheinigung der vom 17.5.2019 nachgewiesen.
An der Richtigkeit dieser Bescheinigungen, aus der sich die Aktionärseigen-
schaft zum maßgeblichen Zeitpunkt ergibt, bestehen keinerlei Zweifel.

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 25.8.2017, weshalb die Frist am 27.11.2017 endete. Da das rechnerische Ende der Frist von drei Monaten auf Samstag, den 25.11.2017 fiel endete die Frist aufgrund der Regelungen § 17 Abs. 1 SpruchG, 16 Abs. 2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO mit Ablauf des nächsten Werktages, mithin am Montag, den 27.11.2017 um 24.00 Uhr. Da alle Anträge spätestens an diesem Tag ausweislich der Gerichtsakte zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangen sind, ist die Frist von allen Antragstellern gewahrt worden.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG auch konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind.
 - a. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.

Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken (vgl. nur



Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puskajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puskajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 10b). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüfer/Koch, AktG, 12. Aufl., Anh. § 305 § 4 SpruchG Rdn. 8). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.; 2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996; ZIP 2013, 1664, 1665; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126 f.; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 22 f.; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15;



in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 4 SpruchG Rdn. 10 a f.).

Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsrüge generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze-out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht. Sie überspannt die Anforderungen an die Antragsteller, nachdem vielfach auch in den – einander ähnlichen – Bewertungsgutachten die näheren Daten zur Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht offen gelegt werden und zur Begründung häufig im Wesentlichen auf die Erkenntnisse des Fachausschusses Unternehmensbewertung (FAUB), wie sie im aktuellen IDW S 1 und anschließenden Verlautbarungen des IDW niedergelegt wurden, verwiesen wird. Dann aber von den Antragstellern fast schon wissenschaftlich fundierte Widerlegungen und Berechnungen zu fordern, übersteigert die Anforderungen an eine zulässige Bewertungsrüge und wäre namentlich auch mit dem aus dem Rechtsstaatsprinzip abgeleiteten und damit verfassungsrechtlich abgesicherten Justizgewährleistungsanspruch des Grundgesetzes nicht vereinbar. Es genügt, wenn einzelne Parameter mit einer nachvollziehbaren Begründung in Frage gestellt werden. Dies ist hier von allen Antragstellern zumindest in Bezug auf einen Bewertungsfehler in den jeweiligen Antragsschriften geschehen.

b. Diesen Anforderungen werden alle Antragsschriften gerecht.

(1) Dies gilt zunächst für den Antragsteller zu 30), der die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern gerügt hat und sich dabei vor allem argumentativ auf Kritik an der Studie von Prof. Stele aus dem Jahr 2004 stützte, die er vor allem mit einer Untersuchung desselben Autors vom 20.7.2010 begründet. Zudem verwies er auf die unzulässige Anwendung des arithmetischen Mittels, die er gleichfalls näher



begründete. Auch führte er aus, warum nach seiner Einschätzung der angesetzte Beta-Faktor zu hoch sei. Diese Erwägungen müssen als ausreichend angesehen werden; insbesondere kann nicht davon ausgegangen werden, es handele sich um formelhafte Begründungen ohne jeden Bezug vom bewertenden Unternehmen.

- (2) In gleicher Weise hat die Antragstellerin zu 43) Rügen gegen die Marktrisikoprämie erhoben und zudem unter Hinweis auf die Auswirkungen eines unterhalb der erwarteten allgemeinen Inflationsrate liegenden Wachstumsabschlags dessen Ansatz von 1 % als nicht sachgerecht beschrieben. Damit liegt aber auch hier eine individuelle, fallbezogene Rüge vor.
- (3) Die vom Antragsteller zu 44) erhobenen Rügen beziehen sich neben dem unter Hinweis auf Untersuchungen vom Prof. Stehle sowie Äußerungen in der Kommentarliteratur auf den zu niedrig angesetzten Risikozuschlag vor allem auf dem Basiszinssatz, der niedriger liege als die aktuell am Kapitalmarkt zu erwartenden und zu erzielenden Zinsen, weshalb der Ansatz von 1,25 % zu hoch sei. Dies kann nicht als unzulässige pauschale Rüge eines zentralen Bewertungsparameters angesehen werden; es kann von einem Antragsteller nicht erwartet werden, er müsse die Annahmen im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht mit einer quasi – wissenschaftlichen Ausarbeitung widerlegen.
- (4) Ähnliches gilt auch für die vom Antragsteller zu 46) erhobene Bewertungsrügen, der die vom FAUB des IBW gegebene Empfehlung zur Marktrisikoprämie angesichts des Endes der Finanzmarktkrise als nicht sachgerecht beschreibt und sodann verlangt, der Beta-Faktor müsse anhand eines Branchen-Beta ermittelt werden. Dies muss ebenso als ausreichend angesehen werden wie die Rüge des Fehlens eines Wertbeitrags aus Thesaurierung der Detailplanungsphase,



was eine Werterhöhung nach sich ziehe. Aufgrund der hohen The-
saurierung, für die es im Terminal Value keinen Grund gebe, müsse
ein höherer Wachstumsabschlag gesetzt werden. Auch hier zeigt der
Antragssteller zu 46), dass er sich mit Einzelfragen der Bewertung
beschäftigt, die nach seiner Beurteilung eine höhere Barabfindung
rechtfertigen sollen.

- (5) Der Antragssteller zu 67) hat in seiner Antragschrift hinreichend
deutlich begründet, warum er den Ansatz einer Marktrisikoprämie
von 5,5 % nach Steuern als zu hoch einschätzt und sich zur Begrün-
dung auf Ausführungen der in Spruchverfahren sehr erfahrenen 5.
Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main mit
dem langjährigen Vorsitzenden Richter gestützt. Auch er
verweist – wenn auch im Vergleich zum Antragsteller zu 44) ein we-
nig knapper gehalten – auf die Folgen eines Wachstumsabschlags,
der niedriger ist als die von der Europäischen Zentralbank anvisierte
Inflationsrate.

Damit hat aber keiner der Antragsteller, bei denen die Antragsgegnerin die
hinreichende Konkretisierung einer Bewertungsrüge vermisst und dies ge-
rügt hat, lediglich formelhafte Wendungen gegen die Angemessenheit der
zu leistenden Kompensation vorgebracht. Für die Frage, inwieweit Antrag-
steller eine hinreichend konkrete Rüge erhoben haben, kann nicht aus-
schlaggebend sein, ob die Angaben richtig oder schlüssig sind oder sich
aus ihnen eine erhebliche Erhöhung der Kompensation ableiten lässt. In-
wieweit sich daraus tatsächlich eine höhere Barabfindung ergibt, ist eine
Frage der Begründetheit des Antrags (so KG NZG 2012, 1427, 1428 = AG
2002, 795; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 4 SpruchG Rdn. 21)
Ein schlüssiger Vortrag kann daher nicht als Zulässigkeitsvoraussetzung
angesehen werden (so indes nicht überzeugend Leuering in: Simon,
SpruchG, 1. Aufl., § 4 Rdn. 34; Wittgens NZG 2007, 853, 855).



4. Der Antrag der Antragstellerin zur 55) entspricht der Form der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 21 Abs. 1 Satz 5, 25 FamFG. Die aufgrund der Verweisungsregelung in § 17 Abs. 1 SpruchG anwendbare Vorschrift des § 23 Abs. 1 Satz 5 FamFG bestimmt, dass der Antrag von dem Antragsteller oder seinem Bevollmächtigten unterschrieben werden soll. Der Antragschriftsatz aus dem Verfahren 5HK O 17019/17, das zu diesem führenden Verfahren hinzuverbunden wurde, wurde vom Vorstand der Antragstellerin zu 55) unterzeichnet. Daher kommt es nicht entscheidungserheblich darauf an, ob ein nicht unterschriebener Antrag wirksam ist, wenn es sich dabei nicht nur um einen Entwurf handelt, sondern die Antragschrift mit dem Willen des Urhebers bei Gericht eingehen soll (so BGH FGPrax 2011, 41; KG FamRZ 2012, 920 f.; Sternal in: Keidel, FamFG, 19. Aufl., § 23 Rdn. 42; Ulrici in: Münchener Kommentar zum FamFG, 2. Aufl., § 23 Rdn. 39; Ahn-Röth in: Prütting/Helms, FamFG, 4. Aufl., § 23 Rdn. 17; Feskorn in: Zöller, ZPO, a.a.O., § 23 FamFG Rdn. 5) oder ob entsprechend den Ausführungen in der Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung (vgl. BT-Drucks. 16/6308 S. 186) die Unterschrift als zwingendes Formerfordernis anzusehen ist, wenn es dort heißt, dass der Antrag zu unterschreiben ist (so Bumiller/Harders, FamFG, 10. Aufl., § 23 Rdn. 14; Brinkmann in: Schulte-Bunert/Weinreich, FamFG, 3. Aufl., § 23 Rdn. 26).
5. Die Beteiligtenfähigkeit der Antragstellerin zu 3) als Erbengemeinschaft muss für das hier vorliegende Spruchverfahren bejaht werden. Nach §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sind beteiligtenfähig Vereinigungen, soweit ihnen ein Recht zustehen kann. Der BGH hat zwar bezüglich der Partei- und Rechtsfähigkeit einer Erbengemeinschaft wiederholt entschieden, dass diese zu verneinen sei, weil die Miterbengemeinschaft nicht auf Dauer, sondern auf Auseinandersetzung angelegt sei und nicht über eigene Organe verfüge, durch die sie im Rechtsverkehr handeln könnte; deshalb soll sie kein eigenständiges, handlungsfähiges Rechtssubjekt sein, sondern lediglich eine gesamthänderisch verbundene Personenmehrheit, der mit dem Nachlass ein Sondervermögen zugeordnet ist (vgl. BGH NJW 2002, 3389, 3390 = WM 2002, 393, 394 = WuM 2002, 601, 602 = NZM 2002, 950, 951 = FamRZ 2002, 1621 f. = RPfleger 2002, 625 f.).



= ZMR 2002, 907, 908 = MDR 2002, 81; NJW 2006, 3715 f. = WuM 2006, 695 = NZM 2006, 944, 945 = FamRZ 2007, 41, 42 = DNotZ 2006, 134, 135 = RPfleger 2007, 75, 76 = ZMR 2007, 26, 27; Staudinger-Löhnig, BGB, Neubearb. 2016, § 2032 Rdn. 4; Palandt-Weidlich, BGB, 76. Aufl., Einf v § 2032 Rdn. 1; Erman-Bayer, BGB, 14. Aufl., § 2032 Rdn. 1; a.A. Grunewald AcP 197 [1997], S. 305 ff.; Eberl-Boges ZEV 2002, 125, 127 ff.). Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, inwieweit der von der überwiegend vertretenen Auffassung zur fehlenden Rechts- und Parteifähigkeit einer Miterbengemeinschaft zu folgen ist. Die vom BGH im Zivilprozessrecht entwickelten Grundsätze lassen sich nämlich angesichts der Besonderheiten des Aktienrechts nicht auf die Beteiligtenfähigkeit im Spruchverfahren übertragen. Die über die Verweisungsnorm des § 17 Abs. 1 SpruchG anwendbare Regelung des § 8 Nr. 2 FamFG geht nämlich von einem im Vergleich zur Parteifähigkeit des § 50 ZPO weiteren Begriff der Beteiligtenfähigkeit aus, der dazu führt, dass angesichts der Besonderheiten des materiellen Aktienrechts eine Miterbengemeinschaft Beteiligte eines Spruchverfahrens sein kann. Es ist weithin unstrittig, dass eine Miterbengemeinschaft Aktien halten kann, wie dies insbesondere von § 69 Abs. 1 und Abs. 3 Satz 2 AktG vorausgesetzt wird (vgl. nur Staudinger-Löhnig, BGB, a.a.O., § 2032 Rdn. 31; Cahn in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 69 Rdn. 6; Bezenberger in: Schmidt/Lutter, 3. Aufl., § 69 Rdn. 3; Lohr in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 69 Rdn. 4). Steht eine Aktie mehreren Berechtigten zu, so können sie die Rechte aus der Aktie gemäß § 69 Abs. 1 AktG nur durch einen gemeinschaftlichen Vertreter ausüben. Zudem muss auch aus der Regelung über die Empfangszuständigkeit von Willenserklärungen gegenüber mehreren Erben in § 69 Abs. 3 Satz 2 AktG die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Erbengemeinschaft vom Regelungsgehalt des § 69 AktG erfasst sein muss. Die weitere Voraussetzung des § 69 Abs. 1 AktG in Form der Bestellung eines gemeinsamen Vertreters durch die Antragstellerin zu 3) ist gleichfalls zu bejahen, weil in einem Rechtsstreit ein gemeinsamer Verfahrensbevollmächtigter zugleich deren Vertreter gegenüber der Gesellschaft oder nach einer das Aktieneigentum berührenden Strukturmaßnahme wie einen Squeeze out gegenüber dem Hauptaktionär sein kann (vgl. Bezenberger in: Schmidt/Lutter,



AktG, a.a.O., § 69 Rdn. 7). Dann aber kann der Erbgemeinschaft ein Recht zustehen. Als Aktionärin hat sie nämlich einen Anspruch auf eine angemessene Kompensation. Damit einhergehen muss aber die verfahrensrechtliche Möglichkeit, die Angemessenheit der von der Hauptversammlung beschlossenen Kompensation in einem Spruchverfahren gerichtlich überprüfen zu lassen. Folglich muss die Erbgemeinschaft auch beteiligtenfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sein (vgl. OLG München, Beschluss vom 13.11.2019, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; a.A. OLG Stuttgart MDR 2019, 45 f., das aber die Erben als Antragsteller ansieht).

II.

Die Anträge auf Aufsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 13,03 je Aktie beträgt und ab dem 26.8.2017 mit einem Zinssatz von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen ist.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 94 = ZIP 2019, 370, 373 = DB 2018, 2108, 2111; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18).



1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 281), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der Chorus Clean Energy AG zugrunde gelegt werden kann. 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 BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzuneh-



men 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. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 33747/18).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Gesellschaft keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung der Chorus Clean Energy AG zugrunde lagen.



- (a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswerts wesentlichen und bestimmenden Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind. Dabei verwies der Abfindungsprüfer sowohl in seinem schriftlichen Prüfungsbericht als auch im Termin seiner Anhörung ebenso wie die Bewertungsgutachter auf die sich zeigende hohe Planungstreue in der Gesellschaft hin. Abweichungen zwischen den Plan- und den Ist-Zahlen ergaben sich in unterschiedlichen Ausmaß bei den Wind- und Solarparks, wobei eine negative Abweichung bei den Windparks für die ersten beiden Jahre der Vergangenheitsanalyse durch deutlich positivere Stromproduktionsmengen überkompensiert werden konnte, während dies im Geschäftsjahr 2018 nicht möglich war, weshalb das Ergebnis bei der Stromproduktion um 9,9 % hinter den Planannahmen zurückblieb. Da diese Ergebnisse indes abhängig sind von den witterungsbedingten Gegebenheiten wie vor allem der Anzahl der Sonnenstunden sowie der Windstärke, die nicht hinreichend sicher prognostiziert werden können, lässt sich aus Planabweichungen bei der Stromproduktion als einem der zentralen Werttreiber kein Rückschluss auf eine mangelnde Systematik der Planung ziehen.
- (b) Die Kammer vermag keine Anhaltspunkte für eine unzulässige Sonderplanung oder unzulässige Eingriffe der Antragsgegnerin in den Planungsprozess bei der Chorus Clean Energy AG zu erkennen. Der Abfindungsprüfer führte während seiner Anhörung aus, keinerlei derartige Eingriffe seitens der Antragsgegnerin festgestellt zu haben. Dabei gab es bei der Gesellschaft die vom Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedete Bestandsplanung. Die strategische Planung, die im Laufe der Phase I



Wachstumsbeiträge aus neuen Wind- und Solarparks sowie aus dem Bereich Asset Management berücksichtigt und wertsteigernd wirkt, wurde zwar im Rahmen der Prüfung ergänzt, dann allerdings vom Vorstand mitgetragen. Insoweit unterscheidet sich die Situation entscheidend von der, die dem Beschluss des Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 12.11.2015, Az. I-26 W 9/14 (AktG) (AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 f. = Der Konzern 2015, 550, 553) zugrunde lag, bei der der Vorstand die Einschätzung mangelnder Plausibilität nicht teilte.

Der Wechsel in der Person des Vorstands lässt keinen Rückschluss auf eine unzulässige Einflussnahme durch die Antragsgegnerin zu. Dem Abfindungsprüfer lag eine vollständige Übersicht der Parks seit Inbetriebnahme vor; auch daraus war nach den von [redacted] vermittelten Erkenntnissen nicht erkennbar, dass es Einflussnahmen oder Verschiebungen von Geschäftschancen durch die Zusammenschlussvereinbarung gegeben hätte. Daher musste den Antragstellern auch nicht der Inhalt dieses Vertrages zugänglich gemacht werden.

Eine Einflussnahme auf die Planung des Vorstands durch die Antragsgegnerin ergibt sich auch nicht aus dem Wechsel von lokalen Rechnungslegungsstandards auf die Rechnungslegung nach IFRS. Zum einen wurde nach dem Börsengang der Gesellschaft bereits nach IFRS-Grundsätzen geplant. Zum anderen hat dies keinen Einfluss auf den Unternehmenswert.

- (c) Eine unzulässige Sonderplanung seitens der Bewertungsgutachter von [redacted] kann nicht angenommen werden. Die in der Antragsrwidmung in diesem Zusammenhang aufgeführten Zahlen entstammen der Bestandsplanung einerseits und der strategischen Planung andererseits. Die strategische Planung für den Bereich Asset Manage-



ment legt eine langfristige Wachstumsannahme des verwalteten Fondsvolumens zugrunde und berücksichtigt dabei die strategische Zielgröße zum jährlichen Wachstum des Asset Management-Volumens bis zum Jahr 2021. Dies bedeutet eine deutliche Ausweitung der Geschäftsaktivitäten. Die Bewertungsgutachter von [redacted] haben ausweislich des Prüfungsberichts auf der Grundlage der Konzernbilanzplanung der Gesellschaft sowie der Ergebnis- und Investitionsplanung sowie unter Berücksichtigung der Ausschüttungs- und Thesaurierungsannahmen den Finanzbedarf im Planungszeitraum integriert ermittelt und auf dieser Basis das Finanzergebnis der Gesellschaft neu abgeleitet. Dieser aus den Unterlagen der Gesellschaft abgeleitete Prozess der Plananpassung bedeutet indes keine unzulässige Sonderplanung, weil die Bewertungsgutachter diese fehlenden Annahmen für ein in sich konsistentes Bewertungsmodell benötigen. Da die Planung der Gesellschaft mit Ablauf des Geschäftsjahres 2021 endete, zu diesem Zeitpunkt aber noch kein eingeschwungener Zustand angenommen werden kann, musste eine Grobplanungs- oder Konvergenzphase zwischengeschaltet werden, weil die Restlaufzeiten der einzelnen Anlagen und der daraus resultierende Reinvestitionsbedarf andernfalls nicht sachgerecht in die Planung einfließen würden. Das Fehlen detaillierter Planannahmen für den Übergangszeitraum macht es – ebenso wie für die Ewige Rente – zwingend erforderlich, dass die Bewertungsgutachter von [redacted] eine langfristige Prognose der Ergebnisbeiträge aus den Bestandsparks vornehmen und dies annuitätisch in einem Übergangsjahr in die Ertragswertermittlung einfließen lassen. Dabei konnten sie auf die vom Management der Gesellschaft zur Verfügung gestellten langfristigen Planungsrechnungen auf Parkebene zurückgreifen, so dass die Annahmen der Gesellschaft die Grundlage der Ermittlungen und Berechnungen von [redacted] sind. Die darüber hinaus vorgenommenen Anpassungen haben die Bewertungsgutachter auf Seiten 50 bis 52 ihres Gutachtens eingehend dargestellt, was auch der Abfin-



dungsprüfer von _____ in seinem Bericht einer entsprechenden Würdigung unterzogen hat, die zu keinen Beanstandungen führte. Die annuitätische Umrechnung wurde in Anlage 4 zum Bewertungsgutachten hinreichend deutlich dargestellt.

Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedeten die Planung für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 am 27.3.2017. dies zeigt das die Verabschiedung der Planung ähnlich wie in den Vorjahren erfolgte, was für einen regulären Planungsturnus spricht. Die operativen Pläne wurden für die einzelnen Parks bereits bei ihrer Inbetriebnahme erstellt. Die dabei herangezogenen Windgutachten basieren auf so langen Zeitreihen, dass dies auch fortgeschrieben werden kann. Auch diese Vorgehensweise erhellt, dass von einer unzulässigen Sonderplanung und Einflussnahmen seitens der Antragsgegnerin nicht ausgegangen werden kann. Anpassungen der Planung erfolgten zudem nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre.

- (2) Die Umsatzplanung der Chorus Clean Energy AG stellt sich als plausibel dar und Bedarf folglich keiner Korrektur.
 - (a) Die Wachstumsprognose in der Planung beläuft sich für den Zeitraum von 2016 bis 2021 auf 9,1 % und auf 9,3 % im Zeitraum von 2015 bis 2020. Dieses Wachstum steht in Einklang mit den Marktanalysen. Der von Seiten der Antragsteller zum Teil errechnete Wert von 6 % p.a. beruht auf einem anderen Basisjahr, in dem das durchschnittliche jährliche Wachstum ab 2017 gerechnet wurde, so dass das erste Planjahr als Ausgangsjahr herangezogen wurde, obwohl bereits in diesem Jahr die Planung ansetzt, weshalb ab dem Jahr 2016 gerechnet werden muss. Abgesehen davon hat _____ erläutert, dass die Prognosen der Marktanalysen nicht zwangsläufig einen Rückschluss auf das Wachstum der Chorus Clean Energy AG zulassen. Das Wachstum der Gesellschaft wird durch die



strategische Planung erreicht, die so konzipiert ist, dass bei den Solar- und Windparks Abschreibungen erfolgen müssen und die Gegenwerte der Abschreibungen dann in neue Parks investiert werden. Dieser Ansatz wurde im Rahmen der strategischen Planung mit ihrem Beginn bereits in der Phase I als auch anschließend in der Konvergenzphase genutzt.

- (b) Die Umsatzplanung vernachlässigt entgegen dem Vortrag einiger Antragsteller auch nicht politische Vorgaben, nach denen der Anteil der Erneuerbaren Energien bis zum Jahr 2050 auf 80 % ansteigen und der Ausstieg aus der Kernenergie bis zum Jahr 2022 abgeschlossen sein soll. Dies ergibt sich aus dem Geschäftsmodell der Gesellschaft, das letztlich wie ein Fonds funktioniert, in den das Geld wie bei einem variabel verzinslichen Wertpapier einbezahlt wird. Die Gesellschaft ist kein produzierendes Unternehmen, das entsprechende Solar- oder Windanlagen baut. Erwirtschaftete Mittel können demnach entweder ausgeschüttet oder in neue Wind- oder Solarparks angelegt werden. Dabei ist die Gesellschaft auf Erfolge in Auktionen angewiesen; sie muss sich also als meistbietender Wettbewerber durchsetzen, wenn ein angeschlossener Energiepark zum Verkauf ansteht. Demgemäß vernachlässigt die Planung ebenfalls nicht die Folgen einer verstärkten Elektrifizierung im Verkehrsbereich.

- (c) Die Planansätze übersehen nicht den Wettbewerbsvorteil als Dienstleister für Investments in Erneuerbare Energien.

verwies bei seiner Anhörung auf die nach seiner wie auch nach der Beurteilung von sehr hohen Wachstumsraten im Bereich des Asset Management, deren Realisierung nicht als realistisch eingestuft wurde. Demgemäß verwies er auch darauf, dass die Planzahlen ausweislich des Geschäftsberichts



für das Geschäftsjahr 2017 im Ist dieses Jahres nicht einmal zur Hälfte erreicht wurden. Auch wenn der Geschäftsbericht naturgemäß erst nach dem Stichtag der Hauptversammlung erstellt wurde, können daraus Rückschlüsse gezogen werden, inwieweit Planannahmen zum Nachteil der Antragsteller unplausibel sind.

- (d) Die Planung kann nicht mit dem Argument als unplausibel bezeichnet zu werden, es hätte sich aus einer Expansion nach Skandinavien in die Benelux-Staaten und nach Osteuropa ergebende Umsatzsteigerungen in sie einfließen müssen. Die Berücksichtigung dieses Umstandes wäre indes mit den Grundsätzen der Wurzeltheorie nicht vereinbar. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind nämlich 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 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14964/17; 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). Der Abfindungsprüfer fand



keinerlei Hinweise auf derart konkretisierte Überlegungen innerhalb der Gesellschaft.

- (e) Ebenso wenig ergibt sich aus der Mitteilung vom 3.5.2017 über den Erwerb eines weiteren Windparks in Sachsen-Anhalt ein Anpassungsbedarf. Die Werteffekte aus dieser Akquise sind nämlich in der Planung abgebildet. Dem Abfindungsprüfer lag eine Liste der einzelnen Parks vor. Für dieses Asset Management gab es eine Beschränkung auf verwaltete Volumina in Geld. Die Planung der Gesellschaft setzt für das Geschäftsjahr 2017 einen Betrag von € 6,7 Mio. an; der Geschäftsbericht der Antragsgegnerin für das Geschäftsjahr 2017 setzte für diesen Bereich des Asset Managements Umsatzerlöse in einer Größenordnung zwischen € 3 Mio. und € 4 Mio. an.
- (f) Bei der Planung konnte auch ein Umsatzrückgang als Folge der Umstellung von Ist- auf Soll-Stromproduktion erfolgen; dies steht plausiblen und nachvollziehbaren Planansätzen nicht entgegen, auch wenn es dadurch in der Planung zu einem Umsatzrückgang um 1,9 % kommt. Die Grundlage dieser Ansätze zu den Umsatzerlösen stellen die Sonnengutachten dar. Dabei erläuterte dass man in einem Jahr die Annahmen durchaus verfehlt, während sie in einem anderen Jahr übertroffen werden, ohne dass dies exakt prognostiziert werden könnte. Da die Zahl der jährlichen Sonnenstunden auch von Spezialisten angesichts der Unsicherheiten der Wetter, wie auch der längerfristigen Klimaentwicklung nicht sicher vorhergesagt werden kann, konnten die vorliegenden Sonnengutachten der Planung zu Grunde gelegt werden.
- (g) Die Ausführungen im Börsenzulassungsprospekt stehen nicht im Widerspruch zu den Planannahmen zum Stichtag der Haupt-



versammlung am 22.6.2017. Dies gilt zunächst für ein im Rumpfgeschäftsjahr 2014 im Zulassungsprospekt höher angesetztes EBIT als für das Planjahr 2017. Der Börsenprospekt enthielt pro forma-Zahlen, die unterstellten, dass Solarparks schon am Anfang des Jahres eingebracht und daher im Bestand waren, auch wenn dies erst Ende des Jahres tatsächlich geschah. Angesichts dessen ist nachvollziehbar, wenn das EBIT des Rumpfgeschäftsjahres über dem des ersten Planjahres liegt. Ebenso wenig kann ein Widerspruch darin gesehen werden, dass der Börsenzulassungsprospekt eine lange Liste mit angedienten Projekten als Grundlage der Expansion enthält, dann aber mit Modellannahmen für die weitere Entwicklung entsprechend den Ausführungen im Bewertungsgutachten auf Seite 32 gearbeitet wird. Der Abfindungsprüfer verwies bei seiner Anhörung darauf, dass nur ein Bruchteil der in der Pipeline enthaltenen Projekte umgesetzt war; von den aufgeführten Projekten waren erst 6 % realisiert worden. Der Börsenzulassungsprospekt musste vom Abfindungsprüfer auch nicht zwingend in die Analyse zur Plausibilisierung der Planung einbezogen werden. Er wurde nämlich zu einem deutlich früheren Stichtag als dem für die hier zu prüfende Unternehmensbewertung allein maßgeblichen Zeitpunkt der Hauptversammlung erstellt. Zum anderen enthielt er keine quantifizierbaren künftigen Informationen.

- (h) Die Annahme einer konstanten Umsatzplanung im Unternehmenssegment Wind führt nicht zur Annahme der mangelnden Plausibilität der Planung. Die Auswirkungen einer Akquise von zusätzlichen Windparks sind nämlich in der Planung bei den Umsatzerlösen aus der strategischen Planung abgebildet, die dann das Wachstum aus diesem Bereich reflektiert. Diese strategische Planung geht von einer deutlichen Ausweitung der



Geschäftsaktivitäten aus, wobei allerdings im Jahr 2022 ein Rückgang der Einmalvergütungen angesetzt wird, während die laufenden Vergütungen nochmals von € 3,02 auf € 3,05 Mio.; mithin mit 1 % steigen, wie in der schriftlichen ergänzenden Stellungnahme vom 2.5.2019 dargestellt wurde. Der Rückgang des erwarteten Wachstums auf 1 % hat seine Ursache danach nachvollziehbar darin, dass eine langfristig starke Ausweitung der Geschäftsaktivitäten aufgrund langfristiger Markterwartungen als unrealistisch bezeichnet werden muss.

- (i) Der Rückgang des Wachstums der Umsatzerlöse im Bereich Asset Management, wie er im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht auf die Jahre 2018 und 2019 nach einem starken Wachstum um 22,5 % im Jahr 2017 angesetzt wurde, beruht darauf, dass im Bestandsgeschäft keine neuen Mittel hinzugekommen wurden, weshalb es beim Gesamtumsatz zu einem Rückgang der Wachstumsraten kommen muss. Andererseits trägt gerade der Ausbau des Asset Managements ausweislich der Ausführungen im Prüfungsbericht zum gesamten Wachstum in nicht unerheblichem Maße bei. Ein Rückgang gerade im Asset Management ist den absoluten Zahlen nicht zu entnehmen; vielmehr kommt es hier zu einer mehr als Verdoppelung der Umsatzzahlen aufgrund des beabsichtigten Ausbaus dieses Segments von 2017 bis 2021, wie namentlich den Ausführungen in der Antragsrwiderrung auf Seite 27 zu entnehmen ist, deren Richtigkeit und Maßgeblichkeit der Abfindungsprüfer im Anhörungstermin mehrfach bestätigt hat.
- (ii) Aus dem im Vergleich zum Umsatz stärkeren Wachstum der Abschreibungen lässt sich kein Korrekturbedarf für die Planung ableiten. Die Höhe der Abschreibungen resultiert nach den überzeugenden Erläuterungen des Abfindungsprüfers aus den



neu hinzugewonnenen Parks, die wiederum als Anlagevermögen der Abschreibung unterliegen. Die Gesellschaft nahm immer an einem Bieterverfahren teil, wenn Anlagen angeschlossen wurden. Die Investitionsüberlegungen der Chorus Clean Energy AG wie auch die Gesamtplanung waren darauf aufgebaut, wie viel man an Erlösen erwarten kann und welche Beträge man dafür aufwenden muss. Auf dieser Grundüberlegung der Gesellschaft modellierten die Bewertungsgutachter dies dann entsprechend, was der Abfindungsprüfer auch überprüft hat. Dabei war zentral, dass bei dem Betrag, der netto übrig blieb, die Kapitalkosten erwirtschaftet werden müssen. Allerdings kam noch eine Überrendite hinzu, die bis in die Ewige Rente im Jahr 2025 durchschlagen soll. Investitionen, die bis in das Jahr 2025 erfolgen, sollen diese Überrendite bringen. Danach getätigte Investitionen sollen eine Rendite in Höhe der Kapitalkosten erwirtschaften. In der Cash flow-Rechnung wurde dies dann für jeden einzelnen Part aufgegliedert, der die Kapitalkosten und in den ersten Jahren eine Überrendite erwirtschaften soll.

- (3) Die Ansätze für die Konvergenzphase und die ewige Rente bedürfen keiner Korrektur.
 - (a) Bei der Ermittlung des Ertragswertes konnte und musste eine bis in das Jahr 2043 reichende Konvergenzphase angesetzt werden, weil am Ende der Teilplanungsphase noch nicht von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden kann. Nur auf diese Art und Weise lässt sich das künftige Wachstumspotenzial voll umfänglich abbilden: Die fixierten Einspeisevergütungen werden auslaufen, weshalb ein sich nach den marktwirtschaftlichen Regeln ergebendes Preisniveau zum jeweiligen parkindividuellen Zeitpunkt anzupassen war; Ende



2021 war eben dies noch nicht möglich. Zudem berücksichtigten die Planungsrechnungen des Managements für Solarparks eine Laufzeit von 25 Jahren, obwohl 30 Jahre als branchenüblich angesehen werden können; auch deshalb mussten die Bewertungsgutachter die Planungen bezüglich der Parks entsprechend verlängern. Die Gesellschaft muss über das Jahr 2021 hinaus zur Erhaltung einer stabilen Anlagenbasis Investitionen in Wind- und Solarparks tätigen. Auf Basis von typisierten Modellparks berücksichtigten die Bewertungsgutachter von entsprechende Ergebnisbeiträge unter der Annahme nachhaltig zu erzielender Renditen. Dabei wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass über Marktprozesse nachhaltig eine Angleichung der Renditeerwartung an die Kapitalkosten der Investoren zu erwarten ist. Ebenso mussten die bis zum Jahr 2021 enthaltenen Effekte aus der Rechnungslegung nach IFRS fortentwickelt werden. Auch bei der Finanz- und Steuerplanung konnte am Ende von Phase I ein Gleichgewichtszustand noch nicht bejaht werden, weshalb die Ertragsteuern auf Basis des letzten Jahres der Detailplanung fortentwickelt werden mussten. Die wesentlichen Effekte auf die steuerliche Bemessungsgrundlage wie namentlich aus der Entwicklung der steuerlichen Abschreibung wurden dabei gesondert berücksichtigt. Die nachhaltige Ausschüttungsquote soll einhergehen mit der durch die Gesellschaft kommunizierte aktuelle Ausschüttungspolitik, wonach ein erheblicher Teil der erzielten Gewinne ausgeschüttet werden soll. Angesichts dessen ging das Bewertungsgutachten von einer nachhaltigen Ausschüttungsquote von 100 % aus, um im Einklang mit dem Umstand einer ausgeglichenen Anlagenbasis und Finanzierungsstruktur zu sein. Bei der Ausschüttung dieser Überschüsse wurde im Rahmen der Bewertung unterstellt, dass das handelsrechtliche Ergebnis, also das Jahresergebnis nach HGB im Zeitraum von 2017 bis 2043 ent-



sprechend der geplanten Ausschüttungspolitik zu 100 % ausgeschüttet wird. Aufgrund der Unterschiede zwischen den Abschlüssen nach HGB in IFRS ergibt sich den Jahren 2017 bis 2031 eine rechnerische Ausschüttungsquote zwischen 34 % und 71 %. Von 2032 bis 2043 beträgt diese 100 %, weil erwartungsgemäß ab diesem Zeitpunkt keine Unterschiede mehr zwischen den HGB- und den IFRS-Abschlüssen existieren, wie in der ergänzenden Stellungnahme vom 2.5.2019 dargestellt wurde. In der mündlichen Verhandlung vom 31.1.2019 verwies der Abfindungsprüfer zudem auf den Effekt aus der Kapazitätserweiterung, der dazu führt, dass die vorhandenen Mittel erst Ende des Jahres 2043 vollständig ausgenutzt sein werden.

- (b) Die in der Übergangsphase zu erwirtschaftenden Renditen einschließlich der Überrendite hat der Abfindungsprüfer in seiner ergänzenden Stellungnahmen nochmals vertieft dargestellt, nachdem bereits das Bewertungsgutachten in Anlage 4 die Langfristplanung tabellarisch dargestellt hat. Durch die Zwischenschaltung der Konvergenzphase und die Berücksichtigung der Überrendite ergab sich ein deutlich höherer Ertragswert der Gesellschaft, wie aus den Tabellen 14. und 15. im Anhang im Ergänzungsgutachten abgebildet ist.
- (c) Das im Vergleich zur Detailplanungsphase im Terminal Value nicht mehr erhöhte EBIT in Höhe von € 32 Mio. musste nicht korrigiert werden. Bei der Bewertung war nämlich zu berücksichtigen, dass im vorhandenen Bestand von einer fixen Vergütung auszugehen ist, die aber in Zukunft keinen Bestand mehr haben wird. Mit Novellen zum EEG werden sich die Vergütungsmodelle ändern, was zu niedrigeren Erträgen bei der Gesellschaft führen wird, nachdem der Staat Subventionen aus dem Markt nimmt. Zudem muss gesehen werden, dass infolge von Kapazitätsausweitungseffekten auch die Abschreibungen in



der Ewigen Rente auf € 49,131 Mio. ansteigen. Die Entwicklung des EBIT von 2023 auf 2044 stellt dabei auch keinen Widerspruch zu 16 Investitionen mit einem Volumen von € 160 Mio. dar, weil diese Investitionen im Zeitraum zwischen 2017 und 2021 erfolgen und danach das Investitionsvolumen deutlich höher liegt.

- (4) Bezüglich der angesetzten Synergien kann eine Korrektur nicht vorgenommen werden. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayOblG AG 1996, 127, 128; LG München I AG 2016, 51, 54 = ZIP 2015, 2124, 2129; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 4. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen. In die Bewertung eingeflossen sind bezifferbare Synergien aus der Reduktion der Zahl der Vorstandsmitglieder und aus der Verlagerung der Steuerabteilung. Darüber hinausgehende Synergien konnten nach der Aussage von [redacted] nicht ermittelt werden.

Etwas anderes lässt sich nicht aus den Ausführungen in der Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot ableiten, die sich mit Synergien befasste. Die dort angesprochenen Synergien lassen sich nach Auskunft von [redacted] von [redacted] im Termin vom 31.1.2019 nicht separieren, nachdem die Gesellschaft Investitionen in neue Parks geplant hat, die auch Überrenditen erwirtschaften sollen. Die Angebotsunterlage vermochte diese Syner-



gien nicht zu beziffern. Vielmehr wird darin sehr allgemein formuliert, ohne dass klar wird, was dann tatsächlich bereits zum Zeitpunkt des Übernahmeangebot zeitlich nachfolgenden Squeeze out schon realisiert werden konnte. Demgemäß hat auch das Bewertungsgutachten von [redacted] dargelegt, dass bereits umgesetzte oder für den Planungszeitraum quantifizierbare Effekte in der Planung abgebildet sind. Die Berücksichtigung von Vorhaben aus dem Zusammenschluss mit der Antragsgegnerin zeigt sich – worauf diese hingewiesen hat – auch darin, dass die Möglichkeit, größere Investitionsprojekte als in der Vergangenheit durchzuführen, als einer der Werttreiber in die Planung eingeflossen ist. Soweit zum Teil geltend gemacht wurde, es gehe um den vollen Zugriff der Antragsgegnerin auf die Gesellschaft, entstehen Synergien bei der Antragsgegnerin, die indes für die Bewertung der Chorus Clean Energy AG ohne Bedeutung sein müssen, nachdem deren Bewertung auf einer Basis stand alone zu erfolgen hat.

Die Verlagerung der Wartungsaufgabe für die Parks auf die Antragsgegnerin war zum Zeitpunkt der Bewertung so nicht geplant. Bei den Parks im Bestand war das technische Management langfristig durch Verträge vergeben und gesichert. Eine Verlagerung konnte entsprechend der Formulierung „schrittweise“ erst nach dem Auslaufen dieser langfristigen Wartungsverträge erfolgen.

- (5) Hinsichtlich der Annahmen zur Thesaurierung muss indes teilweise eine Korrektur bei der Besteuerung des Wertbeitrags aus Thesaurierung im Terminal Value erfolgen, während die weiteren grundlegenden Annahmen zur Thesaurierung bzw. Ausschüttung angemessen erfolgten.
 - (a) Die Ansätze zur Thesaurierung und zur Ausschüttung der Jahresüberschüsse entsprechen dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und können daher nicht in Frage gestellt werden.



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, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 29.8.2018, 5HK O 16585/15), wobei dies auch für die Konvergenzphase gilt. Dabei wurde im Rahmen der Bewertung davon ausgegangen, dass das handelsrechtliche Ergebnis im Zeitraum der Detailplanungs- wie auch der Übergangsphase zu 100 % ausgeschüttet werden soll, worauf sich die bereits oben dargestellte Ausschüttungsquote in Relation zum IFRS-Jahresergebnis zwischen 34 % und 71 % bis 2031 ergibt, während ab 2032 hier keine Unterschiede mehr vorhanden sind.

- (b) Im Terminal Value wurde zu Recht von einer nachhaltigen Ausschüttungsquote von 60 % ausgegangen. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15). Sowohl das Bewertungsgutachten als auch der Prüfungsbericht gehen von dieser Quote aus, während die in Gutachten bzw. Berichten dargestellten Ausschüttungsquoten von knapp 70 %



darstellenden Charakter ausschließlich für das Übergangsjahr 2022 und die daraus abgeleitete Ewige Rente hat.

In der ergänzenden Stellungnahme nahm der Abfindungsprüfer auch zum Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen Stellung, aus denen sich aber nicht die Fehlerhaftigkeit der Annahmen für die Chorus Clean Energy AG ableiten lässt. Die Falck Renewable S.p.A. schüttete in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 jeweils über dem jeweiligen Konzernjahresergebnis nach Minderheiten aus dem Vorjahr aus; im Jahr 2017 kam es trotz eines negativen Jahresergebnisses dennoch zu Ausschüttungen. Dem gegenüber verkündete die Saeta Yield S.A. eine Zielausschüttungsquote von 80 % bis 95 % des nachhaltigen Cash flows des Unternehmens, weshalb diese Gesellschaft im Geschäftsjahr 2015 € 35,2 Mio. bei einem Gewinn von € 35,4 Millionen und in den Folgejahren einen Betrag deutlich über dem Konzernjahresergebnis ausschüttete. Die Audax Renovables S.A. und die Futuren S.A. tätigten infolge handelsrechtlicher Verluste keine Ausschüttungen. Auch angesichts dessen müssen die Ausschüttungsquoten der Chorus Clean Energy AG als sachgerecht bezeichnet werden.

- (c) Die Thesaurierung ohne Wertbeitrag in Höhe von € 811.000,- erfolgte sachgerecht. Dabei kann dieser Betrag den Aktionären nicht als Wertbeitrag zur Verfügung stehen. Dies berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert



werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt AG 2011, 417, 419; LG München I, Beschluss vom 31.7.2013, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 4736/11; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlags storniert. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages (vgl. Schieszl/Bachmann/Amann in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 706). Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums. Die im Terminal Value üblicherweise getroffene Annahme konstanter Eigenkapitalkosten setzt eine konstante Finanzierungsstruktur des Unternehmens mit der Folge eines jährlichen Wachstums auch des



Fremdkapitals voraus. Bei einer ertragsorientierten Vorgehensweise unter Planung bilanzieller Abschreibungen anstelle von Reinvestitionsraten bzw. weiterer nicht periodengleich zahlungswirksamer Aufwendungen und Erträge ist es grundsätzlich notwendig, aber auch ausreichend, die nachhaltige Finanzierung des zu bewertenden Unternehmens vereinfachend durch eine derartige wachstumsbedingte Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital sicherzustellen. (vgl. LG München I, Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 4736/11; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14693/17).

- (d) Der Wertbeitrag aus Thesaurierung muss sowohl in der Detailplanungsphase und dem Übergangsjahr als auch in der Ewigen Rente mit einem Steuersatz von 13,1875 % - also des hälftigen Steuersatzes zzgl. des Solidaritätszuschlages – belegt werden. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines 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, 511 f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/16; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich und rechtlich unbedenklich.

Dieser Steuersatz muss indes auch im Zeitraum der Ewigen Rente zugrunde gelegt werden. Inflationsbedingte Kursgewinne unterliegen – anders als im Bewertungsgutachten von angenommen – keiner Besteuerung. Zwar wird teilweise in der Literatur angenommen, erst durch die konsistente Berücksichtigung der effektiven Steuerlast auf die inflationsbedingten



(Schein-)Gewinne werde die Steueräquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage wieder hergestellt, und es würden dadurch Inkonsistenzen aufgrund des Steuerparadoxons vermieden (so WP-Handbuch 2014, Bd. 2, Rdn. 399; Ruthardt/Popp AG 2019, 196, 200). Diesem Ansatz vermag die Kammer indes nicht zu folgen, weil es dadurch beim Bewertungskalkül zu Unvereinbarkeiten zwischen dem Zähler und dem Nenner kommt. Im Unternehmensergebnis, das im Zähler des Bewertungskalküls abgebildet wird, kommt es durch den Ansatz der Besteuerung der Scheingewinne zu einer Minderung des Unternehmenswertes. Wenn allerdings diese Steuer im Zähler beachtet wird, müsste sie in gleicher Weise auch im Nenner angesetzt werden. Im Nenner – also beim Kapitalisierungszinssatz, auf den noch unter II. 1. b. eingehend einzugehen sein wird – wird dann allerdings nach der Systematik der Bewertung im Ertragswertverfahren eine Inflationsgewinnbesteuerung nicht eingerechnet. Dies müsste jedoch erfolgen, um die Vergleichbarkeit von Zähler und Nenner zu gewährleisten. Dieser Ansatz wäre jedoch mit der Herleitung des Risikozuschlags aus vergangenheitsbezogenen Werten nicht vereinbar (so LG München I, Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK o 14963/17).

- (6) Beim Finanzergebnis sind Anpassungen der Planannahmen in ihrer Struktur ebenso wenig veranlasst wie bei den sonstigen Aufwendungen und Erträgen.
- (a) Die Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten um € 25 Millionen entsprechend der am 3.6.2016 erfolgten Mitteilung wurde in der am 27.3.2017 verabschiedeten Planung berücksichtigt. Der Wegfall von Verbindlichkeiten in Höhe von € 100 Millionen aufgrund der Wandelung von Wandelanleihen wurde nicht überse-



hen. Es handelt sich bei dieser Position um von der Chorus IPP Europe heraus gegebene Genussrechte. Die Chorus Clean Energy AG erhielt aus der Verwaltung des Portfolios der Chorus IPP Europe, die als assoziiertes Unternehmen bilanziert wurde, folglich eine Vergütung für die Verwaltung der Genussrechte, ohne aber an diesen selbst zu partizipieren. Die Umsatzerlöse für diese Dienstleistungen wurden im Segment Asset Management berücksichtigt. Die Verbindlichkeiten aus Genussrechten der Chorus IPP Europe fanden in der Netto-Finanzposition der Chorus Clean Energy AG keine Berücksichtigung. Das Eigenkapital-Genussrecht in Höhe von rund € 50.000,-- wurde entsprechend der Darstellung im Jahresabschluss der Chorus IPP Europe für das Geschäftsjahr 2015/2016 in diesem Jahr zurückgeführt und war folglich für die weitere Berechnung irrelevant.

- (b) Der Anstieg der sonstigen Aufwendungen bei rückläufigen Umsätzen im Bereich Solar bedeutet keinen Widerspruch zur Reduktion der Finanzaufwendungen namentlich in Phase I, weil die Umsätze in diesem Segment auf der im Laufe der Zeit nachlassenden Leistungsfähigkeit der Solarzellen beruhen.
- (c) Im Bereich der sonstigen Erträge musste die Veräußerung von Objektgesellschaften in der Zukunft nicht berücksichtigt werden, um von plausiblen Planansätzen auszugehen. Bei der Gesellschaft gab es nämlich keine derartigen Pläne für Veräußerungen, wie erläuterte hat. Wenn es in der Vergangenheit zu sonstigen betrieblichen Erträgen kam, waren dies in der Hauptsache Erträge aus Kaufpreisallokationen, die sich ergeben, wenn eine Gesellschaft neu in den Konzernabschluss aufgenommen wurde. Dies wurde bei der Vergangenheitsana-



lyse bereinigt. Zudem weisen die sonstigen betrieblichen Erträge in der Vergangenheit keinen direkten Cash-Effekt aus.

- b. Der Wert der so ermittelten Überschüssen muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung, mithin auf den 22.6.2019 abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 95 = ZIP 2019, 370, 373 f. = DB 2018, 2108, 2111 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

- (1) Der Basiszinssatz war dabei unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 1,25 % vor Steuern und 0,92 % nach Steuern festzusetzen.
- (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes an-



hand 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 ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az.



5HK O 14963/17). Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit der von der Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden.

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

Auf dieser Grundlage ergibt sich ein Basiszinssatz von 1,2256 % vor Steuern zum Zeitpunkt der Prüfung, der bis zum Stichtag der Hauptversammlung keine signifikanten Änderungen erfuhr, wie auch den Ausführungen des Verfahrensbevollmächtigten der Antragsteller zu 15) bis 18) im Termin vom 31.1.2019 zu entnehmen ist. Dieser Wert ist dann auf 1,25 % vor Steuern aufzurunden. Einer Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 1,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG München, Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551 = Der Konzern 2015, 442, 448; OLG Frankfurt



Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17).

- (b) Eine Reduktion wegen des Bestehens von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 26513/11).



Ebenso wenig ist es 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; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 122716). 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 Alternativenanlage 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 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 16.5.2019, Az. 5HK O 14693/17).

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen und im Jahr 2017 auf 3,56 %, im Jahr 2018 auf 3,7 %, im Jahr 2019 auf 3,55 %, im Jahr 2020 auf 3,3 %, im Jahr 2021 auf 3,0 % sowie im Übergangsjahr 2022 und im Terminal Value auf jeweils 2,4 % jeweils nach Steuern festzusetzen ist.
 - (a) 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 An-



satz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

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

(aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes



intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten. Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

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



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

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



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

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

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



- (cc) Deshalb 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 zentralen Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).
- (c) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt sich dieser aus dem Produkt von Marktisikoprämie und dem Beta-Faktor.
- (aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen (a.A. OLG Frankfurt AG 2017, 790, 793 f. = Der Konzern 2018, 74, 78).

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Ein-



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



genkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; ebenso und ausführlich zur Problematik Knoll Wist 2016, 248 ff.; auch Zeidler/Tschöpel/Bertram CF 2014, 70, 72 f.): Auch die Tatsache, dass im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 2016 im Zusammenhang mit Bewertungskennzahlen für den deutschen Aktienmarkt auf die impliziten Eigenkapitalkosten abgestellt wird und diese im Rahmen eines Dividendenbarwertmodells herangezogen werden, ändert nichts an den hier geäußerten Bedenken gegen den Ansatz der impliziten Marktrisikoprämie und deren Ableitung aus Analystenschätzungen, die eben den Blick „nur“ von außen auf ein Unternehmen haben und vielfach auch interessengeleitet sind. Vor allem aber weist der Beitrag im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank 04/2016 selbst darauf hin, dass die Beantwortung der Frage nach einem gerechtfertigten Bewertungsniveau nicht im Rahmen des Dividendenbarwertmodells allein erfolgen könne. Auch wird ausgeführt, dass es immer wieder auch Perioden gebe, in denen sich die Aktienrisikoprämie und die impliziten Eigenkapitalkosten nicht parallel entwickelten. So wird gerade auch auf den Sommer 2014 verwiesen, ab dem zwar die impliziten Aktienrisikoprämien, nicht aber die Risikoindikatoren stiegen. Auch in der zweiten Jahreshälfte 2010 kam es nach diesem Bericht zu einem starken Anstieg der Aktienrisikoprämie als auch der Eigenkapitalkosten, ohne dass andere Risikoindikatoren reagiert hätten.



Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schiesl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen



Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.

Der Ansatz eines Wertes von 5,5 % nach Steuern für die Marktrisikoprämie, wie dies im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angenommen wurde, kann auch aus einem anderen Grund nicht als zwingend und angemessen bezeichnet werden. In der Bewertungsliteratur wird nämlich darauf verwiesen, dass eine auf der Basis der Daten, die Herr Prof. Stehle für seine Untersuchung bis zum Jahr 2003 einschließlich (vgl. hierzu WPg 2004, 921 ff.) erfolgte Fortschreibung aus jüngerer Zeit nicht zu einer so deutlichen Steigerung der Marktrisikoprämie vor Steuern führt, die eine Erhöhung der Marktrisikoprämie nach Steuern um einen Prozentpunkt auf 5,5 % nach Steuern rechtfertigen könnte. Unter Einbeziehung des Zeitraums der Aktienrendite der Jahre 2004 bis 2013 wurde eine Marktri-



sikoprämie von 6,03 % vor Steuern und vor einem Abschlag für eine gesteigerte Kapitalmarkteffizienz ermittelt, was einen Anstieg um lediglich 0,3 Prozentpunkte gegenüber der 2003 endenden Zeitreihe bedeutet (vgl. Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 578 ff., insbes. 582). Die Annahme einer gesunkenen Marktkapitalisierung als Begründung für die Notwendigkeit einer höheren Marktrisikoprämie (vgl. hierzu Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lechner/ Willershausen, WPG 2013, 950, 957) kann so auch nicht bestätigt werden. Tendenziell ist die Marktkapitalisierung jedenfalls im DAX als dem Standard der 30 größten deutschen Aktiengesellschaften, aber auch im MDAX und im CDAX ebenso wie im S & P Global BMI seit der Finanzmarktkrise der Jahre 2008/2009 im Gefolge des Zusammenbruchs der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. angestiegen (so ausdrücklich Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O., S. 574 ff. mit grafischer Darstellung der genannten Indizes). Diese Untersuchungen von Wollny sprechen jedenfalls gegen den Ansatz einer signifikant angestiegenen Marktrisikoprämie und die Annahme konstant realer Aktienrenditen, auch wenn nicht zu verkennen ist, dass die Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise auf die Marktrisikoprämie erst ex post nach deren Ende und letztlich auch nach dem Ende der auch zum Bewertungsstichtag andauernden expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank endgültig bewertet werden können. In die gleiche Richtung geht eine anhand des von Datastream bereit gestellten Index „World DS-Market“ aus dem Zeitraum von 1974 bis 2014, woraus eine globale Marktrisikoprämie aus Sicht eines Inländischen Investors von 4,55 % abgeleitet wird (vgl. Dru-



karczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 251). Allerdings ist in diesem Zusammenhang nicht zu verkennen, dass dieser Ansatz auch Währungsrisiken beinhaltet und somit ebenfalls nicht zwingend für die Ableitung der Marktrisikoprämie herangezogen werden kann; zudem wird nicht klar herausgestellt, inwieweit es sich dabei um einen Ansatz vor oder nach Steuern handelt, auch wenn mehr für die Annahme eines Nach-Steuerwertes sprechen dürfte.

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 %, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15). Es kann nämlich nicht verkannt werden, dass die in diesem Zusammenhang vielfach angestellten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze zu einem Ansatz führen, wonach zumindest eine leicht ansteigende Marktrisikoprämie nicht von der Hand zu weisen ist. Auch unter Berücksichtigung der in anderen Spruchverfahren gewonnenen Erkenntnisse sieht die Kammer eine Marktrisikoprämie von 5 % als angemessen an. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die



Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete, auf § 287 Abs. 2 ZPO gestützte Schätzung sein (vgl. BGHZ 207, 114, 133 f. = NZG 2016, 139, 144 = AG 2016, 135, 142 = ZIP 2016, 110; 116 = WM 2016, 157, 163 = Der Konzern 2016, 88, 94 = DStR 2016, 424, 428 = NJW-RR 2016, 231, 237; OLG Düsseldorf AG 2018, 399, 403). Da die Auswirkungen des niedrigen Basiszinssatzes auf die Höhe der Marktrisikoprämie nach wie vor ungeklärt sind, was sich gerade auch anhand unterschiedlicher Auswertungen und Aussagen über die Entwicklung der Marktrisikoprämie zeigt, sieht es die Kammer auch deshalb als sachgerecht an, auf den Schnittbereich der Empfehlungen des FAUB des IDW abzustellen und nicht ausschließlich den Mittelwert der jüngeren Empfehlung heranzuziehen.

Diesem Ergebnis können namentlich nicht die Erwägungen aus dem Gesetzgebungsverfahren zur Neufassung des Erbschaftsteuergesetzes entgegen gehalten werden, in dessen Verlaufe es zu einer Änderung der für das vereinfachte Ertragswertverfahren geltenden Vorschrift des § 203 BewG gekommen ist. Eine unmittelbare Übernahme der Regelung aus § 203 Abs. 1 BewG kann nicht vorgenommen werden, weil die Bewertungsanlässe unterschiedlich sind. Das Bewertungsgesetz zielt auf eine standardisierende Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer und kann deshalb auch auf vereinfachende Bewertungsparameter zurückgreifen. Demgegenüber ist das Ertragswertverfahren gerade bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie beispielsweise einem Squeeze out darauf gerichtet, im Einzelfall den zutreffenden Unternehmenswert zu ermitteln, der auch den verfassungsrechtlichen Anforderungen aus



Art. 14 Abs. 1 GG an eine volle Kompensation der von einer derartigen Maßnahme betroffenen Minderheitsaktionäre genügen muss. Daher ist aus dem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 % in § 203 BewG kein zwingender Rückschluss auf eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zu ziehen. Auch der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern entfernt sich nicht in einer nicht hinnehmbaren Weise von den Überlegungen des Gesetzgebers zur Marktrisikoprämie, zumal der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages kein erhöhtes Investitionsrisiko bei Unternehmen aufgrund der Niedrigzinsphase annahm (vgl. insgesamt zu § 203 BewG n. F. BT-Drucks. 18/8911 S. 47).

Ebenso wenig kann diesem Ansatz ein Sachverständigengutachten von [redacted] aus einem anderen, beim Landgericht Hannover geführten Verfahren entgegengehalten werden, das der Kammer aus einer Reihe anderer Spruchverfahren bekannt ist. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht infrage gestellt. Allerdings sieht Herr [redacted] die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkte unter dem Wert der Stehle-Studie liegt. Dabei verweist er aber im Folgenden auf weitere Aspekte, die wiederum zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie führen sollen, ohne diese dann allerdings hinreichend exakt zu beziffern. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von [redacted] auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 20.12.2017, also



fast 8 3/4 Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes sehr deutlich nach unten bewegt hatte.

weist selbst darauf hin, es sei fraglich, ob zu diesem Stichtag eine Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen der Unsicherheiten der Finanzkrise bereits in vollem Umfang eingepreist war. Er verweist zudem auf eine erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer in Zeiten der Krise, die sich in einer erhöhten Marktrisikoprämie auswirken kann. Angesichts dessen können die Erkenntnisse von nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

Der Beitrag von Castedello/Jonas/Schieszl/Lechner (Wpg 2018, 806 ff.), der die Hintergründe der Empfehlung des FAUB erläutert, rechtfertigt gleichfalls keine andere Beurteilung. Die zentralen Ansätze über eine implizite Marktrisikoprämie und die Entwicklung von Spreads von Interbankenzinsen wurden bereits oben dargestellt – sie rechtfertigen zur Überzeugung der Kammer jedenfalls nicht die Erhöhung der Marktrisikoprämie auf 5,5 % nach Steuern.

Der Ansatz der Kammer liegt immer noch innerhalb der Empfehlung des FAUB, an die ein Gericht wegen fehlender Rechtsnormqualität nicht gebunden sein kann. Es widerspricht dem gerichtlichen Prüfungs- und Entscheidungsauftrag im Spruchverfahren, selbst den wahren angemessenen Wert der Kompensation zu ermitteln, wie auch dem Begriff der Bandbreite, wenn die Mitte der Bandbreite der stets vertretbare und letztlich „gerichts-feste“ Wert wäre. Vielmehr kann das Gericht im Spruchverfahren nach seiner Überzeugung durchaus zu dem Ergebnis gelangen, dass für bestimmte Stichtage ein niedri-



gerer (oder auch höherer) Wert innerhalb der Bandbreite das Marktrisiko besser abbildet als der Mittelwert (vgl. OLG München, Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 122/16; Beschluss vom 16.10.2018, 31 Wx 415/16).

Andererseits kann nicht davon ausgegangen werden, dass ein außerhalb der Bandbreite der Empfehlungen des FAUB des IDW als einen maßgeblichen Sachverständigenrat liegender Wert angenommen werden könne (vgl. OLG München, Beschluss vom 20.07.2018, Az. 31 Wx 122/16).

- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen des (Tax-) CAPM herangezogene Wert von 0,4 unverschuldet könnte auf der Grundlage einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, nachdem der unternehmenseigene Beta-Faktor der Chorus Clean Energy AG zum Bewertungsstichtag aus den nachfolgend dargestellten Überlegungen als nicht aussagekräftig eingestuft werden muss. Zwar hat die Antragsgegnerin den Vortrag namentlich der Antragssteller zu 27) und 28) nicht in Frage gestellt, die vorgelegten Bloomberg-Daten ergäben einen historisch Beta-Faktor der Aktie der Chorus Clean Energy AG von 0,311. Doch kann dieser unternehmenseigene Beta-Faktor der Gesellschaft aufgrund der mangelnden Liquidität der Aktie nicht herangezogen werden. Dies zeigt sich bereits an den Bid-Ask-Spreads der Aktien der Gesellschaft, die ausweislich der ergänzenden Stellungnahme des Abfindungsprüfers im Zeitraum zwischen dem Börsengang am 7.10.2018 und dem Tag der Bekanntmachung des Übertragungsverlan-



gens der Antragsgegnerin am 8.3.2017 bei 2,3 % bzw. 230 Basispunkten lagen. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem 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 tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Die Grenze, bis zu der Bid-Ask-Spreads auf eine hinreichende Liquidität hinweisen, wird üblicherweise in einer Größenordnung von 1,25 % gezogen. Ebenso spricht das Bestimmtheitsmaß R^2 , das bei einer Regression gegen den CDAX bei 0,018 und bei Regression gegen den MSCI World Index bei 0,027 liegt, gegen das Heranziehen des Unternehmens eigenen Beta-Faktors. Das Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Demgemäß besagen die ermittelten Werte, dass lediglich 1,8 % bzw. 2,7 % des Risikos der Aktie durch Marktfaktoren bestimmt werden. Ebenso ergab der t-Test für die Regression gegen diese beiden Indizes keine aussagenkräftigen Werte. Inwieweit das Bestimmtheitsmaß R^2 und der t-Test hinreichend aussagekräftig sind, wird zwar zum Teil in Rechtsprechung und Li-



teratur angezweifelt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532; kritisch auch Frankeri/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 59). Doch zeigt das Zusammenspiel dieser drei Faktoren, dass der originäre Beta-Faktor der Gesellschaft nicht aussagekräftig sein kann. Zudem muss davon ausgegangen werden, dass der Aktienkurs der Chorus Clean Energy ab dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot nicht mehr in erheblichem Umfang von ihrem eigentlichen operativen Risiko geprägt wird, nachdem derartige Angebote regelmäßig zu einer Zementierung des Aktienkurses führen, der dann auch nicht mehr das operative Risiko der Gesellschaft reflektiert (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012, Az. 21 W 14/11, Beck RS 2012, 20564; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27.5.2014, Az. 3-05 O 34/13, Beck RS 2014, 12643; LG München I, Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5 HKO 16585/15).

- (cc) Der demgemäß über eine Peer Group abzuleitende Beta-Faktor der Chorus Clean Energy AG war in Übereinstimmung mit dem Bewertungsgutachten von [redacted] und dem Abfindungsprüfer von [redacted] auf 0,4 unverschuldet anzusetzen. Für die Auswahl der Peer Group-Unternehmen wesentlich ist die Vergleichbarkeit hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente bzw. des Diversifikationsgrades und der Produktart, hinsichtlich der regionalen Abdeckung und gegebenenfalls auch hin-



sichtlich ihrer Größe (vgl. Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 47). Diese unmittelbare Vergleichbarkeit muss bei den herangezogenen Unternehmen der Peer Group bejaht werden.

Der Abfindungsprüfer wies im Verlaufe seiner Anhörung darauf hin, bei der Zusammensetzung der Peer Group sei maßgeblich Wert darauf gelegt worden, dass die Vergleichsunternehmen selbst Strom produzieren und Parks im Bestand haben. Diese Punkte sind bei allen einbezogenen Unternehmen wesentlicher Teil des Geschäftsmodells. Daher könnten auch Futuren S.A. und Falck Renewable S.p.A. in die Peer Group aufgenommen werden. Allein die Tatsache, dass bei zwei von sechs Gesellschaften für drei der fünf Jahre kein aussagefähiges Beta bei wöchentlichen Beta-Faktoren für fünf unabhängige Jahreszeiträume ermittelt werden konnte, steht dem Heranziehen des von abgeleiteten Beta-Faktors nicht entgegen.

Die vorgenommene Analysehandlung gestaltete sich so, dass er Beta-Faktoren über einen zweijährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen sowohl gegen den MSCI World Index als auch gegen den größten nationalen Index ermittelte und den Beta-Faktor ebenfalls über einen fünfjährigen Zeitraum mit wöchentlichen und monatlichen Renditeintervallen wiederum gegen den jeweiligen größten nationalen Index wie auch gegen den MSCI World Index ableitete. Bei der Ableitung des über den Median ermittelten Durchschnitts dieser Ergebnisse konnte er den Beta-Faktor von 0,4 unverschuldet bestätigen. Bei diesen Untersuchungen war die Signifikanz und die Liquidität bei allen Gesellschaften nahezu durchweg zu bejahen.



Der Zusammensetzung der Peer Group kann nicht entgegengehalten werden, in ihr seien keine oder nahezu keine deutschen Unternehmen enthalten; dies führt nicht zur Unvergleichbarkeit der Unternehmen. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass angesichts der internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Dies resultiert gerade auch aus der Verflechtung der Kapital- und Aktienmärkte über nationale Grenzen hinweg.

Aus dem Impairment-Test entsprechend dem Geschäftsbericht des Jahres 2016 lässt sich ein niedriger Beta-Faktor nicht ableiten, weil der WACC nicht mit Kapitalkosten verglichen werden kann.

- (dd) Neben dem operativen Risiko muss auch das Finanzierungsstrukturrisiko, wie es mit Hilfe des Beta-Faktors ermittelt wird, in den Risikozuschlag einfließen. Demgemäß erhöht sich das Risiko der Eigenkapitalgeber mit steigender Verschuldung des Unternehmens, weshalb der operative, unverschuldete Beta-Faktor im Wege des Relevanz angepasst werden muss. Dies geschah anhand der sich aus der Planungsrechnung ergebenden künftigen Finanzierungsstruktur der Gesellschaft.



- (d) Der so ermittelte Risikozuschlag mit Werten zwischen 3,7 % und 3,0 % in Phase I sowie von 2,4 % im Übergangsjahr sowie in der Ewigen Rente entsprechend dem jeweiligen Verschuldungsgrad steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, die operativ als weit unterdurchschnittlich bezeichnet werden müssen. Dies ergibt sich vor allem daraus, dass – worauf zu Recht hingewiesen hat – die Umsatzerlöse in Bezug auf die Preisentwicklung in Deutschland für 20 Jahre durch den Staat gesichert sind. Auch in den anderen Ländern, in denen die Gesellschaft aktiv ist wie Frankreich, Österreich und Italien, werden Erneuerbare Energien staatlich unterstützt, wie besonders in dem Bewertungsgutachten beschrieben wird. Ein Vorteil der Gesellschaft im Markt ist die Fokussierung auf eine Nische, in dem sie typischerweise in Projekte mittlerer Größe von ca. 10 bis 30 MW investiert, die für Wettbewerber in dem Markt weniger attraktiv erscheinen. Für kleinere Wettbewerber wie beispielsweise Family Office sind diese eher zu groß und ohne das spezielle Know-how der Chorus Clean Energy AG aus dem vorhandenen Portfolio auch zu risikobehaftet. Diese Wettbewerbssituation eröffnet der Gesellschaft ein erhebliches Chancenpotenzial. Andererseits darf nicht verkannt werden, dass langfristig ein Ersatz des aktuellen Anlagenbestands notwendig ist, was erfolgreiche Erwerbe im Wettbewerb um Projekte voraussetzt; dieser Erfolg ist indes nicht garantiert, auch wenn die Gesellschaft über ein erhebliches Know-how und darauf aufbauend über entsprechende Erfahrungen verfügt. Dabei muss sie sich wie schon bisher gegen mittlere und große Finanzinvestoren und Versorger durchsetzen, worauf namentlich auch das Bewertungsgutachten hinweist.

Die Finanzierungssituation der Gesellschaft mit ihrem Verschuldungsgrad muss auch hier risikoe erhöhend berücksichtigt



werden, wenn gleich der Verschuldungsgrad im Laufe der Detailplanungsphase in die ewige Rente abnimmt, was dann auch zu einem sinkenden Risikozuschlag führen muss.

- (3) Der mit 1 % im Terminal Value angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.
- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG Düsseldorf AG 2016, 329,



331 = WM 2016, 1686, 1691; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 134). 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.

Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, der Ansatz von 1 % sei angesichts des Wachstums von 6,1 % im letzten Planjahr zu niedrig. Dies übersieht nämlich die Herleitung und Verdichtung aus der Konvergenzphase, in deren Verlauf das Wachstum aus der Detailplanungsphase hin zum nachhaltig erzielbaren Wachstum in der Ewigen Rente abgeschmolzen wird. Vorhandene finanzielle Mittel für Reinvestitionen werden nach dem Jahr 2021 nicht zu einer höheren Verzinsungskomponente führen, auch wenn das allgemeine Zinsniveau steigen sollte.

wies in diesem Zusammenhang darauf hin, dass sich bei potenziellen Käufern eine extrem hohe Liquidität in den Märkten befindet. Angesichts dessen ist eher mit rückläufig erzielbaren Renditen zu rechnen. Angesichts des Wettbewerbsumfelds im Markt für derartige Parks aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien wird es entsprechend der vom Abfindungsprüfer bestätigten Erkenntnisse der Bewertungsgutachter von schwierig sein, inflationsbedingte, beschaffungsseitige Kostensteigerung in Zukunft in vollem Umfang auf die Kunden überwälzen zu können. Restrukturierungsbedingte Effizienzgewinne werden diese Entwicklungen nach den Feststellungen im Bewertungsgutachten, die vom Abfindungsprüfer geteilt wurden, voraussichtlich nur zum Teil kompensieren können.



- (b) Dem kann nicht entgegengehalten werden, ein unterhalb der erwarteten allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag führe auf Dauer zu einem Schrumpfen und vollständigen Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt. Dieser Ansatz lässt die Auswirkungen zwischen Wachstum, Thesaurierung, Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung außer Betracht. Gerade die Folgen der Thesaurierung müssen 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 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Der Unternehmenswert der Gesellschaft bildet dabei auch das thesaurierungsbedingte Wachstum durch die fiktive Hinzurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung.

Neuere Studien aus der betriebswirtschaftlichen Literatur rechtfertigen keine andere Beurteilung, wie der Kammer aus mehreren anderen Verfahren überzeugend dargestellt wurde, in denen insbesondere auch Creutzmann als gerichtlich bestellter Sachverständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie von Creutzmann (BewP 2011, 24) führt nicht zu einer abweichenden Beurteilung, auch wenn er die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlages – Brutto-



inlandsprodukt, Inflationsrate und Gewinnwachstum der Unternehmen – zusammenfasst. Dabei lag das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 bei 2,4 % und damit über der Inflationsrate von 1,9 %. Der Wachstumsabschlag von 1 % spiegelt dabei aber nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das – wie oben ausgeführt – nach Hinzurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstums deutlich höher liegt. Ebenso wenig führt eine Dissertation von Bork zu abweichenden Erkenntnissen. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – Je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Etwas anderes lässt sich nicht aus einer Untersuchung von Schüler/Lampenius ableiten, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum zwischen 1985 und 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflationsschätzern sei ein negatives Realwachstum festgestellt worden. Diese Untersuchung rechtfertigt vor allem deshalb kein anderes Ergebnis, weil die Datengrundlage mit dem Ansatz des Verbraucherpreisindex in Deutschland bzw. den Schätzungen der Deutschen Bundesbank nicht zu überzeugen vermag. Wesentlich müssen nämlich – wie bereits ausgeführt – die Preis-



steigerungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen sein. Aus demselben Grund überzeugt auch nicht die Annahme von Knöll, eine unvollständige Überwälzung der Inflation stehe in Widerspruch zum Postulat des eingeschwungenen Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von Knöll geht indes von der erwarteten langfristigen Inflation seitens der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2 % aus, was indes nicht hinreichend die relevanten Veränderungen des Preisniveaus auf der Grundlage von Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen berücksichtigt.

Unter Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums der Gesellschaft kann von einem Gesamtwachstum von über 4 % ausgegangen werden, weshalb es gerade nicht zu einem Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt kommen wird.

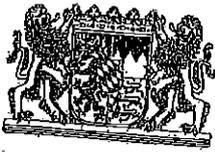
Somit ergibt sich unter Berücksichtigung der notwendigen Kapitalisierung der künftigen Nettoüberschüsse ein Ertragswert der Chorus Clean Energy AG zum Stichtag der Hauptversammlung am 22.6.2017 in Höhe von 353,75 Mio. entsprechend der Tabelle auf Seite 86. Dabei mussten allerdings gegenläufige Effekte im Vergleich zur Ausgangsplanung berücksichtigt werden. Infolge der veränderten Marktrisiko­prämie kommt es zu einer Reduzierung der Kapitalkosten, was einen wertsteigernden Effekt hat. Andererseits hat dieser Umstand auch einen Rückgang der zu erwartenden Rendite aus den zusätzlichen Investitionen in typisierte Modellparks und somit einen wertmindernden Effekt zur Folge, den der Abfindungsprüfer in Anhang 7 seiner ergänzenden Stellungnahme dargestellt hat.

- c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen müssen zum Bewertungsstichtag gesondert zu bewertende Vermögensgegenstände mit einem Sonderwert von € 7,23 Mio. angesetzt werden, wobei die Veränderung im



Vergleich zur Ausgangstabelle nicht auf der Struktur, sondern auf der Tatsache beruht, dass die Jahresüberschüsse der Gesellschaft im Vergleich zur ursprünglichen Planung zurückgehen, weshalb die erwartenden Steuerersparnisse aus Ausschüttungen in Form einer Einlagenrückgewähr erst zu späteren Zeitpunkten realisiert und demnach über längere Zeiträume diskontiert werden.

- (1) Der Ansatz des steuerlichen Einlagenkontos wie auch der Verlustvorträge als Sonderwert ist vom Grundgedanken her nicht zu beanstanden. Der jeweilige Sonderwert wurde barwertäquivalent ermittelt, wie während seiner Anhörung klarstellte. Zwar hätte die Möglichkeit bestanden, diesen Umstand auch im Rahmen der (Steuer-)Planung anzusetzen. Doch hätte eine sachgerechte Umsetzung dieser Auswirkungen auf die Ertragsteuern keinen Einfluss auf den Unternehmenswert.
- (2) Weitere Positionen mussten nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. Dies gilt vor allem für den Wert der Marke „Chorus Clean Energy“. Diese durfte nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I AG 2017, 501, 507; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O



16585/15; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Auf diesen Grundlagen aufbauend ermittelt sich der Unternehmenswert der Chorus Clean Energy AG wie folgt:

in TEUR	2017	2018	Planung				IV 2023
			2019	2020	2021	2022	
Umsatzerlöse	76.700	89.000	88.000	91.400	85.871	102.745	108.814
Wachstum in %	23,2%	6,5%	3,8%	3,8%	-6,2%	19,7%	7,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Gesamtleistung	77.104	89.004	88.404	91.804	86.271	103.149	109.218
Materialaufwand							
Rohertrag	77.104	89.004	88.404	91.804	86.271	103.149	109.218
Personalaufwand	(8.063)	(9.158)	(9.400)	(9.700)	(9.024)	(10.019)	(10.456)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(17.028)	(18.771)	(18.740)	(18.000)	(22.480)	(19.082)	(19.073)
EBITDA	52.013	61.075	60.264	64.104	54.767	74.050	79.690
in % der Gesamtleistung	67,5%	68,6%	68,2%	69,8%	63,5%	72,3%	73,0%
Abschreibungen							
EBIT	(31.608)	(25.900)	(34.744)	(26.867)	(27.426)	(48.029)	(49.186)
in % der Gesamtleistung	-41,0%	-29,1%	-39,3%	-29,3%	-31,7%	-46,8%	-45,0%
Zinsertrag	408	491	587	687	887	824	877
Zinsaufwand	(8.729)	(8.990)	(7.946)	(8.189)	(9.051)	(8.128)	(8.806)
Finanzergebnis	(8.321)	(8.499)	(7.359)	(7.502)	(8.164)	(7.304)	(7.929)
EBT	16.692	18.576	20.905	22.602	21.603	26.746	29.761
Steuern	(14.020)	(14.305)	(8.020)	(8.433)	(8.085)	(7.318)	(7.201)
Jahresüberschuss	2.672	4.271	12.885	14.169	13.518	19.428	22.560
Thesaurierung							
Ausschüttungen	5.894	6.161	7.966	7.400	6.852	6.749	6.770
Ausschüttungsquote	22,4%	6,9%	21,4%	8,1%	7,9%	6,9%	6,2%
Wertbeitrag aus Wertsteigerungen							
Ertragsteuer auf Wertsteigerungen							
Ertragsteuer auf Ausschüttungen	(1.070)	(1.870)	(3.020)	(2.405)	(2.165)	(2.411)	(2.403)
Nettoausschüttungen	4.822	4.301	4.946	5.000	4.693	4.338	4.367

EK-Kosten (nach Wachstumsabschlag)	4,46%	4,28%	4,07%	4,23%	3,92%	3,21%	3,01%
Barwertfaktor	0,98	0,91	0,88	0,84	0,81	0,76	0,71
Barwert der Nettoausschüttungen	3.801	4.264	4.847	5.840	5.498	7.216	8.162
Ertragswert zum 31. Dezember 2016							
Aufzinsungsfaktor	0,95-1,71						
Ertragswert zum 22. Juni 2017	1,02						
Sonderwerte	388.740						
Unternehmenswert zum 22. Juni 2016 inkl. Sonderwerte	7.230						
Anzahl Aktien in Stück	960.900						
Wert je Aktie (in EUR)	7,52						



d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst.

(1) Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bereits zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

(a) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden; wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn. 4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in einem mehrstündigen Anhörungstermin und der aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch



der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung aber auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist nämlich mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Prüfers zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Ge-



richt nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 29.8.2017, Az. 5HK O 16585/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK o



14963/17; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

Eine denkbare Mitgliedschaft von _____ im Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. könnte kein Bestellsverbot im Sinne des § 319 Abs.1 bis Abs. 4 HGB begründen, der aufgrund der Verweisung in §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 1 AktG Anwendung findet. Angesichts dessen muss die Kammer auch nicht entscheiden, inwieweit sich daraus ein Verwertungsverbot ableiten ließe. Einen Ablehnungsgrund vermag die Kammer gleichfalls nicht zu erkennen. Dabei muss bereits davon ausgegangen werden, dass die Vorschriften über die Sachverständigenablehnung in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO auf den gerichtlich bestellten Prüfer bereits keine Anwendung finden. Das Spruchverfahrensgesetz behandelt ihn aufgrund der Vorschrift des § 8 Abs. 2 nicht als Sachverständigen, sondern als sachverständigen Zeugen, weshalb die Vorschriften über die Ablehnung eines Sachverständigen auf ihn nicht anwendbar sind (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 23.3.2017, Az. 31 O 1/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 11). Abgesehen davon wäre ein Befangenheitsgrund auch nicht zu bejahen. Ein solcher ergibt sich nicht aus der Mitgliedschaft der Abfindungsprüfer im IDW. § 4 Abs. 9 der Satzung des IDW enthält nämlich keine unbedingte Verpflichtungserklärung des Wirtschaftsprüfers auf die Vorgaben des IDW. Zwar hat jedes Mitglied die Prüfungsstandards aufgrund dieser Vorschrift zu beachten. Aufgrund von § 4 Abs. 9 Satz 2 und Satz 3 der Satzung kann eine sorgfältige Prüfung indes ergeben, dass ein Prüfungsstandard nicht anzuwenden oder hiervon abzuweichen ist. Somit bietet die genannte Selbstverpflichtung genügend Raum



für die dem Abfindungsprüfer auferlegte unparteiische Überprüfung (vgl. OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). Ein Ablehnungsgrund lässt sich auch nicht daraus ableiten, wenn gerichtsbekannt in anderen Fällen als gerichtlich bestellter Prüfer tätig wurde und gegebenenfalls auch Privatgutachten zur Unternehmensbewertung erstellt. Zwar wird davon auszugehen sein, dass bei einem (gerichtliche bestellten) Sachverständigen, der in derselben Sache für einen nicht unmittelbar am Rechtsstreit beteiligten Dritten ein entgeltliches Privatgutachten zu einem gleichartigen Sachverhalt erstattet hat, ein Ablehnungsgrund besteht, weil dann die Besorgnis besteht, er werde von einer früher geäußerten Begutachtung nicht abweichen (vgl. BGH MDR 2017, 479 f. = VersR 2017, 641, 642 = NJW-RR 2017, 569, 570 m.w.N. auch zur Gegenauffassung). Von einem gleichgelagerten Sachverhalt kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden, wenn die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer völlig andere Unternehmen bewertet haben (vgl. auch OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). In dem vom BGH entschiedenen Fall ging es dagegen um die Frage, dass möglicherweise die zu begutachtende Hüftgelenksprothese aus derselben Modellreihe stammte wie die, die dort bestellte Sachverständige auch als Privatgutachter zu beurteilen hatte. Vorliegend wird auch von Seiten der Antragsteller nicht vorgetragen, sowie seien früher mit der Bewertung der Chorus Clean Energy AG befasst gewesen.

- (b) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Er hat sowohl im Prüfungsbericht als auch bei seiner mündlichen Anhörung samt der er-



gänzenden Stellungnahme die vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt und dabei auch begründet, warum er die Ansätze aus dem Bewertungsgutachten von [redacted] für angemessen und sachgerecht begründet erachtet. Dies macht deutlich, dass sich [redacted] seiner Aufgabe und Funktion als Prüfer in vollem Umfang bewusst war und die Feststellungen der Bewertungsgutachter kritisch durchleuchtet hat. Dabei hat er gerade bei der Herleitung des Beta-Faktors nicht nur den Ansatz von [redacted] übernommen, sondern deren Ergebnis der Analyse eines fünfjährigen Referenzzeitraums mit wöchentlichen Beta-Faktoren gegen den größten nationalen Index abgeglichen mit den Ergebnissen, die sich aus der Heranziehung eines Beobachtungszeitraums über fünf Jahre monatlich und wöchentlich sowie über zwei Jahre wöchentlich gegen den MSCI World Index ermitteln ließen. Die Aussagekraft der Analysen des Abfindungsprüfers zeigt sich auch daran, dass er die Ergebnisse der Gesellschaft auch anhand mehrerer externer Studien plausibilisierte, um beispielsweise das von der Gesellschaft geschätzte Marktpreisniveau der Strompreise nach dem Ende der garantierten Einspeisevergütung als angemessen bezeichnen zu können. Zudem zog er zur Plausibilisierung auch Multiplikatorbewertungen heran und setzte sich dabei intensiv mit den Margen und Planzahlen der Wettbewerber auseinander, die er dann mit den entsprechenden Zahlen der Gesellschaft verglich. Daraus leitete er dann das Ergebnis plausibler Planannahmen ab.

- (c) Ein Ausschluss der Berücksichtigung der Erwägungen der Bewertungsgutachter von [redacted] in ihrem Bewertungsgutachten und der Angaben von [redacted] im Termin vom 31.1.2019 kommt nicht in Betracht. Sie können im Wege der freien Beweiswürdigung durch die Kammer verwertet werden, wobei sich



die Kammer bewusst ist, dass es hierbei um den Vortrag eines Beteiligten geht. Da die Erkenntnisse der Bewertungsgutachter vom Abfindungsprüfer einer umfassenden Überprüfung unterzogen wurden, hat die Kammer allerdings keinen Zweifel an ihrer Richtigkeit, zum sie sich in das Gesamtbild des zu bewertenden Unternehmens einfügen. Die Vorschriften über die Befangenheit sind auf eine sachverständige Person, die die Antragsgegnerin bei der Bewertung der Gesellschaft unterstützt, keinesfalls anwendbar – die Antragsgegnerin kann als Beteiligte des Verfahrens nicht befangen im Rechtsinne sein. Dann muss dies aber in gleicher Weise für die sie unterstützende Bewertungsgutachterin bzw. die für diese tätig gewordenen Wirtschaftsprüfer gelten.

- (2) Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht anzuordnen, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.
 - (a) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az.



5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

- (b) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von _____ sowie der Abfindungsprüfer von _____ 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, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen 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, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptak-



tionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin 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 soll; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14693/17; 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 keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

- (3) Äußerungen des Vorstands zur fehlenden Notwendigkeit von Abschreibungen auf die Beteiligungen wegen eines derart günstigen, nie mehr wiederholbaren Erwerbs machen eine weitere Sachverhaltsaufklärung nicht erforderlich. Sie lassen nämlich keinen Rückschluss auf einen zu niedrig angesetzten Wert zu. Der Vorstand der Chorus Clean Energy AG hatte vor dem Pricing eine Fairness Opinion eingeholt, deren Wertbandbreiten nach der Aussage von
nahelegen, dass der für die Gesellschaft ermittelte Wert am oberen Rand der Bandbreite liegt. Auch das Vorliegen eines Share



Deals ändert nichts an dieser Einschätzung des Abfindungsprüfers, weil auch die als Gegenleistung im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots geleisteten Aktien der Antragsgegnerin sich als angemessene Gegenleistung darstellen müssen. Die Gegenleistung muss nämlich – unabhängig davon, ob sie in Bar oder in Aktien erfolgt – angemessen im Sinne des § 31 Abs. 1, Abs. 2 und Abs. 7 WpÜG sein.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs.

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



Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

- (2) Innerhalb dieser Frist von drei Monaten, die am 7.3.2017 unter Einschluss dieses Tages endete, nachdem die Bekanntgabe am 8.3.2017 erfolgte, betrug der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelte volumengewichtete Durchschnittskurs € 11,88. Damit liegt er unter der über den Ertragswert ermittelten Barabfindung, die maßgeblich sein muss, weil nur so die Minderheitsaktionäre eine volle wirtschaftliche Entschädigung erhalten und



nur auf diese Art und Weise ein mit dem Eigentumsgrundrecht aus Art. 14 Abs. 1 GG vereinbares Ergebnis erzielt werden kann.

- b. Auch über gegebenenfalls von der Antragsgegnerin gezahlte Vorerwerbspreise lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; 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; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteils Eigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999,



566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16858/15; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 82; Vetter AG 1999, 569, 572). Aus der Wertung des § 31 Abs. 4 WpÜG lässt sich das gegenteilige Ergebnis nicht begründen, weil das System des WpÜG mit dem der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie dem Squeeze out nicht vergleichbar ist. Die Annahme des Erwerbsangebots beruht auf einer freien Entscheidung des Aktionärs, während er sich bei einem Squeeze out der Mehrheitsentscheidung der vom Hauptaktionär dominierten Hauptversammlung beugen muss.

Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen.

3. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.
 - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 25.8.2017 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung ab dem 26.8.2017 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544,



546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 52). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

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

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n. F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen. Da die Antragsgegnerin zugesagt hat, trotz der Antragsrücknahme des Antragstellers zu 28) keinen Kostenantrag zu stellen, muss keine abweichende Kostenentscheidung getroffen werden.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.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.

- (1) Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht 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, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außegerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).
- (2) Infolge der der Rücknahme des Antrags durch den Antragsteller zu 28) kann sich der Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsgegnerin jedoch nicht auf diesen Antragsteller beziehen. Andererseits ist er auch nicht anteilig zur Kostenerstattung an die Antragsgegnerin verpflichtet. Zum einen hat die Antragsgegnerin zugesichert, keinen entsprechenden Kostenantrag zu stellen. Für eine Auf-



erlegung eines Teils der außergerichtlichen Kosten auf einen Antragsteller, der seinen Antrag zurückgenommen hat, besteht zudem keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 2 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09).

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich auf € 1,11 je Aktie. Bei insgesamt 1.384.231 Aktien außenstehenden abfindungsberechtigten Aktien errechnet sich aus der Multiplikation dieser beiden Zahlen ein Geschäftswert von € 1.536.496,41. 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.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Mo-



naten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.