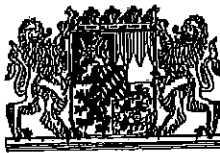


Landgericht München I
Az. 5HK O 14963/17



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 6.12.2018 am 16.4.2019 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Creaton AG zu leistende Barabfindung wird auf € 38,98 je Vorzugsaktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung bereits geleisteter Zahlungen ab dem 29.9.2017 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragssteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren in erster Instanz sowie der Wert der für die Bemessung von der Antragsgegnerin zu leistende Vergütung an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragssteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 657.892,80 festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin hielt 4.200.000 und damit alle Stammaktien sowie unmittelbar 1.630.460 Vorzugsaktien sowie über ihre Tochtergesellschaft mittelbar weitere 400.000 Vorzugsaktien der Creaton AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft), die selbst 617.250 Vorzugsaktien als eigene Aktien hielt. Damit entsprach die Beteiligung der Antragsgegnerin insgesamt einem Anteil von 97,6 % der insgesamt 7.000.000 Stamm- und Vorzugsaktien der über Grundkapital von € 17.920.000 verfügenden Creaton AG. Gegenstand des Unternehmens ist entsprechend § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft die Herstellung und der Vertrieb von Baustoffen aller Art, insbesondere von Tondachziegeln. Entsprechend der Regelung in § 2 Abs. 2 ihrer Satzung kann die Gesellschaft andere Unternehmen erwerben, sich an solchen beteiligen, Zweigniederlassungen und Zweigbetriebe im In- und Ausland errichten, sowie alle Geschäfte betreiben, die geeignet sind, den Gegenstand des Unternehmens mittelbar oder unmittelbar zu dienen.

Am 13.7.2006 hatte die Hauptversammlung der Creaton AG einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zugestimmt, der eine Abfindung von € 23,47 je Vorzugsaktie und einen Ausgleich in Höhe von € 1,96 brutto je Vorzugsaktie vorsah. In einem nachfolgenden Spruchverfahren setzte das Landgericht München I mit rechtskräftigem Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5 HKO 16022/07 den Ausgleich auf € 1,83 Brutto abzüglich der Körperschaftsteuerbelastung nebst Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils geltenden Tarifs fest; die zu leistenden Barabfindung wurde in diesem Beschluss nicht erhöht. Dieser Unternehmensvertrag wurde mit Wirkung zum 31.12.2016 gekündigt.



Am 15.9.2016 übernahm die Creaton AG den Produktbereich "Betondachsteine", indem ihre Schwestergesellschaft Eternit GmbH die entsprechenden Vertriebsaktivitäten und die Vertriebsfunktion auf die Creaton AG übertrug. Die in diesem Bereich vertriebenen Produkte erwirbt die Creaton AG als Handelsware von der Eternit GmbH. Den Produktbereich „Bedauchungsmaterialien aus Faserzement“ pachtete die Gesellschaft von der Eternit GmbH mit Wirkung zum 1.1.2017; auch hier erwirbt sie die in diesem Bereich vertriebenen Faserzementprodukte, Dachplatte und Wellplatte von ihrer Schwestergesellschaft als Handelsware.

Die Creaton AG veröffentlichte am 14.11.2016 eine Ad hoc-Mitteilung, wonach die Antragsgegnerin ein früher gestelltes Verlangen nach einem Squeeze out-Beschluss widerrief. Die Aktionäre der Gesellschaft erfuhren von dem neuerlichen Verlangen der Antragsgegnerin nach Durchführung eines Squeeze out durch die Veröffentlichung der Einberufung zur Hauptversammlung im Bundesanzeiger vom 5.7.2017 auf den 11.8.2017. Diese Hauptversammlung fasste den Beschluss, die auf die Inhaber lautenden nennwertlosen Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Creaton AG gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327 a ff. AktienG) gegen Gewährung einer von der Antragsgegnerin zu zahlenden Barabfindung in Höhe von € 34,66 je auf den Inhaber lautender nennwertloser Stückaktie der Creaton AG auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen.

Zum 31.12.2014 war der Widerruf der Zulassung der Gesellschaft zum regulierten Markt an den Wertpapierbörsen in Frankfurt und München erfolgt; im Freiverkehrssegment M:access der Börse München wurde der Handel zunächst fortgeführt. Nach einem freiwilligen öffentlichen Erwerbangebot der Antragsgegnerin über € 24,51 wurde auch für das Marktsegment M:access die Einstellung der Notiz am 18.7.2016 beantragt. Ab dem 1.4.2017 erfolgte ein Handel nur noch in sehr geringen Umfang und ohne Zustimmung der Gesellschaft im Freiverkehr an der Börse Hamburg.



b. Im Vorfeld der Hauptversammlung erstellte

eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Creaton AG sowie der angemessenen Barabfindung zum Stichtag der Beschlussfassung der Hauptversammlung (Anlage zum Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 20.11.2017, Bl. 13/14 d.A.). Dabei ermittelten die Wirtschaftsprüfer der unter Anwendung der Ertragswertmethode einen Ertragswert von € 214,282 Mio., zu dem sie den Sonderwert der Beteiligung der Oberlausitzer Tonbergbau GmbH von € 390.000,- hinzuaddierten, woraus sich dann ein Unternehmenswert von € 214,601 Mio. errechnete. Zu dem daraus abgeleiteten Wert je Aktie von € 33,08 addierten sie den den Vorzugsaktionären zustehenden Barwert der Mehrdividende von € 1,58, woraus sich dann ein Wert von € 34,66 je Aktie ableiten ließ. Die Ermittlung der Nettoüberschüsse beruhte auf einer die Jahre 2017 bis 2022 umfassenden Detailplanungsphase und einem zwischengeschalteten technischen Übergangsjahr 2023, an das sich dann ab 2024 ff. die Ewige Rente anschloss. Dabei wurde die zum Ende von Phase I erreichte Brutto-Marge von 28,1 % als nachhaltig angesehen und in der Berechnung des nachhaltigen Bruttoergebnisses zugrunde gelegt. Im Rahmen von Sensitivitätsprüfungen leiteten Bewertungsgutachter eine nachhaltige EBIT-Marge von 7,5 % ab, nachdem diese im letzten Jahr der Detailplanungsphase noch bei 7,1 % lag. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzten die Bewertungsgutachter von einen Basiszinssatz von 1,25 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde im Jahr 2017 auf 4,81 %, im Jahr 2018 auf 4,80 %, im Jahr 2019 auf 4,85 %, im Jahr 2020 auf 4,91 %, im Jahr 2011 auf 4,86 %, im Jahr 2012 ebenso wie im Übergangsjahr auf 4,86 % und im Terminal Value auf 4,88 % festgesetzt. Dabei legte eine Marktriskoprämie von 5,5 % nach Steuern und einen mit Hilfe einer Peer Group ermittelten Beta-Faktor von unverschuldet 0,9 zugrunde. Für die Phase der Ewigen Rente gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumszuschlag von 1 % aus. Für die 50 %-ige Beteiligung der Tochtergesellschaft Creaton Kera-Dach GmbH & Co. KG an der Oberlausitzer Ton-



bergbau GmbH gingen sie vom anteiligen Buchwert des Eigenkapitals zum 31.12.2016 aus.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 18.4.2017, Az. 5 HKO 5621/17 zur Abfindungsprüferin bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 23.6.2017 (Anlage zum Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 20.11.2017, Bl. 13/14 d. A.) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens von des Prüfungsberichts vom sowie der beiden Stichtagserklärungen wird in vollem Umfang auf diese als Anlage zum Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 20.11.2017 (Blatt 13/14 d. A.) übermittelten Unterlagen Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 22.9.2017 in das Handelsregister der Creaton AG eingetragen und am 28.9.2017 bekanntgemacht. Alle Antragsteller waren zum Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister Aktionäre der Creaton AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 22.12.2017 beim Landgericht München I zumindest per Telefax eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.
 - a. Die Notwendigkeit der Erhöhung resultiere bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Planannahmen.
 - (1) Dies zeige sich bereits am Fehlen einer unabhängigen Planung und der mangelnden Planungstreue der Gesellschaft, nachdem sich gerade nach dem Abschluss der Beherrschungs- und Gewinnabfüh-



rungsvertrages in der weiteren Entwicklung deutlich bessere Ist-Ergebnisse im Vergleich zur Planung ergeben hätten.

- (2) Die Planung der Gesellschaft vernachlässige ihre starke Marktstellung und damit die Möglichkeit, Preissteigerung ohne kartellrechtswidrige Preisabsprachen durchsetzen zu können. Der Einbruch der Ergebnisse ab den Jahren 2020 ff. übersehe nach den hohen Wachstumsraten in den Jahren 2017 bis 2019, dass es hohen Wohnbau- und auch Sanierungsbedarf bei Wohnhäusern und sonstigen Gebäuden wie Schulen und Behörden gebe. Auch beachte die Planung nicht, dass der Zuwachs im ersten Planjahr im Umsatz und EBIT auf der Übernahme der Eternit GmbH beruhe, während das Unternehmen nach seiner Planung nicht mehr in der Lage sein solle, ein Umsatzwachstum von nur mehr 1,6 % p.a. zu generieren, was nicht plausibel sein könne. Auch stehe die Umsatz- bzw. Ergebnisplanung in Widerspruch zur Entwicklung der Bauindustrie mit einem Bauboom im Kernmarkt Deutschland. Damit liege auch ein Widerspruch zu dem über dem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes liegenden Wachstum der Bauindustrie und zur guten Auftragslage im Bauhauptgewerbe vor. Fraglich sei zudem, inwieweit die Folgen der Übernahme des Produktbereichs "Bedachungsmaterialien aus Faserzement" mit den entsprechenden Vertriebsaktivitäten der Eternit GmbH sachgerecht in die Planung eingeflossen sei. Dieser fehle die Plausibilität auch angesichts der am unteren Ende eines Peer Group-Vergleichs liegenden Wachstumsraten. Die Rentabilität der Erius AG deute ebenso wie die schlechten Umsatzentwicklungen und Ergebnismargen im Vergleich zu Wettbewerbern auf die fehlende Plausibilität hin.
- (3) Dem Ansatz der Vertriebskosten fehle die Plausibilität der Vernachlässigung von Skalen- und Synergieeffekten aus der Übernahme der Eternit GmbH, zumal bei dem geplanten Umsatzanstieg auf €



267,007 Mio. von einem deutlich unterproportionalen Anstieg der Vertriebskosten ausgegangen werden müsse. Unklar bleibe, inwieweit Kosten für die Hauptversammlung und den Prüfungsbericht von in die Planung der allgemeinen Verwaltungskosten eingeflossen seien und worauf die Kostensteigerung von 2016 auf 2017 beruhe. Ebenso müsse die Angemessenheit des vereinbarten Pachtzinses von € 7 Mio. bis € 8 Mio. wie auch der Aufsichtsratsvergütung aus dem Jahresabschluss 2016 hinterfragt werden. Angesichts der Existenz eines für Management-Leistungen bezahlten Vorstandes sei die Konzernumlage für Management-Leistungen von fast € 7 Mio. überhöht. Die Marktführerschaft der Creaton AG stehe im Widerspruch zur Annahme von Wettbewerbsnachteilen.

- (4) Bei den Thesaurierungsannahmen sei unklar, worauf der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 40 % anstelle von 100 % unter dem Regime des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages beruhe. Ein Abzug von Kursgewinnsteuern lasse sich nicht rechtfertigen. Der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen dürfe nicht gekürzt werden. Die Ertragsplanung für die Tochtergesellschaft Creaton Kera-Dach GmbH & Co. KG mit Werten von € 486.000,-- in 2017 bis maximal € 522.000,-- vor Körperschaftsteuer und von € 439.000,-- nach Körperschaftsteuer stelle sich angesichts einer IFRS-Bilanzierung im Jahresabschluss zum 31.12.2016 in Höhe von € 18,309 Mio. als unplausibel und widersprüchlich da.
- (5) In die Bewertung hätten unechte Synergien im weitergehenden Umfang einfließen müssen. Diese seien vor allem auch deshalb zu berücksichtigen, weil die Planung von einem Ende des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ausgegangen sei.

- b. Korrekturbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre bestehe auch 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 niedrigen Anleihezinssätzen deutlich abgesenkt werden. Zudem müsse es auch wegen der Existenz von Credit Default Swaps zu einer Reduzierung des Basiszinssatzes kommen. Ein Rückgriff auf Vergangenheitswerte sei beim Basiszinssatz sinnlos.
- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag – sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe – reduziert werden. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als zumindest wenig geeignet da und sei gegenüber anderen Methoden nicht überlegen. Keinesfalls rechtfertige sich eine auf der Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 bis 6 % angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern, weil sich dieser Wert insbesondere auch nicht mit einer Fortdauer der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen lasse. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den originären Beta-Faktor der Creaton AG abgebildet werden und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group. Vor allem bei Heidelberg Cement AG und Buzzi Unicem S.p.A. habe sich der Börsenkurs deutlich besser entwickelt, weshalb die Vergleichbarkeit fehle. Zudem komme es durch die Bildung zweier Vergleichsgruppen zu einer Überbewertung der Wienerberger AG mit einem Anteil von 50 % am Beta-Faktor. In die Peer Group hätten die Erlus AG und Braas Monier Building Group S.A. aufgenommen werden müssen.
- (3) Der mit 1 % angesetzte Wachstumsabschlag übersehe die Stärke der Gesellschaft und ihre Tätigkeit im boomenden Immobilienmarkt mit einem hohen Sanierungsbedarf auch im Bereich der energetischen Gebäudesanierung. Dieser Ansatz vernachlässige auch die Konzentration der Gesellschaft auf starke Geschäftskunden, denen



Qualität wichtiger sei als der Preis. Ein über der erwarteten Inflationsrate von 2 % angesetzter Wachstumsabschlag könne nicht sachgerecht sein, weil dies auf Dauer zu einem Ausscheiden der Gesellschaft aus dem Markt führen müsse. Der Ansatz der Null-Gewinn-Hypothese als Grundlage des Wachstumsabschlages bedeute einen Widerspruch zur angesetzten Marktrisiko prämie.

- c. Die Forderungen gegen die Antragsgegnerin in Höhe von € 9,81 Mio. der hätten als nicht betriebsnotwendig eingestuft werden müssen. Bei der Gesellschaft bestehe die Notwendigkeit des Ansatzes eines steuerlichen Verlustvertrages ebenso wie des steuerlichen Einlagenkontos zum 31.12.2016. Bei der Oberlausitzer Tonbergbau GmbH hätte ein Verlustvortrag entsprechend dem Wert zum 31.12.2016 statt 2015 angesetzt werden müssen. Auch könne der Ertragswert dieser Gesellschaft zu einem höheren Wert als dem Buchwert des Eigenkapitals führen. Der Wert der Marke „Creaton“ müsse als Sonderwert in die Bewertung einfließen.
- d. Die angesetzte Barabfindung übersehe die Notwendigkeit der Berücksichtigung des Börsenkurses; der vor der Ankündigung am 24.3.2016 bestehende durchschnittliche Börsenkurs vom € 35,11 müsse entsprechend der Performance des CDAX mit einem Wertanstieg von rund 21 % hochgerechnet werden. Angesichts bestehender Geldkurse habe jeweils eine Desinvestitionsmöglichkeit bestanden. Bei der Bewertung der Gesellschaft fehle die Ermittlung des Liquidationswertes. Die zeitliche Abfolge mit der zuvor erfolgten Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages lege den Verdacht nahe, die Antragsgegnerin wolle den Unternehmenswert künstlich drücken. Die Abfindungshöhe übersehe die Notwendigkeit der Gewährung einer Mehrdividende für die Vorzugsaktionäre.



3. Die Antragsgegnerin beantragt dem gegenüber die Zurückweisung der Anträge angesichts der Angemessenheit der mittels Hauptversammlungsbeschlusses festgesetzten Barabfindung.

a. Die in der Planung getroffenen Annahmen seien sachgerecht erfolgt und demzufolge auch nicht korrekturbedürftig.

(1) Die vom Vorstand aufgestellte Ertragsplanung beruhe auf informierter Grundlage und könne daher nicht beanstandet werden; sie bilde das Wachstum- und Ertragspotenzial hinreichend ab, zumal von einer ambitionierten Planung ausgegangen werden müsse. Die Planung bezüglich des organischen Wachstums der Gesellschaft stehe nicht in Widerspruch zu Marktstudien, weil das Management der Creaton AG im Zeitraum von 2018 bis 2022 von einem durchschnittlichen Wachstum von ca. 2 % pro Jahr ausgegangen sei, was in etwa den Prognosen von Euroconstruct entspreche. Eine spezielle Studie der B+L Marktdaten GmbH (im Folgenden auch: B+L) für den Bereich der Bauentwicklung und Dachdeckungen in Deutschland 2017 zeige verhaltene Entwicklungen. Auch für den Sanierungsbedarf im Bereich öffentlicher Einrichtungen ergebe sich aus dieser Studie nur eine verhaltene Wachstumsrate von 0,9 % für die Jahre 2017 bis 2022. Die starke Marktstellung der Gesellschaft rechtfertige angesichts der Aufteilung des Tondachziegelmarktes auf fünf relativ starke Bewerber sowie eine Reihe weiterer kleinerer Bewerber kein weiteres Umsatzwachstum. Die sehr positive geplante Ergebnisentwicklung sei nur zu einem geringen Teil durch einen Anstieg des Marktvolumens getrieben; vielmehr wirke sich im Geschäftsjahr 2017 die Integration des Verkaufs von Betondachsteinen und Bedachungsmaterialien aus Faserzement aus. Der Jahresüberschuss solle in Relation zu den Umsatzerlösen von 3 % im Geschäftsjahr 2017 auf 5,4 % im Jahr 2023 kontinuierlich ansteigen. Das Umsatzwachstum stelle sich im Vergleich zu den direkten Wettbewerbern nicht als



unplausibel da, was auch für die EBIT-Marge gelte. Die Creaton AG habe im Vergangenheitszeitraum trotz ihrer Einbindung in den Konzern im Gegensatz zu Wettbewerbern Umsatzrückgänge hinnehmen müssen. Bei den Umsatzerlösen wie auch der EBIT-Marge nehme die Planung eine kontinuierliche Verbesserung vor, ohne das Niveau der Wettbewerber zu erreichen. Dies habe im Bewertungsgutachten erkannt und bei der Ableitung der nachhaltigen EBIT-Marge beachtet.

- (2) Die Annahmen zu den Vertriebskosten seien plausibel. Bei den Logistikkosten komme es im Geschäftsjahr 2017 aufgrund von Projekten zur Senkung von Lagerungskosten zu einem Rückgang von € 6,4 Mio. im Vorjahr auf nur mehr € 6 Mio. mit nahezu konstanter Fortentwicklung. Der Anstieg der Vertriebs- und Marketingausgaben im Jahr 2017 um etwa € 8 Mio. beruhe auf der weitgehenden Übernahme der Vertriebsmannschaft der Eternit GmbH und korrespondiere mit dem Anstieg der Umsatzerlöse aus diesen Aktivitäten. Aufgrund von Optimierungsmaßnahmen und Automatisierung komme es zu einem Rückgang der Vertriebs- und Marketingausgaben in Relation zu den Umsatzerlösen von 13,5 % im Jahr 2017 auf 11 % im Jahr 2019; danach bleibe die Quote nahezu konstant. Verwaltungs- und allgemeine Kosten seien bezüglich des Anteils am Umsatz in den ersten drei Planjahren rückläufig und dann nahezu konstant geplant.
- (3) Anhaltspunkte für das Vorliegen berücksichtigungsfähiger unechter Synergien hätten sich bei der Bewertung nicht ergeben.
- (4) Die von den Bewertungsgutachtern ausgesetzte Ausschüttungsquote beruhe regelmäßig auf dem zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzept unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen. Mangels einer eigenständigen



Planung habe der Bewertungsgutachter eine Ausschüttungsquote von 40 % angesetzt. Die verbleibende Thesaurierung sei sachgerecht behandelt worden. Dies gelte auch für den Ansatz einer effektiven Ertragsteuer auf Wertsteigerung. Eine unzulässige Kürzung habe wegen der Notwendigkeit der Finanzierung des künftigen nachhaltigen Bilanzwachstums nicht stattgefunden.

b. Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe angesichts seiner methodisch und inhaltlich zutreffenden Herleitung keiner Anpassungen zu Gunsten der Minderheitsaktionäre.

- (1) Beim Basiszinssatz begegne die Ableitung aus der Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode mit dem Ansatz eines Referenzzeitraums von drei Monaten keinen Bedenken, was auch für das Anknüpfen an Anleihen der öffentlichen Hand gelte. Die Verwendung von Credit Default Swaps sei nicht sachgerecht.
- (2) Der zwingend anzusetzende Risikozuschlag sei zutreffend in Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelt worden, das als kapitalmarktgestützte Methode mit einer auf empirischen Daten rational nachvollziehbar erfolgen Herleitung der freien Schätzung überlegen sei. Die Empfehlung des FAUB des IDW als Grundlage der angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern stehe in Einklang mit der zur Schätzung geeigneten impliziten Marktrisikoprämie und müsse als Empfehlung eines anerkannten Expertengremiums auch als geeignete Schätzgrundlage herangezogen werden. Die Annahme einer stabilen Aktienrendite lasse sich empirisch belegen; die Gesamtrenditeerwartung sei eher konstant geblieben. Der Ansatz des arithmetischen Mittels stelle sich als sachgerecht und gegenüber dem geometrischen Mittel als besser geeignet dar. Ebenso sei der Beta-Faktor auf der Grundlage einer Peer Group-Analyse zutreffend abgeleitet worden. Das originäre Beta müsse angesichts fehlender sta-



tistischer Signifikant und Bid-Ask-Spreads verworfen werden. Der Ansatz des adjusted Beta dürfe nicht infrage gestellt werden.

- (3) Der Wachstumsabschlag in Höhe von 1 % müsse nicht angehoben werden, wobei dieser nur das inflationsbedingte Wachstum abbilde. Die allgemeine konsumorientierte Inflationsrate spiele keine Rolle; abzustellen sei vielmehr auf die unternehmensspezifische Inflationsrate. Es komme dadurch auch nicht zu einem realen Schrumpfen des Unternehmens mit sich anschließendem Verschwinden aus dem Markt, weil das thesaurierungsbedingte Wachstum auch zu berücksichtigen sei.
- c. Zutreffend erfolgt sei der Ansatz von Sonderwerten wie auch des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Aufgrund der untergeordneten Beteiligung an der Oberlausitz Tonbergbau GmbH mit einem durchschnittlichen Jahresüberschuss von € 40.000,- in den Jahren von 2014 bis 2016 könne der Buchwert des Eigenkapitals dieser 50 %-igen mittelbaren Beteiligung angesetzt werden. Die Ergebnisbeiträge der Creaton Kera-Dach GmbH & Co. KG seien zutreffend im Beteiligungsergebnis abgebildet. Richtigerweise seien keine Verlustvorträge zu berücksichtigen gewesen angesichts der steuerlichen Organschaft. Gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von € 0,8 Mio. seien in der Planung des Tochterunternehmens Creaton Kera-Dach GmbH & Co. KG sachgerecht berücksichtigt worden. Bei den Forderungen der Gesellschaft gegenüber der Antragsgegnerin und der handele es sich um Forderungen aus der Verlustübernahme sowie der Übernahme der Ausgleichszahlung durch die Antragsgegnerin, aus dem Cash Pooling sowie nicht verzinslichen Posten bei Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie um Umsatzsteuerforderungen. Unter Beachtung der Regelung in § 6 Nr. 2 der Satzung ergebe sich ein berücksichtigter Barwert der Mehrdividende von € 1,58. Dem Nichtbestehen eines Stimmrechts könne kein negativer Wert beigegeben werden.



- d. Der Liquidationswert müsse nur herangezogen werden, wenn sich die Aufgabe des Unternehmens als gangbare und günstigere Alternative im Vergleich zur Fortführung darstelle. Angesichts der mangelnden Liquidität der Aktie der Creaton AG könne der Börsenkurs nicht als Grundlage der Abfindung herangezogen werden. Aus der zeitlichen Abfolge zwischen der Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages und dem Squeeze out-Verfahren lasse sich keine Manipulation der Höhe des Unternehmenswertes ableiten.
4. a. Mit Beschluss vom 25.6.2018 (Bl. 157 d.A.) hat das Gericht
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst am
Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt, nachdem der ursprünglich bestellte mit Schriftsatz vom
13.6.2018 (Bl. 156 d.A.) mitgeteilt hat, dieses Amt nicht antreten zu können. Mit Verfügung vom 25.6.2018 (Bl. 158 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung dieses Beschlusses über die Bestellung von Herrn
im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame
Vertreter macht im Wesentlichen geltend, der Planung der Jahresergebnisse fehle nach der Erhöhung von € 7,3 Mio. auf € 12,3 Mio. im Zeitraum von 2017 bis 2019 die Plausibilität, wenn es danach bis 2013 nur mehr zu einem Anstieg auf € 14,5 Mio. kommen solle. Aufgrund ihrer Marktführerschaft werde die Gesellschaft direkt vom zunehmenden Bauboom in Deutschland profitieren. Nach dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sei es zu einer gravierenden Abweichung der Ist-Zahlen zu den viel zu pessimistischen Planzahlen gekommen. Ebenso hält der gemeinsame Vertreter den Kapitalisierungszinssatz für überzogen, wobei er sich namentlich auf die weit überhöhte Marktrisikoprämie und das Erfordernis des Abstellens auf den unternehmenseigenen Beta-Faktor stützt. Vor dem Hintergrund der von der Europäischen Zentralbank für 2017 ermittelten Inflationsrate von ca. 2 % müsse auch der Wachstumsabschlag deutlich erhöht werden.



- b. In der mündlichen Verhandlung vom 6.12.2018 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von
und – mündlich
angehört. Ferner hat das Gericht die Abfindungsprüfer mit Beschluss vom 6.12.2018 (Bl. 240 d.A.) gebeten, in einer ergänzenden Stellungnahme zu Einzelfragen des Kapitalisierungszinssatzes Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen mit geänderten Bewertungsparametern bei der Thesaurierung und beim Kapitalisierungszinssatz vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der Abfindungsprüfer wird in vollem Umfang Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 6.12.2018 (Bl. 212/241 d.A.) sowie die allen Verfahrensbeteiligten zugestellte ergänzende Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 31.1.2019 (Bl. 263/274 d. A.).
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 6.12.2018 (Bl. 212/241 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet, weil diese auf € 38,98 je Vorzugsaktie festzusetzen ist.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.



1. Die Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der Creaton AG am 22.9.2017 Aktionäre der Gesellschaft waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Antrag aller Antragsteller entweder von Vornherein nicht bestritten oder in Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt bzw. nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt. Dies gilt auch für den Antragsteller zu 61); die Antragsgegnerin hat nach Übermittlung der von ihm vorgelegten Bankbescheinigung der vom 7.12.2018 mit Verfügung des Vorsitzenden vom 21.12.2018 den entsprechenden Vortrag zur Antragsberechtigung nicht mehr bestritten. In jedem Fall aber ergibt sich aus dieser Bescheinigung der die Aktionärserschaft des Antragstellers zu 61) im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses.
2. Die Anträge wurde 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 28.9.2017, weshalb die Frist am 28.12.2017 endete. An diesem Tag waren bereits alle Anträge zumindest per Telefax und damit fristgerecht beim Landgericht München I eingegangen.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB



2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

4. Die Beteiligtenfähigkeit der Antragstellerin zu 40) 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, a.a.O., 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 unstreitig, 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 40) 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 Erbengemeinschaft 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 Erbengemeinschaft 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 Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 38,98 je Vorzugsaktie beträgt.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; 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).

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 Creaton 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 vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich



ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. 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).

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

(1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung der Creaton AG zugrunde liegen.

- (a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt in erste Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswerts wesentlichen und bestimmenden Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind. Die für die Vergangenheitsanalyse maßgeblichen letzten drei Jahre von 2014 bis 2016 zeigten bei der Gesellschaft eine ordentliche Planungstreue, wobei dies vor allem für die Umsatzziele gilt. Dabei wurden die Umsatzzahlen im Ist im Vergleich zu den Planannahmen leicht übertroffen, wenn ein Planungshorizont von drei Jahren zugrunde gelegt wurde. Die Abweichung belief



sich auf 11 % in 2014 und 1,4 % in 2015, während die Planzahlen im Geschäftsjahr 2005 im Vergleich zu den im II. Quartal 2013 erstellten Businessplan um 3,2 % verfehlt wurden. Die später, im III. Quartal erstellten Budgets für das Folgejahr waren andererseits in allen drei Jahren von 2014 bis 2016 zu optimistisch. Im Ergebnisbereich dagegen zeigte sich eine erhebliche Verfehlung der Zahlen im EBITDA. Dies beruht nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer auf dem Auftreten von Sondereffekten, die nur schwer vorhersehbar sind.

Die Tatsache, dass die Ist-Ergebnisse im Anschluss an den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag deutlich über den Planannahmen lagen, vermag die Tauglichkeit der Planannahmen zum Stichtag der Hauptversammlung am 11.8.2017 nicht in Frage zu stellen. Zwischen den beiden Stichtagen lag ein Zeitraum von nahezu 11 Jahren. Diese Zeitspanne kann sinnvollerweise nicht mehr für eine Vergangenheitsanalyse herangezogen werden, um daraus einen Rückschluss auf eine mangelnde Planungssystematik und zu pessimistische und damit nicht mehr plausible Annahmen für die Zukunft ableiten zu können. Im Rahmen der Anhörung verwies vor allem auf die veränderte Geschäftstätigkeit der Gesellschaft hin, die ihre Auslandsaktivitäten seit dem Jahr 2016 zurückgefahren hat. Auch erläuterte er, dass die damals für die Planung verantwortlichen Personen nicht mehr in der Gesellschaft tätig waren, während es im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse keine personellen Veränderungen bei den Planverantwortlichen gab.

Vor allem aber kann nicht außer Betracht bleiben, dass das Geschäftsjahr 2017 als erstes Planjahr im Ist deutlich schlechter ausfiel als in der Planung angenommen wurde, was sich aus dem Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2017 ergibt. Zwar



muss die Plausibilität der Planung ex ante aus der Sicht des Stichtags beurteilt werden; dies schließt es jedoch nicht aus, die tatsächlich erzielten Ergebnisse zur Plausibilisierung der Planannahmen heranzuziehen und zu beurteilen, inwieweit diese möglicherweise zu optimistisch oder deutlich zu pessimistisch waren. Bereits für die Aktualisierung und ihre Stichtagserklärung erhielten die Bewertungsgutachter wie auch die Abfindungsprüfer Zahlen aus der Hochrechnung, die schlechter waren als die ursprünglichen Planannahmen. Allerdings wurde dies nicht zum Anlass genommen, die Barabfindung abzusenken. Der Umsatzrückgang beruhte dabei nach den Erkenntnissen der beteiligten Wirtschaftsprüfer von wie auch der Abfindungsprüfer von auf der allgemeinen Marktentwicklung, einem erhöhten Wettbewerbsdruck und der laufenden Umstellung der Vertriebsorganisation, wobei ein Teil des Rückgangs von 13,5 % im Zeitraum von Januar bis Juli durch die Umsetzung von Vertriebsmaßnahmen kompensiert werden sollte. Die Prognose des um rund € 10,7 Mio. niedrigeren Bruttoergebnisses aus dem Forecast 2 konnte durch einen Einmaleffekt in Form von Versicherungsentschädigungen in Höhe von € 5,5 Mio. kompensiert werden, die der Forecast 1 noch nicht berücksichtigt hatte.

- (b) Eine unzulässige Anlassplanung mit dem Ziel der Einflussnahme der Antragsgegnerin in Richtung auf eine möglichst niedrige Barabfindung in deren Interesse oder im Interesse der Konzernobergesellschaft lässt sich nicht annehmen. Die Abfindungsprüfer fanden nach ihren Bekundungen keinerlei Anhaltspunkte hierfür. Zur Begründung verwiesen sie insbesondere auf die eingetretenen negativen Entwicklungen beim Umsatz wie auch beim EBIT, woraus der Schluss durchaus nachvollziehbar ist, es liege eine ambitionierte Planung vor. Allein aus dem Um-



stand einer gegebenenfalls bestehenden faktischen Beherrschung kann nicht auf eine fehlerhafte Planung geschlossen werden, weil der Vorstand einer faktisch beherrschten Gesellschaft gerade nicht an Weisungen der herrschenden Gesellschaft gebunden ist, sondern das beherrschte Unternehmen eigenverantwortlich zu führen hat. Die Vorschrift des § 308 Abs. 1 AktG setzt das Bestehen eines Beherrschungsvertrages voraus; dieser endete jedoch durch die Kündigung des Vertrages zum 31.12.2016 an diesem Tage und bestand folglich im Zeitpunkt der Erstellung der relevanten Planungen nicht mehr. Allein aus der Verlängerung der Detailplanungsphase im Vergleich zu den bisherigen Planungen von drei auf sechs Jahre lässt sich eine unzulässige Anlassplanung nicht ableiten. Die Ursache liegt in der notwendigen Berücksichtigung der schon eingeleiteten bzw. beabsichtigten ergebnisverbessernden Maßnahmen – anderenfalls wäre am Ende des Planungshorizonts von drei Jahren ein eingeschwungener Zustand noch nicht erreicht gewesen.

- (c) Die Bürgschaften sowie Sicherheiten zugunsten verbundener Unternehmen mussten nicht in die Planung einfließen. Herr
 wies im Termin zur mündlichen Verhandlung daraufhin, dass das Stellen von Sicherheiten für Tochtergesellschaften der Aufrechterhaltung des Wertes des Unternehmens diene. Eine Ausnahme bestünde nur dann, wenn es zu Verlusten und einer Inanspruchnahme der Bürgschaft käme, weil dies für den Ertragswert von Bedeutung sein könnte. Da die Tochtergesellschaft Creaton Kera-Dach GmbH & Co.KG jedoch im Markt erfolgreich ist, kann diese Ausnahme nicht greifen.
- (d) Für eine rechtsmissbräuchliche Wahl des Zeitpunkts des Squeeze out mit Auswirkungen auf die Höhe der Barabfindung



sieht die Kammer keine Anhaltspunkte. Da auch das Aktiengentum der Hauptaktionärin den grundrechtlich verbürgten Schutz der Eigentumsgarantie aus Art. 14 Abs. 1 GG genießt, kann sie den Zeitpunkt eines Squeeze out-Verlangens frei bestimmen.

(2) Keiner Korrektur bedürfen die Ansätze zur Umsatzplanung mit ihren Auswirkungen auf das Ergebnis der Gesellschaft.

(a) Aus der Umsatzentwicklung ab den Jahren 2020 ff. kann kein Rückschluss auf eine fehlende Plausibilität gezogen werden, auch wenn es in den Jahren 2017 bis 2019 hohe Wachstumsraten beim Umsatz gab. Ein nicht nachvollziehbarer Einbruch ab 2020 ff. lässt sich nicht bejahen.

verwies auf das Vorliegen einer typischen Hockey Stick-Planung, bei der die Gesellschaft aus einer Verlustphase kam. In den Jahren 2015 und 2016 war das EBIT mit € 4,919 Mio. und € 4,19 Mio. jeweils negativ. Indes sollte dann aber bereits im Jahr 2017 durch die eingeleiteten Maßnahmen der Break Even erreicht werden – diese Maßnahmen lagen nach den Erläuterungen von Herrn Wagner in der Übernahme weiterer Aktivitäten und der Erweiterung des Portfolios, um eine breitere Basis zu haben und damit auch Skaleneffekte zu erreichen. Zudem sollte mit Hilfe einer Vielzahl von Einzelmaßnahmen die Effizienz gesteigert werden. Dabei sollten sich sowohl die Umsatzerlöse wie auch die Ergebnisse in jedem Planjahr erhöhen.

(b) Der starke Anstieg beim Umsatz- wie auch beim Ergebnisswachstum zu Beginn der Phase I mit 68,5 % beim Jahresergebnis steht nicht in Widerspruch zu den deutlich niedrigeren Werten der Jahre 2020 bis 2023 mit nur mehr 17,9 %. Die Ursache für diese Entwicklung mit einem starken Wachstum im



ersten Planjahr liegt im anorganischen Wachstum der Gesellschaft durch die Hinzunahme der weiteren Geschäftsfelder von der Eternit GmbH. Ab 2017 macht sich zudem die bessere Entwicklung des Marktes positiv auch für die Gesellschaft bemerkbar. Ergebnisverbessernde Maßnahmen wirken indes nach den von den Abfindungsprüfern vermittelten Erkenntnissen auch über das Jahr 2019 hinaus. Weiterhin verwies

auf die im Vergleich zur Vergangenheit deutlich bessere Umsatz- und Ergebnisentwicklung. Da die Gesellschaft gerade bei der EBIT-Marge den in der Vergangenheit deutlich größeren Rückstand zu den Vergleichsunternehmen verringern will, kann auch nicht von einer zu pessimistischen Planung ausgegangen werden. Das von der Gesellschaft geplante Umsatzwachstum entspricht dem für die relevanten Märkte der Creaton AG, die vor allem Einfamilienhäuser und dort vor allem Renovierungen, weniger Neubauten bedient. Demgemäß kann entgegen der Einschätzung einer Reihe von Antragstellern auch nicht von einem Widerspruch der Planung zu der allgemeinen Entwicklung der Bauindustrie mit einem Bauboom im Kernmarkt Deutschland ausgegangen werden. Die Tendenz geht nämlich zu mehrstöckigen Mehrfamilienhäusern; aber auch bei den Einfamilienhäusern besteht kein Trend hin zum Steildach. Ungeachtet dessen wird von einem Marktwachstum bei Steildächern ausgegangen. Das nach der Übernahme der Eternit GmbH angenommene Wachstum beim Umsatz mit dann nur mehr 1,6% p.a. entspricht den Markterwartungen, wie sie auch in den von den Abfindungsprüfern herangezogenen Marktstudien niedergelegt sind.

Allerdings kann aus einem Sanierungsbedarf bei Dächern auch kein höheres Wachstum abgeleitet werden, selbst wenn die Sanierung von Dächern aus energetischen Gründen erforderlich und sinnvoll sein kann. Ein Eigentümer wird dies nämlich



vielfach nur dann finanzieren, wenn sich die hierfür anzusetzenden Beträge, die vielfach im fünfstelligen Euro-Bereich liegen, irgendwann amortisieren, indem die Ersparnis bei den Energiekosten irgendwann in der Zukunft die entstandenen Kosten für die Sanierung übersteigen werden.

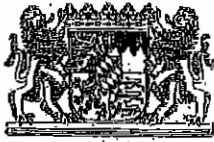
verwies folglich auf eine erhebliche Unsicherheit im Markt, in dem auch Überkapazitäten vorhanden sind, weshalb eine positive Gesamtmarktentwicklung sich nicht zwingend positiv bei der Creaton AG auswirken muss. Andererseits trägt der angesprochene Renovierungstau zu dem erwarteten Anstieg des Umsatzes bei.

- (c) Die Umsatzplanung vernachlässigt nicht die Marktstellung der Gesellschaft. wies daraufhin, dass sich die Position als Marktführer nur in Bezug auf Deutschland und das Segment Tondachziegel bejahen lässt. Allerdings führt dies mit einem Marktanteil von 24 % und dem Auftreten von vier weiteren größeren Wettbewerbern in diesem Segment nicht zu einer Preissetzungsmacht für die Creaton AG. Zudem bestehen in diesem Bereich Überkapazitäten, weshalb auch aus diesem Grund die Position der Gesellschaft im Markt bei der Planung nicht unterschätzt wurde.
- (d) Aus am unteren Ende eines Peer Group-Vergleichs liegenden Wachstumsraten ergibt sich nicht die fehlende Plausibilität der Planannahmen zum Umsatzwachstum. Die Abfindungsprüfer begründeten dies überzeugend damit, dass in der Vergangenheit das Wachstum der Gesellschaft unterhalb des Wachstums der Vergleichsunternehmen lag. Allerdings hoffte die Gesellschaft, sich der Peer Group bei den Raten des Umsatzwachstums annähern zu können. Auch wenn die Creaton AG die Umsatz- und Ergebnisraten der Vergleichsunternehmen nicht ganz



erreicht, so wird es im Laufe der Detailplanungsphase zu einer Annäherung kommen. Die bessere Ausgangslage der Wettbewerber gründet namentlich auf ihrer Tätigkeit in einer größeren Zahl von Märkten in Europa sowie auf einem umfangreicheren Produktportfolio. Die Planung der Gesellschaft geht aber auch über den Zeitraum der für die Wettbewerber bestehenden Prognosen hinaus, die zum Stichtag der Hauptversammlung bzw. bei der Prüfung nur bis 2019 reichten – demgegenüber umspannt die Planung der Creaton AG einen auf sechs Jahre verlängerten Zeitraum, in dem von einem weiteren Wachstum ausgegangen wird, was auch eine weitere Annäherung mit sich bringen könnte, ohne dass dies allerdings mit der erforderlichen Sicherheit vorhergesagt werden kann.

- (3) Die Kostenansätze müssen aufgrund ihrer Plausibilität nicht angepasst werden.
 - (a) Dabei kann nicht davon ausgegangen werden, der Ansatz der Vertriebskosten lasse die mit der Übernahme des Vertriebs der Betondachsteine der Eternit GmbH verbundenen Skaleneffekte und Synergien außer Betracht. Die Vertriebskosten steigen zwar in absoluten Zahlen an, was in der Übernahme der Vertriebsstrukturen der Betondachsteine der Eternit GmbH begründet liegt. Der Planungszeitraum sieht bis zum Jahr 2019 eine deutliche Verbesserung dieser Aufwandsquote vor, die im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse bei 15,3 % lag, während sie nach den Planannahmen im Geschäftsjahr 2019 auf rund 13,4 % zurückgehen und in den Folgejahren sich in dieser Größenordnung einpendeln soll. Die Ursache dieser Entwicklung liegt nach den von den Abfindungsprüfern vermittelten Erkenntnissen in der Zusammenlegung von Vertriebsaktivitäten der Creaton AG und der Eternit GmbH sowie weiteren restrukturi-



rungsbedingten Verbesserungen. Diese Quote liegt auch innerhalb der Vertriebsaufwandsquote, die bei Wettbewerbern zu beobachten ist.

- (b) Kosten für die Hauptversammlung wurden in die Planung nicht aufgenommen; in der Vergangenheit tauchte ein solcher jedenfalls nach der Erinnerung der Abfindungsprüfer nicht auf. Abgesehen davon müssten diese Kosten für die Hauptversammlung aufgrund der Notwendigkeit einer Stand alone-Betrachtung ohnehin nicht eliminiert werden. Die Aufwendungen für den Prüfungsbericht von und das Bewertungsgutachten von trug die Antragsgegnerin, weshalb sie nicht in der Planung der Gesellschaft auftauchen konnten.
- (c) Die Steigerung der Kosten von 2016 auf 2017 beruht in erster Linie auf der Übernahme der Vertriebsmannschaft der Eternit GmbH und dem vereinbarten Pachtzins auf der Grundlage des Unternehmenspachtvertrages. Die Übernahme der Vertriebsaktivitäten führte zwar absolut zu einem Anstieg der Verwaltungs- und allgemeinen Kosten, die im Wesentlichen Sachkosten für die IT sowie die Personalkosten für das Management, Finanz- und Controlling-Funktionen, die Personalabteilung und weitere Verwaltungsmitarbeiter betreffen. Wenn bestimmte Bereiche von einem anderen Unternehmen übernommen werden, ist es zwangsläufig, dass infolge der Übernahme auch höhere Kosten entstehen. Allerdings sinkt bereits im ersten Planjahr 2017 die Verwaltungskostenquote auf nur mehr 2,5 % nach einer Quote von 3,3 % im letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse. Die bereits umgesetzten und für den Planungszeitraum definierten Effizienzsteigerungsmaßnahmen führen im weiteren Verlauf der Detailplanungsphase zu einer weitgehend konstanten Quote im Verhältnis zu den Umsatzerlösen, die zwischen 2,4 % und 2,5



% im letzten Jahr von Phase I schwankt. Diese Relation ist auch vergleichbar zur Kostenquote bei Wettbewerbern, die zwischen 2,3 % und 2,5 % liegt.

- (d) Der im Unternehmenspachtvertrag vereinbarte Pachtzins in Höhe von € 7 Mio. bis 8 Mio. hält einem Drittvergleich stand, wie eine Analyse des hierzu erstellten Gutachtens eines Wirtschaftsprüfers durch die Abfindungsprüfer ergeben hat, denen dieses Gutachten im Rahmen ihrer Prüfungshandlungen vorlag. Das Gutachten enthielt nach den Aussagen der Abfindungsprüfer widerspruchsfreie Ausführungen, weshalb kein Grund besteht, die Angemessenheit des Pachtzinses anzuzweifeln und einen auf § 311 AktG gestützten Anspruch auf Nachteilsausgleich in die Bewertung einfließen zu lassen.
- (e) Aus dem Ansatz der Konzernumlagen für Management-Leistungen im Geschäftsjahr 2016 in Höhe von fast € 7 Mio. lässt sich die mangelnde Plausibilität der Planung nicht herleiten. erläuterte, die Abfindungsprüfer hätten sich darlegen lassen, welche Gegenleistungen die Creaton AG hierfür erhalten habe. Sie selbst erbrachte demnach nicht mehr selbst Verwaltungsaufgaben wie beispielsweise das Rechnungswesen oder Aufgaben der Rechts- und der Verwaltungsabteilung. Die hierfür entstandenen Aufwendungen müssen nach dem Ergebnis der Prüfung als sachgerecht eingestuft werden. Dabei gab es auch keinen unmittelbaren Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag; vielmehr lagen den Leistungen jeweils selbstständige vertragliche Vereinbarungen zugrunde. Bei ihren Prüfungshandlungen lagen diese Verträge den Abfindungsprüfern zur Einsicht vor, wobei diese immer wieder erneuert wurden. Dabei entfiel ein erheblicher Teil, den die Abfindungsprüfer auf rund 50 %



schätzten, auf umsatzabhängige Lizenzgebühren, die vor allem für die Nutzung des Namens anfielen. Für die Planung kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Verträge nach der Kündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit schlechteren Konditionen abgeschlossen sein könnten.

verwies darauf, dass diese Verträge Gegenstand einer Betriebsprüfung waren und bei nicht drittüblichen Konditionen eine verdeckte Gewinnausschüttung mit den sich daraus ergebenden nachteiligen steuerlichen Auswirkungen wie Nachzahlungszinsen in Höhe von 6 % angenommen werden müsste. Auch der grenzüberschreitende Charakter der Leistungen spricht dafür, dass die Vereinbarungen zu marktüblichen Konditionen abgeschlossen wurden.

- (f) Aus dem Ansatz von Aufwendungen für Aufsichtsratsmitglieder im Jahresabschluss zum 31.12.2016 kann kein Rückschluss auf eine fehlende Plausibilität der Plannahmen gezogen werden. Der Jahresabschluss erhielt ein uneingeschränktes Testat. Wenn im Rahmen der Prüfung die Abfindungsprüfer hinreichende Anhaltspunkte dafür haben, dass mitgeteilte Sachverhalte zutreffend sind, können sie diese ihrer Prüfung zugrunde legen. Derartige Anhaltspunkte können sich auch aus testierten Jahresabschlüssen ergeben. Der Abschlussprüfer, der das Testat erteilt, übernimmt sehr wohl die Verantwortung für den Jahresabschluss, weshalb auch die Prüfer hierauf ihre Erkenntnisse stützen können (vgl. OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az. 31 Wx 163/12).

- (4) Die Annahmen zur Thesaurierung bedürfen einer Korrektur insofern, als es die Kammer als nicht sachgerecht erachtet, von einer Besteuerung inflationsgetriebener Kursgewinne auszugehen. Im Übrigen



aber sind die Annahmen plausibel und können folglich der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt werden.

- (a) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 40 % in der Detailplanungsphase. Zwar wird regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. korrespondierend der Thesaurierung in der Detailplanungsphase an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11 – zit. nach juris; LG München I, 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 29.8.2019, Az. 5HK O 16585/15; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 1. Aufl., § 5 Rdn. 49). Angesichts des bis zum 31.12.2016 bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages kann aus der Vergangenheitsanalyse nicht abgeleitet werden, wie eine sachgerechte Ausschüttungsplanung bei der Creaton AG aussieht. Der Prüfungsbericht weist daraufhin, dass das Ausschüttungsverhalten der Peer Group-Unternehmen, die in den Jahren 2014 bis 2016 Ausschüttungen vorgenommen haben, bei 39 % in 2014, 52 % in 2015 und 42 % in 2016 lag. Damit aber liegt der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 40 % bei der Gesellschaft innerhalb einer marktüblichen Bandbreite, die – wie der Kammer aus einer Vielzahl von Studien aus anderen Spruchverfahren bekannt ist – regelmäßig mit 40 bis 60 % angesetzt wird. Angesichts dessen kann die Ausschüttungsquote von 40 % zugrunde gelegt werden, was dann in gleicher Weise für die Übergangsphase und den Terminal Value gelten kann.



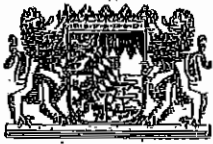
- (b) Der Ansatz einer zusätzlichen Thesaurierung in Höhe des Wachstumsabschlags bezogen auf den Saldo aus den Buchwerten der weiter wachsenden Vermögensgegenstände und Schulden zum Ende des Jahres 2022 erfolgte sachgerecht. Dabei kann dieser Betrag den Aktionären nicht als Wertbeitrag zur Verfügung 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).

- (c) 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 Deutsch-



land 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 objektivierten 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 29.08.2018, Az. 5HK O 16585/15).

- (5) Beim Beteiligungsergebnis müssen hinsichtlich der von der Creaton Kera-Dach GmbH & Co. KG. zufließenden Erträge keine Veränderungen vorgenommen werden; der getroffene Ansatz mit Beteiligungserträgen in Höhe von jeweils € 1,1 Mio. pro Planjahr ist keinesfalls zu pessimistisch. Ein nicht mehr plausibler Ansatz lässt sich namentlich nicht die Bilanzierung im Jahresabschluss zum 31.12.2016 nach IFRS-Grundsätzen mit einem Wert von € 18.309 Mio. entgegen halten. Hierbei ist nämlich zu berücksichtigen, dass die Beteiligung an dieser Gesellschaft nach HGB-Ansätzen zum 31.12.2015 neu bewertet werden musste, was zu einer Abschreibung auf Finanzanlagen in Höhe von € 9,9 Mio. führte, während dies nach IFRS lediglich € 80.000,-- ausmachte. Hintergrund der Abschreibungen war nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer die Tatsache, dass das Ergebnis nicht mehr dem Kaufpreis entsprach. Vor allem aber erwirtschaftete die Creaton Kera-Dach GmbH & Co.KG. in den Jahren 2014 bis 2016 jeweils Verluste in Höhe von € 324.000,--, € 945.00,-- und € 306.000,--. Ungeachtet dessen ging die Planungsrechnung dieses Unternehmens für den Zeitraum von 2017 bis 2022 von Jahresüberschüssen aus, die vor Steuern von € 545.000,-- im Jahr 2017 auf € 707.000,-- im Geschäftsjahr 2022 ansteigen sollen. Angesichts dessen konnten in die Planung der Creaton AG erhebliche Zuflüsse angesetzt werden. Mit Blick auf die Ergebnisse der Vergangenheit bezeichneten die Abfindungsprüfer diese Entwicklung zutreffend als sehr optimistisch.
- (6) Ein Ansatz von Synergien musste nicht erfolgen. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Struktur-



maßnahmen 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.

verwies darauf, dass angesichts der langen Zugehörigkeit der Gesellschaft zum -Konzern weitere unechte Synergien nicht identifiziert werden konnten. Die Creaton AG hatte die möglichen Synergien aus der Gruppenzugehörigkeit gehoben. Aus der Beendigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages lässt sich eine andere Beurteilung nicht rechtfertigen. Auch hier muss nämlich beachtet werden, dass die Verträge wegen der steuerlichen Überprüfung einem Fremdvergleich standhalten müssen. Daher konnten die Abfindungsprüfer auch keine Dyssynergien aus schlechteren Konditionen nach dem Ende des Unternehmensvertrages feststellen.

- (7) Die Planung der Abschreibungen muss keiner Anpassung unterzogen werden. Im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse und in den ersten Jahren der Detailplanungsphase sind die Abschreibungen höher als die Investitionen, woraus der Rückschluss zu ziehen ist, dass es in der Vergangenheit wesentlich höhere Investitionen gegeben haben muss. Ein vorhandener Investitionsstau wird aufgelöst, wobei der Schwerpunkt bei Modernisierungsmaßnahmen lag. Neue Fabriken oder die Erweiterung vorhandener Produktionsstätten waren dagegen nicht geplant. Wesentlich war die Instandhaltung, aber auch



der Rückbau von Produktionsstandorten. Darin kann auch kein Widerspruch zu der Aussage im Prüfungsbericht über den guten Zustand der Produktionsanlagen gesehen werden, weil auch bei gutem Zustand eine laufende Instandhaltung erfolgen muss, um diesen Zustand zu erhalten. Wenn zu Beginn der Phase I die Investitionen niedrig sind, ist es auch nachvollziehbar, wenn diese dann im weiteren Zeitverlauf ansteigen. Allein aus der Tatsache, dass es zu einem gewissen Investitionsstau kommt, kann noch nicht abgeleitet werden, die Gesellschaft unterlasse in übermäßigem Ausmaß die Durchführung erforderlicher Instandhaltungsmaßnahmen.

Angesichts dessen stellt sich das zu kapitalisierende Ergebnis der Creaton AG folgendermaßen dar:

Umsatzerlöse	243.836	245.946	252.893	257.277	262.422	267.671	270.347	273.051
Herstellungskosten	-176.830	-177.543	-182.115	-184.996	-189.706	-192.490	-194.415	-196.359
Brutto-Ergebnis	67.006	68.403	70.778	72.278	73.716	75.181	75.933	76.692
Vertriebskosten	-36.362	-34.196	-33.769	-34.495	-35.238	-35.998	-36.281	-35.634
Verwaltungs- und allgemeine Kosten	-6.542	-6.207	-6.148	-6.290	-6.435	-6.583	-6.542	-6.607
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-13.363	-13.307	-13.372	-13.437	-13.504	-13.573	-13.708	-13.846
EBIT	10.739	14.692	17.489	18.055	18.538	19.027	20.401	20.606
Abschreibungen	10.015	8.477	8.126	8.303	8.103	8.248	8.331	8.414
EBITDA	20.754	23.169	25.615	26.358	26.641	27.275	28.732	29.020
Finanzergebnis	1.021	573	591	583	597	447	449	450
Ertragsteuern	-4.455	-5.209	-5.742	-5.925	-6.134	-6.246	-6.307	-6.369
Jahresergebnis	7.305	10.056	12.338	12.714	13.001	13.227	14.544	14.686
Wachstumsbedingte Thesaurierung								-856
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	4.383	6.033	7.403	7.628	7.800	7.936	8.726	7.955
Persönliche Steuer auf fiktive Zurechnung	-578	-796	-976	-1.006	-1.029	-1.047	-1.161	-1.049
Wertbeitrag aus Verteilung	3.805	5.238	6.426	6.622	6.772	6.890	7.576	6.906
Ausschüttung Pers. Steuern auf Ausschüttung	2.922	4.022	4.936	5.085	5.200	5.291	5.818	5.874
Wertbeitrag aus Ausschüttung	-771	-1.081	-1.302	-1.341	-1.372	-1.395	-1.534	-1.549
Netto-Einnahmen	2.151	2.961	3.634	3.744	3.829	3.895	4.283	4.325
	5.956	8.199	10.060	10.366	10.600	10.785	11.859	11.231



- b. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung 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 anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisie-



rungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; 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 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; 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). 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 von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Auf dieser Grundlage ergibt sich dann ein Basiszinssatz in Höhe von 1,3305 % vor Steuern, der dann auf 1,25 % vor Steuern abgerundet wird. 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). Abgesehen davon wirkt sich die Abrundung nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus, nachdem diese werterhöhend wirkt.



- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. 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).
- (c) 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 Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 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).

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und im Jahr 2017 auf 4,38 %, im Jahr 2018 auf 4,37 %, im Jahr 2019 4,40 %, im Jahr 2020 auf 4,46 %, im Jahr 2021 auf 4,43 %, im Jahr 2022 und im Übergangsjahr 2023 auf jeweils 4,42 % und im Terminal Value auf 4,43 % 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 Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde.



Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 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 Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere.



re. 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 Bewerters ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die



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

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Ak-



ten anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

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

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

- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkre-



ten 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).

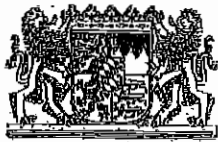
(c) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.

(aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. 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 Marktrisikoprämie 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 Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das



konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschläges. 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 Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 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 die Aktienrisikoprämie und die impliziten Eigenkapitalkosten sich 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/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram GF 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

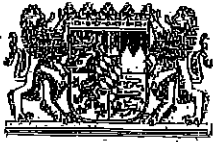


Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis 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 Marktrisikoprämie 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. Auflage, S. 578 ff., insbes. 582). Die Annahme einer gesunkenen Marktkapi-



talisierung als Begründung für die Notwendigkeit einer höheren Marktrisikoprämie (vgl. hierzu Wagner/Mackenstedt/Schleszl/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. Drukarczyk/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 da-



bei 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). Andererseits kann nicht verkannt werden, dass die in diesem Zusammenhang vielfach angestellten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze der Ansatz zumindest einer leicht ansteigenden 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 niedri-



gen 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 zu 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 Herrn Prof. Dr. Bernhard Großfeld 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 Prof. Dr. Großfeld 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 Herrn Prof. Dr. Großfeld auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 11.8.2017, also fast 8 1/2 Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes sehr deutlich nach unten bewegt hatte. Herr Prof. Dr. Großfeld 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 Herrn Prof. Dr. Großfeld nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

Der von der Antragsgegnerin zitierte 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 niedrigerer (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 122716; Beschluss vom 16.10.2018, 31. Wx 415/16).



- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen des (Text) CAPM herangezogene Beta-Faktor von 0,9 unverschuldet konnte auf der Grundlage einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, nachdem der unternehmenseigene Beta-Faktor der Creaton AG zum Bewertungsstichtag aus den nachfolgend dargestellten Überlegungen als nicht aussagekräftig eingestuft werden muss. Zwar ließ sich ein originärer Beta-Faktor ermitteln; dieser lag im Zeitraum vom 1.4.2012 bis zum 31.3.2017, als der Handel im Freiverkehr des M:access an der Börse München eingestellt wurde, zwischen 0,25 und 0,68 verschuldet, im Durchschnitt bei 0,42 verschuldet. Allerdings spricht die mangelnde Liquidität der Aktien der Gesellschaft gegen das Heranziehen ihres eigenen Beta-Faktors gegen dessen Berücksichtigung im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts. Der Free Float der Aktien der Creaton AG war sehr gering, weshalb daraus kein aussagekräftiger Beta-Faktor abgeleitet werden kann. Zudem muss davon ausgegangen werden, dass sich bei einer Aktie, die seit über einem Jahrzehnt an einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gebunden ist, die Erwartungshaltung hinsichtlich der Rendite eher an das Zinsniveau von zumindest deutlich risikoärmeren Anleihen annähert. Die Abfindungsprüfer bestätigten, dass alle Parameter, die zur Überprüfung der Liquidität der Aktie herangezogen werden können – mithin Bid-Ask-Spreads, t-Test und das Bestimmtheitsmaß R^2 –, den Rückschluss auf mangelnde Liquidität der Creaton-Aktie zulassen.
- (cc) Der demgemäß mit Hilfe einer Peer Group abzuleitende Beta-Faktor war in Übereinstimmung mit dem Bewer-



tungsgutachten von und dem Prüfungsbericht von auf unverschuldet 0,9 anzusetzen. Dabei begegnet die Zusammensetzung der Peer Group keinen grundlegenden Bedenken. 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 hinsichtlich 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. Die Wirtschaftsprüfer beider Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zogen zum einen 14 große Konzerne aus dem Baustoffhandel mit einem durchschnittlichen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,84 und zum anderen die in Österreich ansässige Wienerberger AG als einen der direkten Wettbewerber heran, woraus dann der hier angesetzte Beta-Faktor von 0,9 durch Mittelwertbildung abgeleitet wurde. Die Gruppe der Baustoffkonzerne wurde herangezogen, weil aus Sicht der Abfindungsprüfer die zweifelsohne am besten vergleichbare Wienerberger AG als Wettbewerber der Creaton AG alleine nicht ausgereicht hätte, einen aussagekräftigen Beta-Faktor zu begründen. Daher wurde diese Erweiterung um eine zweite Teilgruppe vorgenommen, wobei auch Baustoffunternehmen und Hersteller von Beton von dem am Markt bestehenden Risiken betroffen sind. Dem kann auch nicht die deutlich bessere Entwicklung der Börsenkurse der Heidelberg Cement AG und von Buzzi Unicem SpA entgegen gehalten werden, weil die isolierte Börsen-



kursentwicklung unabhängig von der Eignung als Peer Group-Unternehmen ist.

Die Ableitung des Beta-Faktors gegen den jeweils größten nationalen Index erfolgte nicht fehlerhaft. Die Abfindungsprüfer wählten im Rahmen ihrer Prüfungstätigkeit nämlich eine andere Methode als die Bewertungsgutachter von die den Beta-Faktor für fünf unabhängige Jahreszeiträume, jeweils zum 31.3. der Jahre 2013 bis 2017 ableiteten. Demgegenüber nahmen die Abfindungsprüfer zusätzlich Regressionen gegen den MSCI World Index vor und bezogen dabei auch wöchentliche Beta-Faktoren für einen Zweijahreszeitraum neben den monatlichen Beta-Faktoren bei einem fünfjährigen Referenzzeitraum in ihre Analysen mit ein. Lediglich für den Zeitraum von fünf Jahren ergab sich zum Stichtag der Hauptversammlung für die Wienerberger AG mit 0,88 ein Wert, der knapp unter dem unverschuldeten Beta-Faktor liegt, der für den Ertragswert der Creaton AG anzusetzen ist. Bei einem zweijährigen Referenzzeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen, der näher am Stichtag liegt und damit im Einzelfall aussagekräftiger hinsichtlich der Risiken am Markt für eine in die Zukunft gerichtete Bewertung sein kann, lag der unverschuldete Beta-Faktor der Wienerberger AG unter Berücksichtigung der Stichtagserklärung im Durchschnitt sogar bei 1,00 bzw. 1,01. Bei einer Gesamtschau dieser Werte können dann aber keine grundlegenden Bedenken bestehen, wenn für die Creaton AG auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldetes Beta von 0,9 angenommen wird.

Die Abfindungsprüfer wiesen im Termin zur mündlichen Verhandlung insbesondere auch daraufhin, dass die Ak-



ten aller Vergleichsunternehmen hinreichend liquide waren. Den t-Test haben alle Unternehmen nach Auskunft von bestanden. Ebenso führte das Bestimmtheitsmaß R^2 zu signifikanten Werten, die mindestens bei 0,1 bis 0,15 oder höher lagen. Das Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Ab einem Wert von 0,1, bei dem also mindestens 10 % des Risikos der Aktien von Marktfaktoren bestimmt wird, wird überwiegend von einer Aussagekraft des Bestimmtheitsmaßes R^2 ausgegangen. Die Bid-Ask-Spreads lagen nach Auskunft von der für die Bewertungsgutachter an dem Termin zur mündlichen Verhandlung auf Seiten der Antragsgegnerin teilnahm, für den gesamten Beobachtungszeitraum deutlich unter 1. Aus der Gesamtschau dieser Kennziffern ergibt sich die Aussagekraft des jeweiligen Beta-Faktors der einzelnen Unternehmen aus der Peer Group.

Gerade wenn der Beta-Faktor des Wettbewerbers Wienerberger AG sich zum Bewertungsstichtag hin dem angesetzten Beta-Faktor annähert, zeigt dies auch, dass dieser Wert von 0,9 unverschuldet dem Risiko der Creaton AG entspricht, wobei der Wert von zwei Jahren wöchentlich deutlich höher liegt als der fünfjährige Wert.

Nicht herangezogen zur Bestimmung des Unternehmens individuellen Risikos kann folglich der von den Antragstellern zu 55) bis 57) genannte Beta-Faktor der Wienerberger AG, der danach zwischen 0,56 und 0,67 liegen wird; dieser Wert dürfte auf einem Ansatz eines 30-Tages-Beta beruhen, worauf im Termin vom 6.12.2018



hingewiesen hat. Ein derart kurzer Zeitraum ist nicht geeignet, das Risiko sachgerecht abzubilden, weil dieses nur über einen längeren Zeitraum mit einem entsprechenden Volumen an Datenpunkten sachgerecht ermittelt werden kann.

Eine Veränderung dieses unverschuldeten Beta-Faktors lässt sich nicht damit begründen, in die Peer Group hätten weitere Unternehmen aufgenommen werden müssen. Die beiden Wettbewerber Erlus AG und Braas Monier Building Group S.A. konnten nicht in die Peer Group aufgenommen werden. Bei beiden Gesellschaften gab es entsprechend den Ausführungen von [redacted] im Termin zur mündlichen Verhandlung keine statistisch signifikanten Beta-Faktoren. Zudem erfolgte kein Handel in ausreichendem Umfang, um ein aussagekräftiges Beta ableiten zu können. Zudem wies er daraufhin, dass die Aktien der Braas Monier Building Group S.A. nicht über den gesamten Zeitraum von fünf Jahren börsennotiert waren. Auch die Konzernobergesellschaft [redacted] musste nicht in die Peer Group aufgenommen werden. Ihre Aktien wurden nach Auskunft von [redacted] nur wenig gehandelt, weshalb es an der statistischen Signifikanz fehlt.

[redacted] ergänzte dies im Termin vom 6.12.2018 dahingehend, dass alle Liquiditätskennziffern der Muttergesellschaft wie der t-Test und das Bestimmtheitsmaß R^2 deutlich schlechter waren – gerade die Bid-Ask-Spreads lagen zudem deutlich über 1. Die Bewertungsgutachter hatten für dieses Unternehmen ein raw Beta von $-0,1$ bzw. $+0,1$ und ein adjusted Beta von $0,3$ ermittelt. Auch diese Werte, die weit von den anderen Peer Group-Unternehmen mit aussagekräftigen Liquiditätskennziffern entfernt sind, belegen die mangelnde Aussagekraft. Wenn



die tatsächlich vergleichbar sein sollte, dann zeigt aber der Umstand, dass die Muttergesellschaft, die einen deutlich unter dem Beta-Faktor des risikoärmsten Unternehmens aus der Peer Group aufweist, zutreffend nicht in die Peer Group aufgenommen wurde.

Gegen die Aufnahme der Imerys SA sprechen trotz ihrer Tätigkeit auch im Bergbau keine grundlegenden Bedenken, weil der Bereich "Dachpfannen" eines von insgesamt vier Segmenten dieses Unternehmens ist. Abgesehen davon weist diese Gesellschaft einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,81 aus, der somit niedriger liegt als der Durchschnitt der Beta-Faktoren bei den großen Baustoffkonzernen und sich folglich zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt. Dies gilt gleichermaßen für Heidelberg Cement AG und Buzzi Unicem SpA. Würden diese drei Unternehmen aus der Peer Group eliminiert, hätte sich bei der Teil-Peer Group aus den verbliebenen Baustoffunternehmen ein höherer Beta-Faktor ergeben.

Allein aus der unterschiedlichen Größe der Unternehmen lässt sich kein Rückschluss auf die fehlende Vergleichbarkeit ziehen. Dies zeigt sich bereits an den unverschuldeten Beta-Faktoren der in die Peer Group einbezogenen Gesellschaften. Die Compagnie de Saint-Gobain S.A. erwirtschaftet ein Vielfaches an Umsatz im Vergleich zur Creaton AG; ihr Beta-Faktor lag aber im Geschäftsjahr 2015 mit 1,07 deutlich über dem Durchschnitt der Peer Group-Unternehmen und auch deutlich über dem der Wienerberger AG mit 0,97. LafargeHolcim Ltd. verzeichnet mit einem durchschnittlichen Beta-Faktor von 0,93 ebenfalls einen Wert, der über dem der Peer Group liegt. CRH plc. als ein sehr großer Baustoffhersteller hat in dem Be-



obachtungszeitraum von 2013 bis 2017 ebenfalls Beta-Faktoren, die stets über dem Durchschnitt der Peer Group lagen; in den Jahren 2013 bis 2016 war der Beta-Faktor dieses Unternehmens nie niedriger als 1,02. Andererseits hat die im DAX notierte Heidelberg Cement AG einen deutlich unter dem Durchschnitt der Peer Group liegenden Beta-Faktor. Diese Beispiele zeigen mithin, dass aus der Größe namentlich hinsichtlich des Umsatzes kein zwingender Rückschluss auf ein höheres oder niedrigeres operatives Risiko gezogen werden kann.

Gegen die Einbeziehung ausländischer Unternehmen in die Peer Group bestehen keinerlei Bedenken. 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; Beschluss vom 29.8.2017, Az. 5HK O 16585/15). Die Unternehmen sind zudem im Wesentlichen in der Europäischen Union ansässig – mithin in Ländern, die wie Deutschland einen reifen Kapitalmarkt haben und deren Volkswirtschaften eng mit der deutschen Wirtschaft verbunden sind. Angesichts dessen kann wegen der engen Verflechtung auch der Kapitalmärkte eine hohe Korrelation der Renditeschwankungen der einzelnen Aktienindices angenommen werden.



Im vorliegenden Fall muss die Kammer nicht abschließend entscheiden, inwieweit an Stelle des adjusted Beta das raw Beta hätte herangezogen werden müssen. Da der Beta-Faktor sehr nahe bei 1 liegt, wirkt sich dieser Ansatz nicht in einer Art und Weise aus, dass das verwandte adjusted Beta als fehlerhaft bezeichnet werden müsste. Der unverschuldete Beta-Faktor von 0,9 kann folglich als taugliche Grundlage für die Schätzung des Risikozuschlages angesehen werden.

- (dd) Neben dem operativen Risiko muss auch das Kapitalstrukturrisiko, wie es mit Hilfe der Beta-Faktoren ermittelt wird, einfließen. Dies geschieht durch das Relevern, wodurch der Beta-Faktor dem Verschuldungsgrad des Bewertungsobjektes angepasst wird. Den Ansätzen beim Relevern lag die Bilanzplanung der Gesellschaft zugrunde. Da die liquiden Mittel die verzinslichen Mittel übersteigen, war die Verschuldung negativ, weshalb das verschuldete Beta leicht niedriger im Vergleich zu dem die operativen Risiken widerspiegelnden unverschuldeten Beta-Faktor lag.
- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag der Creaton AG mit Werten zwischen 4,37 % und 4,46 % nach Steuern steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, wobei diese operativ leicht über dem Durchschnitt liegen, unter Berücksichtigung der Verschuldenssituation aber insgesamt als leicht unterdurchschnittlich eingestuft werden müssen. Der Kammer ist aus anderen Spruchverfahren bekannt, dass der Durchschnitt der operativen Risiken über einen Beta-Faktor von etwa 0,8 abgebildet wird.

Die Entwicklung im Bereich der Steildachbedeckungen als dem Kerngeschäftsfeld der Creaton AG zeigt, dass angesichts der



Entwicklung die Risiken in diesem Segment im Vergleich zu den Chancen als leicht überwiegend eingestuft werden müssen. Die Entwicklung im Baumaterialienmarkt ist generell rückläufig, wie die Abfindungsprüfer und die Bewertungsgutachter anhand der Marktstudie von B+L analysiert haben. Gerade im Steildachbau soll danach der Absatz von insgesamt 51,8 Mio. m² im Jahr 2016 auf 49 Mio. m² im Jahr 2022 zurückgehen. Bei den Tondachziegeln ist die Entwicklung von 33,7 Mio. m² auf 32,4 Mio. m² im Jahr 2022. Gerade in diesem Bereich besteht durch die starke Stellung der Braas Monier Building Group S.A., die im Betondachsteingeschäft mit einem Marktanteil von 63,8 % erheblichen Druck auf das Tondachziegelgeschäft ausübt, erheblicher Wettbewerbsdruck. Dem versuchte die Creton AG durch den Erwerb des Betondachziegelgeschäfts von der Eternit GmbH entgegenzuwirken. Allerdings ist die damit verbundene Intention, eine stärkere Marktstellung in beiden Segmenten zu erhalten und insbesondere den Marktanteil der Eternit GmbH von 11,9 % zu steigern, durchaus mit erheblichen Risiken verbunden, inwieweit dies tatsächlich realisiert werden kann. Durch den Wettbewerb im Markt der Baumaterialien entsteht ein Preisdruck, der sich auf Umsatz und Ertrag negativ auswirken kann. Der Marktbeobachter B + L erwartet eine erhebliche Verminderung des Wachstums bei Mehrfamilienhäusern und ein anhaltend schwaches Wachstum bei Einfamilienhäusern, wobei für den Zeitraum ab 2019 die Baugenehmigungen für beide Gebäudetypen rückläufig sein sollen. Der Trend geht zudem aktuell hin zu Flachdächern; was sich naturgemäß belastend auf den Absatz von Steildächern auswirkt, wobei dieser Trend sowohl bei Mehr- als auch bei Einfamilienhäusern festzustellen ist. Im Prognosezeitraum sollen Steildächer einen durchschnittlichen Rückgang von 0,3 % p.a. verzeichnen, während im Flachdachbereich eine Steigerungsrate von durch-



schnittlich 1,4 % jährlich erwartet wird. Eine gewisse Erhöhung des Risikos resultiert zudem aus der Tatsache, dass die Creaton AG nach den Verlustjahren der Vergangenheitsperiode ein deutliches Wachstum bei Umsatz und Ertrag anstrebt, wobei sich das Jahresergebnis von 2017 bis zum Beginn der Ewigen Rente verdoppeln soll. Diese Planung muss als ambitioniert bezeichnet werden, birgt aber auch das Risiko der Zielverfehlung in sich, auch wenn jedenfalls in den Ballungsgebieten ein nicht unerheblicher Bedarf an zusätzlichem Wohnraum besteht.

Andererseits müssen auf der anderen Seite auch durchaus Wachstumschancen für die Gesellschaft gesehen werden. Es kommt durch den Erwerb der Eternit GmbH zu einer Diversifizierung des Angebots und damit auch zu einer Nutzung von Marktpotentialen im Bereich des Vertriebs von Betondachsteinen. Gerade dadurch können auch Skaleneffekte generiert werden. Bei der Bedeckung von Steildächern ist ein gewisser Trend zu Tondachziegeln zu erkennen. Die Creaton AG erhält zudem durch die Pacht der Vertriebsaktivitäten von Bedachungsmaterialien in Faserzement einen Zugang zum Bau in der Landwirtschaft. Ebenso sieht die Gesellschaft Chancen im Renovierungsmarkt infolge der erwarteten Auflösung des Renovierungsstaus. Der Liquiditätsüberschuss führt zu einem Absinken des Risikos der Creaton AG

Dem angesetzten Risikozuschlag kann nicht entgegengehalten werden, dass zum Zeitpunkt der Hauptversammlung, die dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zustimmte, der Risikozuschlag niedriger angesetzt wurde. Die Baustoffbranche unterlag zum Stichtag der Hauptversammlung am 11.8.2017 einem größeren Risiko als noch im Jahre 2007. Zum Stichtag der Hauptversammlung war eine rückläufige Entwicklung zu beobachten, wobei sich dies dann in der Detailplanungsphase



allerdings erholen soll. Das höhere Risiko zeigt sich insbesondere auch an den angesetzten Beta-Faktoren für Lafarge S.A. sowie die Wienerberger AG, die zum Stichtag der Hauptversammlung im Jahr 2007 unverschuldete Beta-Faktoren von 0,72 bzw. 0,65 % aufwiesen, während sie nunmehr in dem Fünf-Jahres-Zeitraum – mit Ausnahme des Jahres 2013 bei der Wienerberger AG – nie unter 0,9 lagen. Dabei zeigt gerade die Entwicklung bei der Mehrzahl der Vergleichsunternehmen eine zum Bewertungsstichtag hin steigende Tendenz auf. Im Jahr 2017 waren nur die Beta-Faktoren der CRH plc. und der Heidelberg Cement AG signifikant niedriger als im Jahr 2013.

(3) Der mit 1,0 % 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). Ausschlagge-



bend 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.

Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage lässt sich ein höherer Wachstumsabschlag nicht rechtfertigen. Die Planung selbst, auf die im Terminal Value aufgesetzt wird, preist ungeachtet der angespannten Marktsituation gewisse Preiserhöhungen mit ein. Mittel- und langfristig muss aber dem Umstand Rechnung getragen werden, dass weitere wesentliche Preiserhöhungen nicht durchzusetzen sein werden. wies

bei seiner Anhörung daraufhin, dass die unternehmensspezifische Inflationsrate tendenziell höher ist als die Möglichkeit, diese an die Kunden der Gesellschaft weiterzugeben. Dabei verwies er auf die Energiepreise als wesentlichen Kostenfaktor für einen Dachziegelhersteller, weshalb die Inflation höher liegen kann als die allgemeine konsumorientierte Inflationsrate. Zudem muss die Entwicklung der Personalkosten als weiterer Faktor beachtet werden. Hier muss berücksichtigt werden, dass Gehaltssteigerungen vielfach zumindest knapp oberhalb der



konsumorientierten Inflationsraten liegen werden, damit die Arbeitnehmer auch am Produktivitätsfortschritt teilhaben können. Zudem ist nach der Einschätzung der Abfindungsprüfer, die die Kammer auch aufgrund der Erkenntnisse aus anderen Spruchverfahren mit vergleichbarer Problematik teilt, mit einem sich verschärfenden Wettbewerb um gut ausgebildete Arbeitnehmer zu rechnen, was finanzielle Anstrengungen des Unternehmens erforderlich machen wird. Angesichts eines nicht zu verkennenden Wettbewerbsdrucks wird es nicht gelingen, diese höheren Personalkosten in vollem Umfang an die Kunden weiterzugeben. Aufgrund von neben den Preiserhöhungen zu erwartenden Effizienzsteigerungen wird es der Creaton AG möglich sein, ihr Ergebnis langfristig zu steigern, wenngleich dies unterhalb der Inflationsrate bleiben wird.

Ein höherer Wachstumsabschlag rechtfertigt sich auch nicht aus dem Kundenkreis der Gesellschaft, der von den Abfindungsprüfern nachvollziehbar als inhomogen bezeichnet wird. Eine Konzentration auf starke Geschäftskunden ist im Wohnungsbau nicht erkennbar. Auch der Markt der Bauträgergesellschaften ist vielfältig. Nachdem im Wohnungsbau aber gerade nicht nur Bauträgergesellschaften auftreten, sondern vor allem im Einfamilienhausbau der einzelne Bauherr häufig als Vertragspartner auftritt. Auch die Tätigkeit am Immobilienmarkt rechtfertigt kein anderes Ergebnis. Die Creaton AG nimmt an der Entwicklung des Immobilienmarktes nicht in gleicher Weise teil, wie bereits oben bei der Plausibilität der Planannahmen dargestellt wurde. Zur Vermeidung von Wiederholungen kann auf die obigen Ausführungen unter II. 1. a. (2) Bezug genommen werden.

- (b) Dem kann nicht entgegengehalten werden, ein unterhalb der erwarteten allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsab-



schlag 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 (BewP 2011, 24) führt nicht zu einer abweichenden Beurteilung, auch wenn er die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlages – Bruttoinlandsprodukt, 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 Wachstum 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 Inflationssschätzern 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 Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen sein. Aus demselben Grund überzeugt auch nicht



die Annahme von Knoll, eine unvollständige Überwälzung der Inflation stehe in Widerspruch zum Postulat des eingeschwungenen Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von Knoll 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 Nettoüberschüsse zum Stichtag der Hauptversammlung am 11.8.2017 ein Ertragswert in Höhe von € 241,293 Mio.

- c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen müssen zum Bewertungsstichtag gesondert zu bewertende Vermögensgegenstände in Höhe von € 319.000,-- angesetzt werden.

- (1) Dabei handelt es sich um den zutreffend ermittelten Wert der Beteiligung, die die Tochtergesellschaft Creaton Kera-Dach GmbH an der Oberlausitzer Tonbergbau GmbH hält und der Höhe des anteiligen Buchwerts des Eigenkapitals zum 31.12.2016 entspricht.

- (a) Die Anhörung der Prüfer brachte keine Erkenntnisse, die über den Ansatz des Ertragswertes einen höheren Wert der Beteiligung rechtfertigen könnten. wies darauf hin, dass in den den Abfindungsprüfern vorliegenden Jahresabschlüssen der durchschnittliche Gewinn der Oberlausitzer Tonbergbau



GmbH bei € 40.000,-- lag. Demzufolge müsste der Ertragswert € 638.000,-- übersteigen. Auch wenn den Abfindungsprüfern die Planzahlen dieser GmbH nicht vorlagen, erachteten sie nachvollziehbar eine Gewinnentwicklung, die zu einem derartigen Ertragswert führen würde, als unwahrscheinlich, nachdem es sich um ein lange am Markt befindliches Unternehmen handelt. Ausschüttungen waren bei der Oberlausitzer Tonbergbau GmbH angesichts der allenfalls geringen Gewinne in den letzten drei Jahren nicht zu erwarten gewesen. Auch für stille Reserven fanden die Abfindungsprüfer keine Anhaltspunkte. Ein eventuell vorhandener Verlustvortrag kann bei einer Liquidation keinen eigenständigen Wert darstellen. Hat eine Personengesellschaft Verluste erzielt, werden diese zwar zunächst auf der Ebene der Gesellschaft ermittelt; die anteilige Zurechnung dieses Ergebnisses beim Gesellschafter hat indes zur Folge, dass nur der Gesellschafter zum Verlustabzug berechtigt ist. Die Regelung in § 15 a Abs. 1 EStG über Verluste bei beschränkter Haftung trifft nur den Kommanditisten. Hinsichtlich der Komplementär-GmbH muss die Regelung des § 8 c KStG anwendbar bleiben. Danach geht bei einer Veräußerung der Verlustvortrag unter, so dass ein bei dieser Gesellschaft vorhandener Verlustvortrag keine Berücksichtigung finden kann. Da der maßgebliche Stichtag nach dem 31.12.2016 liegt, kommt es nicht entscheidungserheblich darauf an, welche Auswirkungen sich aus dem Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 29.3.2017, Az. 2 BvL 6/11 ergeben, nachdem diese Vorschrift nur in der zwischen 2008 und 2015 als mit Art. 3 Abs. 1 des Grundgesetzes unvereinbar erklärt wurde (BVerfGE 145, 106, 168 = NZG 2018, 828, 838 = AG 2017, 817, 827 = ZIP 2017, 1009, 1020 = WM 2017, 1024, 1028 = GmbHR 2017, 710, 720 = DStR 2017, 1094, 1108). Für die Zeit ab dem 1.1.2016 traf der 2. Senat des Bundesverfassungsgerichts ausdrücklich kei-



ne Feststellung zur Vereinbarkeit von § 8 c Abs. 1 Satz 1 KStG mit Art. 3 Abs. 1 GG. Angesichts dessen muss von der Anwendbarkeit von § 8 c Abs. 1 Satz 1 KStG ausgegangen werden.

- (b) Aus der Bebauungsplanänderung kann angesichts des Vortrags der Antragsgegnerin, den die Antragsteller nicht bestritten haben und der deshalb gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt, kein höherer Wert der Tonbergbau GmbH hergeleitet werden. Mit dem zum Stichtag der Hauptversammlung am 11.08.2017 bereits vorhandenen Planänderungsbeschluss über Anpassungen des Rahmenbetriebsplans war eine Abbaugenehmigung nicht verbunden. Eine derartige Genehmigung erfolgte erst mit bestandskräftigem Bescheid vom 14.12.2017. 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 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Rieg-



ger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Die am 28.11.2017 erfolgte Antragstellung setzte allerdings die Klärung mehrerer inhaltlicher und organisatorischer Angelegenheiten voraus, wozu die Klärung von Grundstücksgrenzen des Abbaus, der Abbaubeteiligten oder Bürgschaften gehörten. Angesichts dessen stand zum alleinmaßgeblichen Stichtag noch nicht mit Sicherheit fest, ob und gegebenenfalls ab welchem Zeitpunkt faktisch mit einem Abbau gerechnet werden konnte.

(2) Weitere Sonderwerte konnten nicht in die Unternehmensbewertung einfließen.

(a) Dies gilt zunächst für die liquiden Mittel, weil diese als betriebsnotwendig einzustufen sind. Die vorhandenen Liquiditätsüberschüsse wurden in ein Cash Pool-System eingestellt und mussten folglich als Forderungen ausgewiesen werden. Da sie allerdings einen Zeitraum von nicht einmal einem Monat abdecken, um die Aufwendungen der Gesellschaft zu decken, können sie nicht als Sonderwert bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden.

(b) Bei der Creaton AG konnte ein Verlustvortrag nicht berücksichtigt werden. Angesichts des zwischen der Creaton AG und der Antragsgegnerin bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages konnte bei der Creaton AG kein solcher Verlustvortrag entstehen, weil die Antragsgegnerin zum Ausgleich eventuell entstehender Verluste verpflichtet war. Soweit bei der Creaton Kera-Dach GmbH & Co.KG Verlustvorträge entstanden, wurden diese im Rahmen der Steuerplanung berücksichtigt. Ein Ansatz beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen



würde sich folglich als unzulässige doppelte Berücksichtigung darstellen.

- (c) Ebenso wenig konnte ein Wertbeitrag aus dem steuerlichen Einlagenkonto entsprechend dem Bestand zum 31.12.2016 abgeleitet werden, nachdem der steuerlich ausschüttbare Gewinn die geplanten Ausschüttungen übersteigen wird.
- (d) Die Marke "Creator" 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).

Angesichts dessen ergibt sich zum maßgeblichen Stichtag am 11.8.2017 ein Unternehmenswert in Höhe von € 241,612 Mio.. Hiervon abzuziehen ist indes der Barwert der Mehrdividende der Vorzugsaktien zum 11.8.2017 in Höhe von € 3,723 Mio., woraus sich dann ein Unternehmenswert von € 237,888 Mio. ergibt. Angesichts einer Aktienanzahl von 6.382.750 resultiert daraus ein Wert je Aktie ohne Mehrdividende von € 37,27.

Dabei sind die von der Creator AG gehaltenen eigenen Aktien nicht zu berücksichtigen. Soweit eine Mindermeinung in der Literatur davon aus-



geht, angesichts der Konzernneutralität des Squeeze out seien auch diese Aktien abfindungsberechtigt (vgl. Habersack in: Emmerich: Habersack, Aktienrecht- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl., § 327 b Rdn. 6; Heidel/Lochner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 2; Habersack ZIP 2001, 1230, 1236), kann dem nicht gefolgt werden. Die von der Aktiengesellschaft gehaltenen eigenen Aktien gehen nicht auf den Hauptaktionär über. Sie werden wie alle Anteile, für die § 16 Abs. 4 AktG gilt, von dem Rechtsübergang nicht erfasst, weil ein entsprechendes Interesse des Hauptaktionärs hieran nicht angenommen werden kann. Auch erzwingt der Regelungszweck des Squeeze out nicht den Rechtsübergang auf den Hauptaktionär. Durch diese Maßnahme soll der Hauptaktionär in seiner unternehmerischen Handlungsfreiheit gestärkt werden (so ausdrücklich BT-Drucks. 14/7034 S. 31 f.). Dem liefe es indes zuwider, wenn eigene Aktien der Aktiengesellschaft kraft Gesetzes, also ohne den erklärten Willen auf den Hauptaktionär übergängen und dieser verpflichtet wäre, die Gesellschaft deshalb mittels Barabfindung zu entschädigen. Dem Zweck wird bereits hinreichend entsprochen, wenn der Hauptaktionär nicht länger mit der Ausübung zwingender Minderheitsrechte rechnen muss und ein Anfechtungsrisiko bei Hauptversammlungsbeschlüssen ausgeschlossen ist. Aufgrund von § 71 b AktG besteht aus eigenen Aktien kein Stimmrecht, weshalb auch insoweit dem Gesetzeszweck Genüge getan ist. Diese Sichtweise steht auch in Einklang mit der Regelung in §§ 327 a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 2 AktG, wonach auch bei der Berechnung der Schwelle von 95 % des Grundkapitals die eigenen Aktien der betroffenen Aktiengesellschaft nicht mitgezählt werden. Anders als bei der Eingliederung im Sinne des § 320 AktG muss die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin beim Squeeze out nicht zwingend Alleinaktionärin werden, nachdem eine Regelung die § 327 Abs. 1 Nr. 3 AktG über das Ende der Eingliederung im Falle des Verlustes der Eigenschaft als Alleinaktionärin in §§ 327 a ff. AktG nicht enthalten ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.5.2016, Az. 5HK O 10044/16; Grunewald in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 327 e Rdn. 12; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG,



a.a.O., § 327 b Rdn. 7; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 e Rdn. 25; Hüffer/Koch, AktG, 13. Aufl., § 327 e Rdn. 4; Holzborn/Müller in: Bürgers/Körber, AktG, 4. Aufl., § 327 b Rdn. 5; Lieder/Stange Der Konzern 2008, 617, 623 ff.; Riegger DB 2003, 541, 542 ff.).

Zu diesem Betrag ist der Barwert der in der Satzung garantierten echten Mehrdividende in Höhe von € 0,12 je Vorzugsaktie und damit von € 1,71 hinzuzuaddieren, woraus sich dann ein Wert je Vorzugsaktie zum 11.08.2017 von € 38,98 errechnet.

- 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 einge-



holten 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 Gedanke 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 Gericht 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 Anteilseignern. 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 Um-



stand 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 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 29.8.2017, Az. 5HK O 16585/15; 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.

Die Mitgliedschaft von _____ und _____ im Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. begründet kein Bestellungsverbot im Sinne des § 319 Abs. 1 bis Abs. 4 HGB, 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, dass namentlich 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 vor-



getragen, sowie und seien
früher mit der Bewertung der Creaton AG befasst gewesen.

- (b) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin und verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Sie haben sowohl im Prüfungsbericht als auch bei ihrer mündlichen Anhörung samt der ergänzenden Stellungnahmen die vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt und dabei auch begründet, warum sie – auch in Auseinandersetzung mit unterschiedlichen in der betriebswirtschaftlichen Literatur vertretenen Auffassungen – die Ansätze aus dem Bewertungsgutachten von für angemessen und sachgerecht begründet erachtet. Dies macht deutlich, dass sich und

ihrer Aufgabe und Funktion als Prüfer in vollem Umfang bewusst war und die Feststellungen der Bewertungsgutachter kritisch durchleuchtet haben. Dabei haben sie gerade bei der Herleitung des Beta-Faktors nicht nur den Ansatz von übernommen, sondern das Ergebnis der Analyse eines fünfjährigen Referenzzeitraums mit monatlichen Renditeintervallen gegen den größten nationalen Index abgeglichen mit den Ergebnissen, die sich aus der Heranziehung von Jahresscheiben über fünf Jahre monatlich und ebenso zwei Jahre wöchentlich gegen den MSCI World Index ermittelt. Nach ihren Erläuterungen im Termin hätte dieser Ansatz zu höheren Beta-Faktoren und damit einer niedrigeren Barabfindung geführt. Zudem zogen sie eine erweiterte Peer Group mit US-amerikanischen Bauunternehmen heran, was allerdings ebenfalls einen höheren Beta-Faktor ergeben hätte, wenn diese berücksichtigt worden wären. Im Rahmen ihrer mündlichen Anhö-



rungen wie auch bei seinen ergänzenden Stellungnahmen haben sie sich eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen und Einwendungen gegen die Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Curanum AG auseinandergesetzt. An ihrer Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel.

(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; Puskajler 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 Hauptaktionärin 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 gewährleis-



tet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; 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; Puzskajler 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.

- (c) Dem in der mündlichen Verhandlung vom 6.12.2019 gestellten Antrag auf Benennung der US-amerikanischen Unternehmen aus einer erweiterten Peer Group musste nicht Folge geleistet werden, weil es insoweit an der Entscheidungserheblichkeit fehlt. Zum einen diene das Heranziehen dieser Unternehmen ohnehin nur der Plausibilisierung des ermittelten Beta-Faktors. Zum anderen verwiesen die Abfindungsprüfer – wie soeben ausgeführt – darauf, der Beta-Faktor dieser Unternehmen hätte höher gelegen, weshalb bei ihrer Berücksichtigung der Unternehmenswert und damit die Barabfindung gesunken wäre. Angesichts dessen mussten diese Unternehmen auch nicht identifiziert werden.

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, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer/Köch, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

- (2) Diese Frist von drei Monaten lief somit vom 5.4.2017 bis zum 4.7.2017, dem Tag vor der Einberufung der Hauptversammlung, die am 5.7.2015 erfolgte. Die Abfindungsprüfer stellten in ihrem Prüfungsbericht für diesen Zeitraum einen volumengewichteten Durchschnittskurs von € 31,21 fest, der also deutlich unter der über den Unternehmenswert ermittelten Barabfindung liegt. Diesem Ansatz kann auch nicht entgegengehalten werden, es hätte eine frühere Information der Kapitalmärkte in dem Moment erfolgen müssen, als dem Vorstand der Gesellschaft das Squeeze out-Verlangen der Antragsgegnerin zugeing. Auch wenn die Regelungen der Marktmissbrauchsverordnung über die Pflicht zu Ad hoc-Mitteilungen auf im Freiverkehr gehandelte Aktien Anwendung finden, vermag dies ein anderes Ergebnis nicht zu begründen. Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs lag nach dem nicht bestrittenen und damit gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden geltenden Vortrag der Antragsgegnerin im Dreimonatszeitraum vor dem 7.4.2017 bei € 30,68. Angesichts dessen kommt es nicht entscheidungserheblich darauf an, inwieweit die in § 5 Abs. 4 WpÜG-



AngVO entwickelten Kriterien der Marktenge als Wertung des Verordnungsgebers zur Anwendung gelangen müssen (so mit sehr guten Gründen Stuttgart AG 2008, 783, 787; OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.04.2010, Az. 5 W 57/09 – zit. nach Juris; OLG Karlsruhe ZIP 2015, 1874, 1877 = AG 2015, 789, 792 = Der Konzern 2016, 35, 48; ZIP 2018, 122, 125 = Der Konzern 2017, 540, 542; Happ/Bednarz in: Festschrift für Stilz, 2014, S. 219, 227 f.).

b. Über den Ansatz des Liquidationswertes lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

- (1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 761). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764; Fleischer in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 8 Rdn. 36 ff.), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze anzusehen, wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I, Beschluss vom 31.10.2007, 5HK O 16022/07; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13;



Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7 – Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), 5. Aufl., § 34 Rdn. 174). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

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

Angesichts dessen musste der Liquidationswert auch nicht überschlägig ermittelt werden.

- c. Aus dem Barwert der Ausgleichszahlung kann eine höhere Barabfindung schon aus Rechtsgründen nicht begründet werden, weshalb offen bleiben kann, in wieweit dieser Wert eine mögliche (weitere) Untergrenze oder allein maßgeblich für die Barabfindung sein kann (so OLG Frankfurt AG 2015, 205, 207 f. = ZIP 2014, 2339, 2440 f. = NZG 2014, 990, 991 = Der Konzern 2011, 497, 499; Wilsing/Paul in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, § 327 b AktG, Rdn. 4; Grunewald in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Auflage, § 327 b Rdn. 12). Der Barwert der Ausgleichszahlung kann nämlich überhaupt nur dann von Bedeutung sein, wenn zum Stichtag der Hauptversammlung, die über den Squeeze out beschließt, der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag noch wirksam ist. Nur in dieser Situation kann das Bestehen des Unternehmensvertra-



ges zu den Verhältnissen der Gesellschaft gehören, die für die Bemessung der Barabfindung nach § 327 b Abs. 1 Satz 1, 2. Hs. AktG maßgeblich sind (vgl. BGHZ 208, 265, 271 = NZG 2016, 461, 463 = AG 2016, 359, 360 = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 = DB 2016, 883, 885 = Der Konzern 2016, 233, 234 f.; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 327 b, Rdn. 4 a).

- d. Soweit geltend gemacht wurde, einigen Antragstellern sei die Barabfindung zu Unrecht unter Abzug der Spesen durch die depotführenden Banken ausgezahlt worden, spielt dies für die Angemessenheit der Barabfindung keine Rolle. Das Spruchverfahren kann nicht der Ort sein, an dem die Rechtmäßigkeit dieses Verhaltens zu beurteilen ist, weil in ihm ausschließlich über die Angemessenheit der Barabfindung zu entscheiden ist.
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 28.8.2017 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 29.9.2017 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.
- 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. 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 außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).

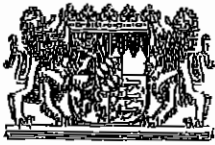
2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich auf € 4,32 je Aktie. Bei insgesamt 152.290 außenstehenden abfindungsberechtigten Aktien errechnet sich aus der Multiplikation dieser beiden Zahlen ein Geschäftswert von € 657.892,80. Dieser Wert 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 Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.