

# Beglaubigte Abschrift

**Landgericht München I**

Az. 5HK O 662/13

verkündet am 6.3.2015

**Justizsekretär**

Urkundenbeamter der Geschäftsstelle

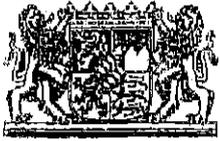


In dem Spruchverfahren



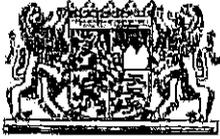


[The main body of the page contains several paragraphs of text that have been completely redacted with white boxes.]





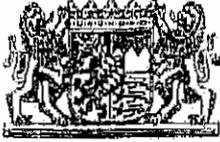
[The main body of the page contains several paragraphs of text that have been completely redacted with grey boxes.]





[The main body of the page contains several paragraphs of text that have been completely redacted with grey boxes.]





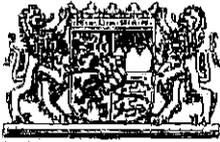
gegen

- Antragsgegnerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Gemeinsamer Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten  
ehemaligen Aktionäre (§ 6 SpruchG):

wegen Barabfindung



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-  
den Richter am Landgericht \_\_\_\_\_, Handelsrichterin \_\_\_\_\_ und Handelsrichte-  
rin \_\_\_\_\_ nach mündlicher Verhandlung vom 16.1.2014 folgenden

### **B e s c h l u s s :**

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 4,05 je Aktie werden zurückgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin zu leistende Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,- festgesetzt.



## Gründe:

### A.

1. a. Die ordentliche Hauptversammlung der RENERCO Renewable Energy Concepts AG (im Folgenden auch: Renerco AG oder die Gesellschaft) fasste am 26.10.2012 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung von € 4,05 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen, nachdem diese 45.773.250 Aktien oder rund 95,8 % des Grundkapitals hielt; 2.005.477 Aktien befanden sich im Streubesitz; bei den Aktien der Gesellschaft handelt es sich um Namensaktien. Die ursprünglich mit € 3,24 angebotene Barabfindung wurde von der Antragsgegnerin im Laufe der Hauptversammlung auf den Betrag von € 4,05 je Aktie erhöht.

Der Geschäftsgegenstand der über ein Grundkapital von € 47.778.727,-- verfügenden Gesellschaft liegt ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 ihrer Satzung in der Entwicklung, dem Bau und dem Betrieb von kommunalen und industriellen Ver- und Entsorgungseinrichtungen sowie von technischen Anlagen zur Nutzung erneuerbarer Energie sowie allen damit im Zusammenhang stehenden technischen Beratungs-, Entwicklungs- und sonstigen Dienstleistungen. Zudem ist die Gesellschaft aufgrund von § 2 Abs. 2 der Satzung zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die dem Gegenstand des Unternehmens dienen; sie kann daher unter anderem andere Unternehmen gleicher oder verwandter Art gründen, erwerben oder sich an ihnen beteiligen.

Am 22.6.2012 hatte die Antragsgegnerin dem Vorstand der Renerco AG das förmliche Verlangen aufgrund von § 327 a AktG übermittelt, die Hauptversammlung möge die Übertragung der Aktien der Minderheitsakti-



onäre auf die Antragsgegnerin beschließen. Die Mitteilung dieses förmlichen Verlangens gab die Gesellschaft über eine mit Zeitstempel 18.15 Uhr versehene Mitteilung der DGAP bekannt. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelte mangels Notierung der Aktien der Gesellschaft im regulierten Markt keinen gültigen historischen Mindestpreis für die Aktien. Basierend auf Kursdaten der Deutschen Börse AG ergab sich ein umsatzgewichteter Durchschnittskurs für einen Zeitraum von 3 Monaten bis zum 22.6.2012 von € 3,18 je Aktie.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 26.10.2012 ließ die Antragsgegnerin von der \_\_\_\_\_ (im Folgenden: \_\_\_\_\_) eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Renenco AG und zur angemessenen Barabfindung (Anlage zum Schriftsatz vom 30.4.2013, Bl. 21/22 d.A.) erstellen, in dem unter Anwendung der Ertragswertmethode ein Unternehmenswert von € 140,996 Mio. oder von € 2,95 je Aktien errechnet wurde. Dabei gingen die Bewertungsgutachter von \_\_\_\_\_ von einer die Jahre 2012 bis 2014 umfassenden Detailplanungsphase aus. Bei der Kapitalisierung der künftigen Überschüsse wurde neben einem Basiszinssatz von 2,25.% vor Steuern ein Risikozuschlag von 6,6 % im Jahr 2012, von 6,71 % im Jahr 2013, von 6,33 % im Jahr 2014 sowie von 6,11 % in der Ewigen Rente angesetzt, wobei im Rahmen dieser Berechnung eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und unter Zuhilfenahme einer Peer Group ermittelter Beta-Faktoren von 1,2, 1,22, 1,15 in der Detailplanungsphase und von 1,11 in der Ewigen Rente herangezogen wurden. Unter Abzug eines Wachstumsabschlags von 1 % gingen die Bewertungsgutachter dann im Terminal Value von einem Kapitalisierungszinssatz von 6,75 % aus. Zudem wurden Sonderwerte in Höhe von € 166.000,-- festgesetzt. In ihrem Wertgutachten kamen die Wirtschaftsprüfer von \_\_\_\_\_ anhand der Daten der Deutsche Börse AG für den Zeitraum vom 23.3. – 22.6.2012 zu einem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs von 3,18 und auf Basis der Informationen des Finanzinformationsdienstleisters



Bloomberg L.P. für diesen Zeitraum zu einem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs von € 3,19.

Die vom Landgericht München I bestellte Abfindungsprüferin

(im Folgenden: )

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 11.9.2012 (Anlage zum Schriftsatz vom 30.4.2013, Bl. 21/22 d.A.) zu dem Ergebnis, dass eine sich an dem freiwilligen Erwerbsangebot vom 12.4.2012 orientierende Barabfindung von € 3,24 angemessen sei.

In der Folgezeit kam es zu einer Anpassung des Abfindungsbetrages aufgrund der Ausgangszahl für den revidierten Minderheitenanteil an der FW Kamionka Sp. Z.o.o. und einer Aktualisierung der relevanten Zinssätze mit einer weiteren Anpassung der Fremdkapitalspreads und einer Aktualisierung des unlevered Beta von 0,58 auf 0,57, weshalb eine Barabfindung von € 3,57 von als angemessen bezeichnet wurde.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf die mit Schriftsatz vom 30.4.2013 (Bl. 21/22 d.A.) vorgelegten Gutachten bzw. Berichte von f sowie von Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 3.12.2012 in das Handelsregister der Renerco AG eingetragen und anschließend durch das Amtsgericht – Registergericht – München am 5.12.2012 bekanntgemacht. Zum Zeitpunkt der Eintragung waren alle Antragsteller Aktionäre der Renerco AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 5.3.2013 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die auf einen Betrag von € 4,05 erhöhte Barabfindung sei zu niedrig und daher unangemessen.



a. Der Unternehmenswert liege deutlich höher als in den beiden Gutachten angenommen.

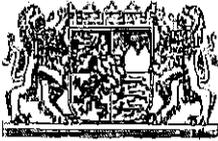
- (1) Dies ergebe sich bereits aus den als zu pessimistisch zu bewertenden Planannahmen einer mit drei Jahren zu kurz bemessenen Detailplanungsphase, die nicht hinreichend die mehrere Jahre umfassende Laufzeit von Großprojekten und den zyklischen Verlauf des Projektgeschäfts widerspiegeln, weshalb eine Grobplanungsphase vor dem Übergang in den Terminal Value zwingend hätte eingeschaltet werden müssen. Aufgrund einer in der Vergangenheit vorgenommenen positiven Wertberichtigung bei dem Windpark „La Muela“ könne der Ansatz anderer im Portfolio gehaltenen Windparks lediglich zum Buchwert nicht sachgerecht sein. Gehobene stille Reserven hätten als Sonderwert einfließen müssen; zudem hätte in jedem Jahr ein Durchschnittswert für neue in die Vollkonsolidierung aufgenommene Beteiligungen angesetzt werden müssen. Weiterhin müsse mit zunehmender staatlicher Förderung gerechnet werden, weshalb Windparks auch an nicht optimalen Standorten errichtet werden könnten. Der in der Presseerklärung vom 18.1.2013 bekanntgegebene Verkauf des Windparks Gunzenhausen und die Übernahme eines Windparks in Großbritannien hätten angesichts der Wurzeltheorie in die Detailplanungsphase einfließen müssen.

Der nur moderate Anstieg des Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von € 12,5 Mio. im Jahr 2012 auf € 14,5 Mio. im Jahr 2014 stehe in Widerspruch zu der guten Ausgangslage der Gesellschaft mit Internationalisierung, Diversifizierung auf verschiedene Geschäftsbereiche wie Projektentwicklung und Stromerzeugung in mehreren Bereichen in Windenergie, Solarenergie, Photovoltaik und Geothermie, einer starken Muttergesellschaft im Hintergrund; unzureichend berücksichtigt seien die Endlichkeit der Existenz fossiler Brennstoffe und der Ausstieg aus der Kernenergie. Der starke Anstieg der Umsatzentwicklung im Vergleich zum Jahresüberschuss in



der Detailplanungsphase zeige die mangelnde Plausibilität der Planung ebenso wie die massive Überbewertung von Risiken regenerativer Energien im Vergleich zu den Chancen. Für die Überprüfung von Strommengen genüge nicht das Heranziehen von „La Muela“ sowie „Am Speckberg“ auf der Basis von Gutachten vom 25.1.2006 bzw. 2.7.2008. Zu prüfen sei auch, ob es zum Stichtag Anhaltspunkte für die Planung weiterer Geothermie-Projekte nach dem erfolgreichen Abschluss der Projekte „Kirchstockach“ und „Dürnhaar“ gebe.

Beim Personalaufwand hätte angesichts von Synergien mit gegenläufigen Tendenzen geplant werden müssen. Dem Hinweis auf steigenden Wettbewerbsdruck fehle die Plausibilität, weil die Renerco AG den Preisdruck aus Fernost angesichts fehlender langfristiger Lieferverträge mit der Folge ausnutzen könne, bei der Projektentwicklung die Margen steigern zu können. Der Rückgang der Marge im Windbereich sei unplausibel, weil die Annahme fehlender Verkaufsmöglichkeiten für Windparks angesichts des Vergleichs mit aktuellen Marktangeboten nicht trage. Auch müsse die EBIT-Marge über der vergleichbarer Unternehmen liegen. Bedenken hinsichtlich der Plausibilität der Planung seien auch aus der Tarifdegression im Solarbereich gerechtfertigt. Dem Anstieg der Materialaufwandsquote im Jahr 2013 fehle ebenso die Plausibilität wie dem Anstieg des Materialaufwands in Relation zum Anstieg der Gesamtleistung in der Detailplanungsphase angesichts des Sinkens der durchschnittlichen Kosten bei steigenden Umsatzzahlen. Die Planung eines flachen Umsatzanstiegs im Service-Geschäft mit Umsätzen zwischen € 3 und € 4 Mio. und bereits erreichten Umsätzen von € 3,3 Mio. im Jahr 2011 stehe im Widerspruch zu den Hinweisen im Geschäftsbericht des Jahres 2011 bezüglich künftiger Wachstumsmöglichkeiten. Im Geschäftsfeld der stromerzeugenden Beteiligungen müsse man Reinvestitionskosten ansetzen.



Beim Finanzergebnis bleibe der Zinssatz des Gesellschafterdarlehens der BayWa AG in der Detailplanungsphase ebenso unklar wie der Zinssatz für das Kontokorrentdarlehen in Phase I und in der Ewigen Rente. Ebenso unklar bleibe der Ansatz von Synergieeffekten. Der Anstieg des Verschuldungsgrades bis zur Ewigen Rente trotz Vollthesaurierung stelle sich als inkonsistent dar.

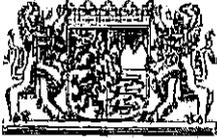
Der Ansatz eines Jahresüberschusses im Terminal Value mit einem nur knapp über 0 liegenden Wachstum sei ebenso wie der Anstieg der Gesamtleistung zu niedrig bemessen, zumal in der Ewigen Rente die positiven Effekte des relativen Abschmelzens der fixen und sprungfixen Kostenelemente stärker zum Tragen kämen. Der jährliche expansionsorientierte Aufwand der Jahre bis 2014 dürfe nicht fortgeschrieben werden. Der politische Konsens über den Atomausstieg mit der daraus resultierenden Stärkung erneuerbarer Energien müsse in der Ewigen Rente zu einem zyklischen Effekt und nicht nur zu einem Nachholeffekt führen. Das Beteiligungsergebnis in der Ewigen Rente stelle sich als unplausibel dar, weil es in den Jahren 2013 und 2014 nur jeweils € 2,358 Mio. aufgewiesen habe nach bereits € 1,807 Mio. p.a. in den Jahren von 2009 bis 2011. Der Ansatz des Anstiegs der Personalkosten in der Ewigen Rente um fast 10 % auf € 14,2 Mio. gehe an der Realität vorbei. Dem Hinweis auf die in der Ewigen Rente zugrunde gelegten Angebote für die Windparks Eberswinkel I und Gunzenhausen fehle die Aussagekraft, weil es sich um nicht verhandelte erste Angebote gehandelt habe.

Angesichts der in der Vergangenheit zu beobachtenden Ausschüttung von € 0,02 je Aktie sei die vollständige Thesaurierung in 2012 und eine Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquote von je 50 % im Terminal Value nicht sachgerecht. Wesentliche Bestandteile des Jahresüberschusses flössen in den Ertragswert nicht als Wertbeitrag aus Thesaurierung ein. Der Ansatz einer effektiven Steuer in Höhe von rund 13,2 % müsse als überholt bezeichnet werden; für Wert-



steigerungen liege der Steuersatz sehr viel näher bei 0. Der Diskontierungszeitpunkt zum 31.12. eines jeden Jahres sei fehlerhaft angesichts des Anfallens der thesaurierten Beiträge zum 30.6. eines jeden Planjahres.

- (2) Der Kapitalisierungszinssatz sei deutlich zu hoch angesetzt. Angesichts der Anlagemöglichkeiten nur zum Stichtag müsse der Basiszinssatz von 2,25 % vor Steuern auf den zum Stichtag der Hauptversammlung gültigen aktuellen, deutlich niedrigeren Zinssatz herabgesetzt werden. Zudem mache die Existenz von Credit Default Swaps die Herabsetzung des Basiszinssatzes erforderlich. Das zur Ermittlung des Risikozuschlags herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als ungeeignet dar. Jedenfalls aber müsse die dabei herangezogene Marktisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als völlig überhöht und realitätsfern bezeichnet werden. Namentlich der als Folge der Staatsschuldenkrise gesunkene Basiszinssatz rechtfertige nicht das Anheben der Marktisikoprämie entsprechend den Empfehlungen des FAUB des IDW. Bei der Ermittlung des individuellen Risikos müsse auf den unternehmenseigenen Beta-Faktor abgestellt werden. Die herangezogene Peer Group weise nicht vergleichbare Unternehmen mit anderen Charakteristika auf, zumal die Mehrzahl der herangezogenen Gesellschaften im Ausland ansässig sei. Der Wachstumsabschlag müsse deutlich höher angesetzt werden, weil er weit unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate liege und daher ein reales Schrumpfen des Unternehmens nach sich ziehe. Die notwendige Erhöhung des Wachstumsabschlages rechtfertige sich vor allem auch aus dem Tätigwerden in einem ausgesprochenen Wachstumsmarkt mit massiver Förderung erneuerbarer Energien zur Substituierung der Kernenergie. Die Gesellschaft konzentriere sich zudem auf zahlungsstarke Geschäftskunden, die hohe Qualität zu schätzen wüssten. In dem sehr niedrigen Wachstumsabschlag liege zudem ein Widerspruch zu der hohen Marktisikoprämie.



- (3) Der Ansatz eines Sonderwerts von € 166.000,-- sei nicht nachvollziehbar, wenn der höhere Wert aus Buchwert des Eigenkapitals und Beteiligungsbuchwert bei der Muttergesellschaft berechnet, aber nicht näher begründet werde. In die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens müsse auch ein Sonderwert für Vorsteuerforderungen in Höhe von € 2,4 Mio. einfließen. Ebenso hätten stille Reserven bezüglich des Umspannwerks Klein Bünsdorf angesichts einer Abschreibung von € 800.000,-- im Jahr 2008 und der Möglichkeit des Verkaufs ungenutzter Kapazität an Produzenten aus dem Bereich der Windkraft oder Photovoltaik berücksichtigt werden müssen. Bei einer freien Liquidität in Höhe von € 27,5 Mio. zum 30.6.2012 hätte zumindest ein Teil als nicht betriebsnotwendig eingestuft werden müssen, nachdem ein so hoher Wert nicht branchenüblich sei. Zudem fehle der Ansatz des Werts der Marke „Renerco“ als Sonderwert.
- b. In jedem Fall ergebe sich die Unangemessenheit aus der unterbliebenen Berücksichtigung anderer Bewertungsparameter. Der Wertansatz für die Aktien der Renerco AG müsse die gezahlten Vorerwerbspreise berücksichtigen. Ebenso ziehe der Ansatz eines höheren Börsenkurses zum Zeitpunkt der Hauptversammlung oder zum Zeitpunkt des Squeeze out eine höhere Barabfindung nach sich. Die überschlägige Schätzung des Liquidationswerts genüge bei einem als Projektentwickler tätigen und aus der Veräußerung von Kraftwerken beträchtliche Gewinne erwirtschaftenden Unternehmen nicht.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge zum Teil als unzulässig, weil gerade nach der Erhöhung der Barabfindung die Bewertungsrügen nicht hinreichend konkretisiert seien, nachdem wegen der Erhöhung hieran strenge Anforderungen zu stellen seien.



Jedenfalls aber seien die Anträge unbegründet, weil die in der Hauptversammlung vom 26.10.2012 beschlossene Barabfindung von € 4,05 je Aktie angemessen sei.

a. Der Unternehmenswert liege keinesfalls höher als bei einem Wert von € 4,05 je Aktie.

(1) Bei den Planannahmen der Gesellschaft als Basis für die Ermittlung des Ertragswerts müsse es zu keinen Korrekturen kommen. Die durchgeführte Plan-Ist-Analyse für die Jahre 2009 bis 2011 zeige, dass die Planungsrechnung eine taugliche Grundlage für die Unternehmensbewertung darstelle. Die angesetzte Dauer der Detailplanungsphase von drei Jahren bedürfe keiner Verlängerung; die Heranziehung des Forecast 2012 sei aufgrund aktueller Entwicklungen geboten gewesen. Bei den angesetzten Wachstumsraten seien ertragsseitig der Aufbau der zum Stichtag bestehenden Projektierungskapazitäten einerseits sowie die erzielbaren Projektmargen andererseits reflektiert worden. Auch bestehe für die Renerco AG keine gesetzliche Verpflichtung zur Einhaltung der von der Kommission der Europäischen Union vorgegebenen deutschlandweiten Energiequoten. Die Ertragskraft aus den Geothermie-Beteiligungen werde sachgerecht in den der Gesellschaft zurechenbaren Geothermie-Beteiligungen abgebildet. Infolge der Erhöhung der Barabfindung könne auch die im Bewertungsgutachten nicht korrekt wiedergegebene Beteiligung der Gesellschaft am Windpark „Kamionka“ nicht als Begründung für die Unangemessenheit der Barabfindung herangezogen werden, nachdem dieser Fehler korrigiert worden sei.

Der Wertbeitrag aus Thesaurierung sei von den Bewertungsgutachtern sachgerecht berücksichtigt worden; die wachstumsbedingte Thesaurierung müsse betriebsnotwendig zur Finanzierung des Wachstums im Unternehmen verbleiben und stehe folglich zur Ausschüttung zur Verfügung. Keiner Korrektur bedürfe der Ansatz eines



Steuersatzes von rund 13,2 % für die Besteuerung thesaurierter Gewinne. Die Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungspolitik des Unternehmens sehe eine volle Ausschüttung im Jahr 2012 und eine betriebsbedingte Thesaurierung der Jahresüberschüsse der Jahre 2013 und 2014 vor, deren Ziel die Tilgung von Kreditverbindlichkeiten sei. Im Terminal Value gehe die Bewertung von einer 50 %-igen Ausschüttung aus, weil dies der durchschnittlichen Dividendenausschüttung der Alternativanlage entspreche.

Die Ansätze der Ewigen Rente müsse man nicht korrigieren, nachdem die Bewertungsgutachter von [redacted] insbesondere den Ergebnisbeitrag der mehrjährigen Produktzyklen durch eine barwert-äquivalente Umrechnung in eine Ergebnisrechnung für die Jahre 2015 ff. berücksichtigt hätten. Dies bilde die Geschäftsentwicklung in den Folgejahren in dem Bereich Windprojektierung akkurat ab, bis ein eingeschwungener Zustand erreicht sei. Der reine Rückgriff auf die zum Bewertungsstichtag bestehenden Projekte könne das Zukunftspotential nicht zutreffend abbilden.

- (2) Der Ansatz des Kapitalisierungszinssatzes stelle sich als zutreffend dar. Dies gelte zunächst für den mittels der einhellig akzeptierten Svensson-Methode ermittelten Basiszinssatz, bei dem nicht auf die tagesaktuellen Anleihezinssätze angesichts der Zukunftsorientiertheit der Ermittlung des Basiszinssatzes und des Ertragswerts zurückgegriffen werden dürfe. Der Risikozuschlag sei zutreffend mittels des weithin anerkannten (Tax-)CAPM ermittelt worden und angesichts des höheren Risikos einer Investition in eine Aktie erforderlich, weil ein vernünftiger Anleger eine Risikoprämie angesichts des erhöhten Risikos fordere. Das (Tax-)CAPM als logisch konsistentes kapitalmarktorientiertes Modell eigne sich angesichts erhöhter Transparenz zur Ermittlung des Risikozuschlages. Die Marktrisiko­prämie von 5,5 % beruhe auf einer zukunftsorientierten Ableitung der Marktrisiko­prämie mittels impliziter Kapitalkosten, aus deren Entwicklung seit



Beginn der Finanz- und Schuldenkrise mit dem niedrigeren risikolosen Zinsniveau sich ein deutlicher Anstieg auf 5 % bis 8 % ergebe, woraus dann die vom IDW empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach Steuern von 5 bis 6 % resultiere. Folglich entspreche der Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % nach Steuern der aktuellen Marktsituation. Der Beta-Faktor müsse angesichts der mangelnden statistischen Signifikanz des unternehmenseigene Beta-Faktors aus einer Peer Group abgeleitet werden. Die herangezogenen Unternehmen seien insgesamt geeignet, als Vergleichsmaßstab für das Risiko der Renenco AG herangezogen zu werden. Sachgerecht erfolgt sei die Ableitung des Wachstumsabschlags mit 1 %, ohne dass damit ein reales Schrumpfen des Unternehmens verbunden sei. Der Wachstumsabschlag müsse Phasen starken Wachstums ebenso abbilden wie eine rückläufige Entwicklung oder gar einen Einbruch.

- (3) Eine höhere Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens müsse nicht erfolgen, weil die Bewertung der weder im Vergangenheitszeitraum noch in der Planung vollkonsolidierten oder ad at equity berücksichtigten Beteiligungen als Sonderwert zutreffend erfolgt sei. Das Abstellen auf den Buchwert bzw. den Eigenkapitalanteil müsse als sachgerecht angesehen werden, zumal die Summe dieser Beteiligungen lediglich 0,1 % des gesamten Unternehmenswertes ausmache und der Ansatz mit dem anteiligen Eigenkapital oder dem Beteiligungsbuchwert schon aus Wesentlichkeitsgründen eine höhere Abfindung nicht rechtfertige. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen existiere nicht.
- b. Über den Börsenkurs könne eine Anpassung der Barabfindung nicht erfolgen, weil zwischen dem Tag der erstmaligen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung kein längerer Zeitraum liege. Ebenso wenig ergebe sich der Korrekturbedarf aufgrund gezahlter



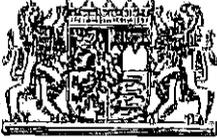
Vorerwerbspreise, weil diese nicht relevant seien, weshalb es auch keinen Anspruch auf Offenlegung der von der Antragsgegnerin zuletzt gezahlten Kaufpreise für die Aktien vor dem Squeeze out gebe.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 29.7.2013 (Bl. 69 d.A.) Herrn Rechtsanwalt \_\_\_\_\_ zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre der RENERCO Renewable Energy Concepts AG bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 70 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Bestellung des gemeinsamen Vertreters im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt namentlich die unterlassene Planung einzelner Geschäftsfelder und die mangelnde Vergleichbarkeit der Gesellschaft mit Planzahlen des Konzerns sowie das Fehlen einer gesonderten Umsatzplanung. Zudem bemängelt er das einfache Fortschreiben der am Ende der Detailplanungsphase geplanten Ergebnisse sowie das Ausblenden erheblichen Wachstumspotentials und die mangelnde Plausibilität bei den Ansätzen des Materialaufwandes im Geschäftsjahr 2013 und des Personalaufwands im Terminal Value. Zudem könne der Risikozuschlag mit Werten zwischen 7,75 % und 8,26 % nicht bestehen bleiben, nachdem insbesondere die Finanzmarktkrise mit der sich anschließenden Staatsschuldenkrise die Erhöhung der Marktrisikoprämie nicht rechtfertige. Ebenso überhöht sei der zwischen 1,1 und 1,22 angesetzte Beta-Faktor, während der Wachstumsabschlag zu niedrig angesetzt sei. Es erscheine ausgeschlossen, dass der objektivierte Wert der anteiligen Beteiligungen an Les Eollennes, an der Windpark Everswinkel GmbH & Co.KG sowie dem Windpark Namborn GmbH & Co.KG zutreffend ermittelt worden sei.
- c. In der mündlichen Verhandlung vom 16.1.2014 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer – Herrn Wirtschaftsprüfer \_\_\_\_\_ und Herrn \_\_\_\_\_ von \_\_\_\_\_ angehört. Ferner hat das Gericht die Abfindungsprüfer mit Beschluss vom 16.1.2014



(Bl. 200 d.A.) gebeten, in einer schriftlichen Stellungnahme zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung ergänzende Aussagen zu machen und Alternativberechnungen mit geänderten Kapitalisierungszinssätzen durchzuführen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 16.1.2014 (Bl. 170/200 d.A.) sowie die ergänzende Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 29.1.2014 (Bl. 207/217 d.A.), die das Gericht allen Verfahrensbeteiligten zugestellt hat.

- d. Soweit die Antragstellerin zu 94) ihren Antrag zunächst an das Landgericht München I adressiert hat, hat sich die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I mit Beschluss vom 18.4.2013, Az. 38 O 5267/13 (Bl. 6/9 d.A. des Verfahrens 38 O 5267/13) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren an die funktionell zuständige 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschluss vom 18.4.2013 (Bl. 10 d.A. des Verfahren 5 HK O 5267/13) – wie alle anderen unmittelbar bei dieser Kammer eingegangenen weiteren Anträge auch – zu diesem führenden Verfahren 5 HK O 662/13 hinzuverbunden.
5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 16.1.2014 (Bl. 170/200 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet.

**I.**

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses Aktionäre der Renerco AG waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden rechtzeitigen Sachvortrag aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder in der mündlichen Verhandlung vom 16.1.2014 sowie mit Schriftsatz vom 24.2.2015 (Bl. 310 d.A.) unstreitig gestellt; mithin gilt der entsprechende Vortrag aller Antragsteller gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.
  
2. Die Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von 3 Monaten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 5.12.2012 erfolgte, weshalb die Frist am 5.3.2013 endete. An diesem Tag gingen die Anträge aller Antragsteller zumindest per Telefax und damit fristwährend beim Landgericht München I ein. Dies gilt auch für den am 5.3.2013 bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e GVG funktionell zuständigen Zivilkammer des Landgerichts München I eingegangenen Anträge der Antragstellerin zu 94).



Daher kann auch insoweit an der Fristwahrung kein Zweifel bestehen, auch wenn der Verweisungsbeschluss der 38. Zivilkammer an die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I erst nach dem Ende der Antragsfrist folgte.

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 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind.
  - a. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.

Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken (vgl. nur Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puzkajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prü-



fungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puskajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rdn. 7 f. zu § 4 SpruchG). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkrettheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305 § 4 SpruchG Rdn. 8). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.; 2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996; ZIP 2013, 1664, 1665; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 22 f.). Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsprüfung generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht.

Soweit sich die Antragsgegnerin auf die gegenteilige Rechtsprechung des Kammergerichts nach einer Erhöhung der Abfindung im Vergleichswege beruft, überspannt auch dies die Anforderungen an die Antragsteller, nachdem vielfach auch in den – einander ähnlichen – Bewertungsgutachten die näheren Daten zur Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht offen ge-



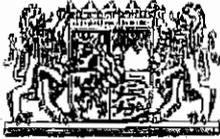


FamFG um ein zwingendes Formerfordernis mit der Folge der Unzulässigkeit des Antrags bei einem Verstoß handelt (so Bumiller/Harders FamFG, 10. Aufl., § 23 Rdn. 14) oder ob – wofür gerade auch mit Blick auf die Entstehungsgeschichte gute Gründe sprechen, ein nicht unterschriebener Antrag durchaus verfahrenseinleitende Wirkung haben kann (vgl. Sternal in: Keidel, FamFG, 18. Aufl., § 23 Rdn. 19; Ulrici in: Münchener Kommentar zur ZPO, 3. Aufl., § 23 FamFG Rdn. 37; Feskorn in: Zöller, ZPO, 30. Aufl., § 23 FamFG Rdn. 5).

## II.

Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung mit einem Wert von € 4,05 je Aktie nicht unangemessen ist, selbst wenn sich nach vorzunehmenden Anpassungen beim Kapitalisierungszinssatz ein Wert von € 4,12 je Aktie ergibt.

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; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09).

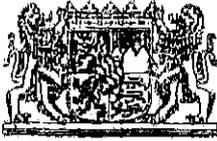


Ausgangspunkt für die Beurteilung der Angemessenheit kann dabei nur der von der Hauptversammlung festgelegte Betrag von € 4,05 und nicht der im Vorfeld der Hauptversammlung ermittelte Wert von € 3,57 je Aktie sein. Dies ergibt sich schon aus der Bestandskraft des Beschlusses der Hauptversammlung der entsprechend umzusetzen ist.

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

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 26.11.2014, Az. 5HK O 6680/10; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09).

- 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 aller-



dings 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.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18684/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der Renerco AG keiner Korrektur.

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

(a) Ausgangspunkt der Planungsplausibilisierung ist die Analyse der Entwicklung der Vergangenheit einschließlich der zu beobachtenden Planungstreue. Aus den dabei von den Prüfern getroffenen Feststellungen ergibt sich, dass hinsichtlich der Planannahmen der Jahre 2009 bis 2011 sowohl bei den Um-



satzerlösen wie auch bei den Ergebnisgrößen Rohertrag, E-BITDA und EBIT in allen Jahren erhebliche Planverfehlungen aufgetreten sind, die der gerichtlich bestellte Abfindungsprüfer in der ergänzenden Stellungnahme näher beschrieben hat. Die von Herrn [redacted] im Einzelnen beschriebenen und analysierten Planabweichungen zeigen indes, dass die Planung in der Vergangenheit stets zu optimistisch war und die jeweiligen Planzahlen im Ist sowohl beim Umsatz als auch beim Ergebnis dann nie erreicht werden konnten. Um eine verstetigte Vergangenheitsanalyse vornehmen zu können, bereinigten die Abfindungsprüfer den Sondereffekt im Zusammenhang mit dem Windpark „La Muela“, bei dem es zu einer Aufstockung der bisherigen Anteile auf den Zeitwert kam; insofern mussten die angefallenen Ist-Aufwendungen eliminiert werden. Doch selbst unter Beachtung dieses Effekts bleiben die Ist-Ergebnisse beim Umsatz ebenso wie beim EBIT unter den Planwerten und waren folglich zu optimistische angesetzt.

Bei der Vergangenheitsanalyse wurden die Minderheitenanteile im bilanziellen Eigenkapital ausgewiesen und demgemäß auch berücksichtigt. Sie betragen im Jahr 2009 ca. € 300.000,-, in 2010 rund € 4,8 Mio. sowie über € 21 Mio. im Jahr 2011.

- (b) Weiterhin kann nicht davon ausgegangen werden, die Umstellung auf die Rechnungslegung nach IFRS sei anlassbezogen mit dem Ziel einer Benachteiligung der Minderheitsaktionäre erfolgt. Im Rumpfgeschäftsjahr 2009 kam es erstmals zur Einbeziehung der Renerco AG in den Konzernabschluss der BayWa AG. Demgemäß erfolgte – wie bei der Konzernmuttergesellschaft BayWa AG – die Rechnungslegung bei der Gesellschaft ebenso wie die Planung nicht mehr nach HGB, sondern auf IFRS-Basis. Herr [redacted] wies zudem darauf hin, dass sich die Unterschiede bei einem Projektentwickler auf die Möglich-



keit reduzieren, bei einer Rechnungslegung und Planung nach IFRS den Fair Value anzusetzen; die Bewertung gerade der Vorräte ist in beiden Methoden ohne Unterschied. Da der Wechsel auf IFRS bereits 2009 erfolgte, bestehen auch keine Anhaltspunkte für einen anlassbezogenen Wechsel mit dem Ziel der Benachteiligung der Minderheitsaktionäre.

Auch sonst vermag die Kammer keine Anhaltspunkte für eine für die Minderheitsaktionäre nachteilige, unzulässige Einflussnahme auf die Planannahmen der Gesellschaft durch die Konzernmutter zu erkennen, was die Plausibilität der Planannahmen in Frage stellen könnte. Gerade die nach der Planung im November 2011 vorgenommenen Plananpassungen beruhten auf dem Forecast des ersten Halbjahres 2012, dessen Zahlen sowohl beim Umsatz wie auch beim EBIT deutliche Verbesserungen auswiesen. Während die alte Planung eine Gesamtleistung von € 162 Mio. vorsah, wies der Forecast einen Wert von € 215 Mio. aus. Beim EBIT ging die Vorausschau 2012 zwar von einem Wert von € 16 Mio. nach einem entsprechenden Wert von € 17 Mio. in der Planung vom November 2011 aus. Allerdings wurde der Sondereffekt des Zukaufs von Anteilen des Windparks „La Muela“ bei dem Forecast berücksichtigt. Da dieser Einmaleffekt in der Planung zu bereinigen war, ist in die für die Ermittlung des Ertragswerts ausschlaggebende Planung ein EBIT von € 21,477 Mio. eingeflossen, mithin knapp 15 % mehr als in der ursprünglichen Vorstandsplanung enthalten waren. Auch die Auswertung des Abhängigkeitsberichts durch die Abfindungsprüfer erbrachte nach den Aussagen der Abfindungsprüfer im Termin trotz seines Umfangs, der aber der Auswertung und Berücksichtigung jeder einzelnen Projektgesellschaft geschuldet war, außer dem für die Renerco AG erforderlichen Gesellschafterdarlehen und den Beratungsverträgen der Jahre 2010 und 2011 keine weiteren Geschäftsbeziehun-



gen zwischen der Gesellschaft und der Muttergesellschaft BayWa AG. Daraus kann dann aber auch unter Berücksichtigung der weiteren Erkenntnisse der Abfindungsprüfer, die vor allem auch auf die von ihnen stets geforderte Aktualisierung der Planung hinwiesen, kein Rückschluss auf eine Beeinflussung der Planung geschlossen werden, die eine mangelnde Plausibilität zur Folge hätte.

Eine mangelnde Plausibilität der Planung kann nicht aus der Eliminierung der Beratungsleistungen aufgrund des Beratervertrages mit der BayWa AG in den Jahren 2010 und 2011 abgeleitet werden. Die zu den Beratungsleistungen genannten Zahlen konnten mit den Abhängigkeitsberichten abgestimmt werden. Danach ergaben sich offensichtlich keine Unstimmigkeiten. Dann aber konnten diese Ergebnisse der weiteren Vorgehensweise zugrunde gelegt werden. Der Abschlussprüfer übernimmt für den von ihm erstellten Abhängigkeitsbericht aufgrund von § 313 Abs. 1 AktG entsprechende Verantwortung. Es gibt keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, dass diese Abhängigkeitsberichte unzutreffend sein könnten, weshalb sie von den Abfindungsprüfern zugrunde gelegt werden konnten (vgl. hierzu und zur vergleichbaren Situation des Jahresabschlusses OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az. 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5 HK O 18865/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12).

- (c) Die Länge der Detailplanungsphase von 2012 bis 2014 bedarf vorliegend keiner Korrektur. Der Ansatz einer drei Jahre dauernden Detailplanungsphase ist – wie der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt ist – nicht unüblich und als ausreichend einzustufen, zumal dieser Ansatz von drei Jahren eine Entscheidung des Vorstandes ist, die als unternehmer-



rische Entscheidung vom Abfindungsprüfer auch nicht beeinflusst werden kann. Allerdings erfolgte dann gerade kein unmittelbarer Übergang in die ewige Rente. Herr [redacted] wies nämlich bei der Anhörung darauf hin, dass nach dem Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2014 angesichts der Dauer üblicher Produktions- und Entwicklungszyklen gerade nicht unmittelbar in den Terminal Value übergeleitet wurde, weil das bei der Gesellschaft vorhandene Potential beim Ansatz einer dreijährigen Detailplanungsphase nicht hinreichend abgebildet werden konnte. Demgemäß nahmen die Bewertungsgutachter von [redacted] eine notwendige Verlängerung der Phase I vor; dabei planten sie die Projektplanungen bis 2018/2019 ein, um einen eingeschwungenen Zustand modellieren zu können. Erst nach dieser Grobplanungsphase begann die Ewige Rente.

Auch wenn die Grobplanungsphase nicht gesondert ausgewiesen wurde, wurde gerade wegen des stark zyklischen Verlaufs der Projekte im Windgeschäft mit der Folge von stark volatilen Überschüssen unterstellt, dass die jährlich neu initiierten Projekte jeweils die gleiche MW-Kapazität aufwiesen, weshalb bei einer durchschnittlichen vierjährigen Projektlaufzeit sich ab 2015 jährlich ein neu initiiertes Projektvolumen von ca. 71,4 MW ergab, wie dies im Bewertungsgutachten von [redacted]

[redacted] auch dargestellt wurde. Dies wurde dann entsprechend den Ausführungen von Herrn [redacted] im Termin vom 16.1.2014 soweit verdichtet, dass die Planzahlen der Grobplanungsphase und der Ewigen Rente in eine Einmalzahl umgerechnet werden konnten. Nach 2014 beginnt somit zwar die Ewige Rente, die indes das volle Ertragspotential aus der zwischengeschalteten Phase II umfasst.

- (d) Der Umstand, dass eine Aufschlüsselung der Planzahlen auf einzelne Geschäftsbereiche der Renerco AG fehlt, begründet



keinen Hinweis auf eine fehlerhafte Planung der Gesellschaft. Es gab zwar keine durchgängige Berichterstattung – lediglich aus den Umsatzerlösen kann man die Aufwendungen nicht in eine segmentbezogenen G+V-Rechnung zurückführen, was die Abfindungsprüfer anhand des Beispiels der Personalkosten erläuterten. Nachdem bei den Windparks praktisch niemand beschäftigt ist, kann bei der Planung der Windparks im Bestand logisch zwingend auch kein Personalaufwand angesetzt werden. Angesichts dieser vorgegebenen Strukturen kann aus der fehlenden Aufschlüsselung kein Strukturfehler abgeleitet werden, der dazu führen müsste, die Planung dürfe der Ermittlung des Ertragswertes nicht zugrunde gelegt werden.

Die Möglichkeit detailgenauer Angaben im Solarbereich bedeutet keinen Widerspruch hierzu, weil das Solargeschäft in eine eigene Gesellschaft ausgegliedert worden war.

- (2) Die Planung der Umsatzerlöse bedarf keiner Anpassung, weil diese zur Überzeugung des Gerichts plausibel erfolgte.
  - (a) Allein aus dem Umstand, dass der Windpark „La Muela“ in der Vergangenheit einen positiven Wertbeitrag leistete, lassen sich keine Rückschlüsse auf eine fehlende Plausibilität der Planannahmen in Bezug auf den eingeflossenen Wert anderer Beteiligungen an Windparks ziehen. Die Rüge, der Ansatz anderer Windparks zu Buchwerten könne nicht sachgerecht sein, übersieht nämlich, dass für jeden einzelnen Windpark der Ertragswert und nicht der Buchwert angesetzt wurde, worauf die Abfindungsprüfer bei ihrer Anhörung deutlich hingewiesen haben.

Hinsichtlich des Windparks „La Muela“ spielt dessen bilanzielle Erfassung im Jahresabschluss keine Rolle, weil die Ertragskraft von „La Muela“ in die Planung über den Ertragswert eingeflos-



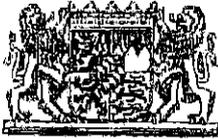
sen ist. Daher durften auch stille Reserven aus diesem Windpark nicht als Sonderwert in die Unternehmensbewertung einfließen, weil dies zu einer unzulässigen Doppelerfassung führen würde. Zudem muss gesehen werden, dass bei einer Erfassung als Sonderwert im nicht betriebsnotwendigen Vermögen eine Veräußerung unterstellt wird, durch die erst die stillen Reserven gehoben würden. Eine Veräußerung von zum betriebsnotwendigen Vermögen zählenden Windparks wie „La Muela“ ist indes mit den Grundsätzen der Ertragswertermittlung nicht vereinbar.

Ebenso wenig bestand Anlass, aufgrund der beim Windpark „La Muela“ gewonnenen Erkenntnisse in jedem Jahr einen Durchschnittswert für neue in die Vollkonsolidierung aufgenommene Beteiligungen anzusetzen. Der besondere Effekt von „La Muela“ beruhte nämlich auf dem Neuerwerb von Anteilen durch die Gesellschaft, was zu einer Aufstockung der Anteile führte. Der Kauf eines Windparks oder von Anteilen daran erfolgt üblicherweise entsprechend marktwirtschaftlicher Grundsätze zum Marktpreis, wobei aber die Abbildung eines Windparks bei der Unternehmensbewertung ohnehin nicht über die Anschaffungskosten, sondern über dessen Ertragskraft erfolgt. Auch deshalb können aus den Erkenntnissen und Aufwertungen infolge des Erwerbs des Zukaufs von Anteilen am Windpark „La Muela“ keine Rückschlüsse auf andere Beteiligungen an Windparks gezogen werden. Zudem ist ganz wesentlich zu berücksichtigen, dass der besondere Effekt hier auf dem Zuerwerb von 30 % der Anteile beruhte, die dann entsprechend mit den Anschaffungskosten bilanziert wurden. Angesichts der Rechnungslegung nach IFRS wurde daraus geschlossen, dass die ursprünglichen Bestände ebenso viel wert waren. Allerdings führt dieser Umstand in der Folgezeit auch zu gegenläufigen Effekten über erhöhte Abschreibungen, die von im Vergleich



zur Ursprungsplanung dann entsprechend angepasst werden musste.

- (b) Die staatliche Förderung erneuerbarer Energien wurde in der Planung hinreichend berücksichtigt. verwies in  
diesem Zusammenhang auf das Kernproblem der Renerco AG, die Produkte am Markt anbietet, für die es letztlich keinen Marktpreis gibt und die auf staatliche Förderungen angewiesen sind. Auf allen Märkten, in denen die Renerco AG ihre Leistungen anbietet, existiert eine hohe Staatsverschuldung, weshalb das politische Wollen in jedem dieser Länder – wenn auch aufgrund unterschiedlicher Gründe – begrenzt ist, weil nicht zwingend alles, was politisch gewollt ist, auch umgesetzt werden kann und ökonomisch sinnvoll ist. In Deutschland muss zudem die Konstruktion über das Gesetz für den Vorrang Erneuerbarer Energien (EEG) beachtet werden, wonach die „Stromsubventionen“ letztlich von den Bürgerinnen und Bürgern als Endverbraucher getragen werden. Angesichts dessen war zum Stichtag der Hauptversammlung eher mit einem gegenläufigen Effekt, jedenfalls aber nicht mit einer zunehmenden staatlichen Förderung zu rechnen.
- (c) Eine Notwendigkeit der Korrektur der Planannahmen der Gesellschaft ergibt sich auch nicht aus der Überlegung insbesondere des Antragstellers zu 1) heraus, die Planannahmen seien unvereinbar mit den Vorgaben der Bundesregierung und der Europäischen Kommission hinsichtlich der für Deutschland zu erwartenden Strommengen aus erneuerbaren Energien im Jahr 2020. Organe der Exekutive eines Staates oder Staatenverbundes wie der Europäischen Union können in ihrem Hoheitsgebiet ansässigen Unternehmen keine zwingenden Vorgaben machen, die Produktion in einem bestimmten Umfang auszu-



weiten und darauf aufbauend ihre Planung entsprechend anzupassen. Dies wäre möglich in Volkswirtschaften, die staatsdirigistisch konstruiert sind, nicht aber in einer sozialen Marktwirtschaft. Die Europäische Kommission benennt zwar eine Zielmarke, die von allen Erzeugern erneuerbarer Energie erreicht werden soll; dies kann aber angesichts der Wirtschaftsstruktur innerhalb der Europäischen Union und insbesondere auch der Bundesrepublik Deutschland keine bindende Kraft für ein konkretes Unternehmen haben. Dies wäre letztlich auch unvereinbar mit den Grundfreiheiten des AEUV, insbesondere der Dienstleistungsfreiheit, die insbesondere auch für Kapitalgesellschaften gilt. Gleichzeitig würde dies einen Verstoß gegen die unternehmerische Freiheit bedeuten, wie sie innerhalb der Bundesrepublik Deutschland durch Art. 2 Abs. 1, Art. 12 Abs. 1 und Art. 14 Abs. 1 GG verfassungsrechtlich abgesichert ist.

- (d) In die Planung ist der am 18.1.2013 bekanntgegebene Verkauf des Windparks „Gunzenhausen“ ebenso korrekt eingeflossen wie die Übernahme eines Windparks in Großbritannien. Die Entwicklung und Veräußerung von Windparkprojekten gehören zu den zentralen Geschäftsbereichen der Gesellschaft. Demgemäß zählt dazu auch die Veräußerung des Windparks „Gunzenhausen“, der nach der Erinnerung des Abfindungsprüfers mit 16 MW und einem geplanten Verkaufspreis von ca. € 25 Mio. in die Planung der Gesellschaft eingeflossen ist.
- (e) Der Anstieg des Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von € 12,5 Mio. im Jahr 2012 auf € 14,5 Mio. kann nicht als zu moderat geplant angesehen werden. Der gerichtlich bestellte Abfindungsprüfer erläuterte diese Entwicklung anhand der typischen Geschäftsfelder der Gesellschaft. Zum einen ist das Erbringen kaufmännischer und technischer Beratungsdienstleis-



tungen zu betrachten, wo die Planung auf dem Vorhandensein von Bestandskunden beruht. Dabei analysierten die Abfindungsprüfer die Verträge mit den Windparks und die Vergütungen der Jahre 2010 und 2011. Das mögliche Hinzukommen neuer Unternehmen floss durch das Fortschreiben mit einer entsprechenden Steigerungsrate in die Planung ein, wobei allerdings außerordentlich hohe Steigerungsraten nicht erkennbar waren. Dieser Bereich wurde durch den Ausbau der eigenen Windparks ergänzt, wobei das Umsatzvolumen insgesamt bei rund € 4 Mio. lag.

Weiterhin entwickelt die Renerco AG im Geschäftsbereich Solar Großprojekte, wobei sie davon ausgeht, dass sich die KWp mehr als verdoppeln werden, was dann auf den Cost plus-Ansatz umgerechnet werden muss. In diesem Bereich benötigt man eine bestimmte Anzahl von Modulen und hat eine bestimmte Marge. Der Ansatz in den unterschiedlichen Abnehmerländern Deutschland, Italien, Frankreich und Spanien erfolgt in Abhängigkeit der Annahme sinkender Modulpreise. Die mengenmäßige Gigawatt-Zahl wurde ansteigend geplant, wobei sinkende Modulpreise zu berücksichtigen waren. Insgesamt geht die Gesellschaft aber von einer Erhöhung des Umsatzes im Bereich Solar von € 55 Mio. auf € 201 Mio. in der Detailplanungsphase bei einer Vervielfachung des EBIT von € 2 auf € 8 Mio. aus. Dabei wurden die sinkenden Modulpreise in der Planung sehr wohl berücksichtigt; ebenso wurde ein erhebliches Steigerungspotenzial in der Planung abgebildet.

- (f) Allein aus dem Umstand, dass der Umsatz in der Detailplanungsphase deutlich stärker wächst als die Jahresüberschüsse, kann ein Rückschluss auf die mangelnde Plausibilität nicht gezogen werden. Das Geschäftsmodell der Renerco AG setzt sich aus unterschiedlichen Geschäftsbereichen zusammen, die un-



terschiedlichen Einflussfaktoren unterliegen. Folglich kann allein aus der Entwicklung der Umsatzerlöse nicht auf die Unangemessenheit und Fehlerhaftigkeit der Planung des Jahresüberschusses geschlossen werden. Dies zeigt sich gerade auch an dem Umstand, dass die Abfindungsprüfer die Margen in ihrem Prüfungsbericht im Vergleich zu denen der Peer Group-Unternehmen dargestellt haben; dabei analysierten sie vor allem auch die Unterschiede, die dazu führen, dass der Ansatz niedrigerer EBIT-Margen insgesamt nicht beanstandet werden kann. Die Renerco AG verfügt über einen im Vergleich zu einer Reihe von Peer Group-Unternehmen höheren Anteil am Geschäft mit der Projektentwicklung von Wind- und Solarparks. In diesem Segment des Projektierungsgeschäfts liegen die EBIT-Margen typischerweise deutlich unter dem Niveau der EBIT-Margen aus der Stromerzeugung mit erneuerbaren Energien. Die EBIT-Margen der Renerco AG – bezogen auf die Umsatzleistung – liegt dabei in jedem Jahr der Detailplanungsphase deutlich über der EBIT-Margen der SAG Solarstrom, die hauptsächlich das Projektentwicklungsgeschäft betreibt. Eine vergleichbare Marge zeigt sich auch anhand einer Auswertung der Konzernabschlüsse nicht börsennotierter Unternehmen, die im Bereich der Projektierung von Wind- und Solarparks tätig sind. Zudem weist der Prüfungsbericht von

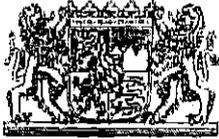
1 auch darauf hin, dass die Bestandwindparks der Renerco AG, die im Bereich der Stromerzeugung durch erneuerbare Energien operativ tätig sind, EBIT-Margen von teils über 40 % erwirtschaften; diese Werte sind dann wiederum durchaus vergleichbar mit den EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen, deren Schwerpunkt im Bereich der Stromerzeugung mit Bestandwindparks und anderen Technologien zur Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien haben. Diese höheren EBIT-Margen der Renerco AG wurden bei der allein



maßgeblichen Betrachtung des Gesamtunternehmens durch niedrigere Margen im Projektierungsgeschäft verwässert.

Bezieht man bei der Entwicklung der EBIT-Marge in Relation zur Gesamtleistung das letzte Jahr der Vergangenheitsanalyse bei der Renerco AG mit ein, so zeigt sich gerade eine deutliche Verbesserung der Marge im Vergleich zur Detailplanungsphase, nachdem diese im Jahr 2011 nur bei 2,6 % lag. Auch bei einem Abstellen auf die EBIT-Marge in Relation zu den Umsatzerlösen zeigt der Vergleich zum Geschäftsjahr 2011, dass der Ansatz von EBIT-Margen von 15,0 %, 9,5 % und 9,1 % in den Jahren 2012 bis 2014 nachvollziehbar ist. Im Geschäftsjahr 2011, das nicht mehr so stark von den Verwerfungen der durch den Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. ausgelösten Finanz- und Wirtschaftskrise und der anschließenden rapiden Aufholbewegung geprägt war, betrug die EBIT-Marge in Relation zu den Umsatzerlösen 9,4 %. Demzufolge kann die Planung nicht als zu pessimistisch und folglich unplausibel beurteilt werden.

- (g) Ein zu pessimistischer Planansatz resultiert nicht aus einer Überbewertung der Risiken im Vergleich zu den Chancen der erneuerbaren Energien. erläuterte im Rahmen seiner Anhörung, die positiven Seiten seien sowohl im Bewertungsgutachten von | als auch im Prüfungsbericht sehr wohl dargestellt worden. Doch dürfe man die damit verbundenen Risiken nicht außer Betracht lassen. Die politische Grundausrichtung einer Verstärkung des Einsatzes erneuerbarer Energien zur Stromerzeugung wurde in der von Wachstum getriebenen Planung sehr wohl abgebildet. Zur Erhellung der nicht zu vernachlässigenden Risiken verwies der Abfindungsprüfer auf die Entwicklung bei Solarproduzenten, von denen innerhalb eines Zeitraums von wenigen Jahren nach einer positi-



ven Grundstimmung zugunsten der Solarenergie viele Insolvenz anmelden mussten. Gerade dieses Beispiel zeigt, dass auch die erneuerbaren Energien mit erheblichen Risiken verbunden sind, obwohl sie von den Entscheidungsträgern in der Politik gefördert und gefordert werden.

- (h) Die Planung der Strommengen erfolgte auf einer hinreichenden Tatsachengrundlage. Die Stromerzeugung als Basis der Umsatzplanung in diesem Bereich beruht auf den von der Renerco AG gehaltenen Beteiligungen an Windparks, die jeweils in eigenständigen Gesellschaften geführt werden, in denen es jeweils auch eine eigenständige Planung gab. Je nach Land und den dort vorzufindenden rechtlichen und tatsächlichen Gegebenheiten gab es ein Preis-/Mengengerüst, wobei von der prognostizierten Windmenge ausgegangen wird. Zur Plausibilisierung dieser Planannahmen stützten sich die Abfindungsprüfer vor allem auch auf Windgutachten, die eine Prognose beinhalten. Daneben zogen sie für Deutschland einen Index heran, bei dem die Höhe der Windmenge pro Jahr erhoben wird. In anderen Ländern wie Italien, in denen die Gesellschaft tätig ist, gibt es einen derartigen Index allerdings nicht. Demgemäß zogen die Prüfer auch Stichproben, um gerade die Nachvollziehbarkeit der MW-Stunden aus den Windgutachten zu verifizieren. Weiterhin zogen sie insgesamt die Vorjahreszahlen heran, um die Nachvollziehbarkeit der Planzahlen für die Zukunft einer Überprüfung zuführen zu können. Insgesamt kamen die Abfindungsprüfer zu dem Ergebnis, dass die zu beobachtende Bandbreite nachvollziehbar war.

Die Einholung weiterer Windgutachten für andere Standorte oder einen Zeitpunkt näher zum Stichtag der Hauptversammlung war zur weiteren Plausibilisierung der Annahmen zur Stromerzeugung nicht angezeigt. Dies ergibt sich bereits aus

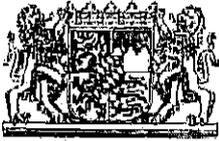


der Überlegung heraus, dass die Prüfer insbesondere auch die Vorjahreszahlen heranzogen, die eine Vergleichbarkeit ermöglichen. Ein weitergehender Erkenntnisgewinn ist angesichts der Besonderheiten von Windgutachten auch dann nicht zu gewinnen, wenn diese zeitlich näher an der Hauptversammlung erhoben worden wären. Die jeweilige Windstärke ist abhängig von einer Vielzahl von Faktoren, die der Mensch letztlich nahezu nicht oder gar nicht beeinflussen kann, nachdem die Windstärke eine Naturgegebenheit ist. Demgemäß ermittelt man über ein Windgutachten keinen Wahrheits-, sondern lediglich einen Wahrscheinlichkeitswert. Auch zeigt die Erfahrung, dass nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Windgutachten von zu hohen Werten ausgehen.

verwies zudem auf die in den letzten Jahren zu beobachtenden Verläufe hin, woraus der Rückschluss gezogen werden muss, dass die Windgutachten von einem zu hohen Ertrag ausgehen – sie sind ein Mittel zur Plausibilisierung des Umfangs der Stromerzeugung, das sich angesichts der zu beobachtenden Verläufe aber auch nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirkt.

- (i) Der Ansatz rückläufiger Margen im Windbereich rechtfertigt nicht den Schluss auf eine fehlende Plausibilität der Planansätze. Die Planung ging beim Projektgeschäft im Windbereich von einem bestimmten Bestand an Projekten aus, wobei die Durchschnittsdauer von der Planung eines Projekts bis zum Verkauf vier Jahre beträgt. Dabei wurde ein durchschnittliches Investitionsvolumen festgelegt, das in den ersten beiden Jahren je 2,5 % und in der anschließenden Bauphase der Windanlagen mit dem Generator 47,5 % p.a. betrug.

Weiterhin ist der Planansatz für Investitionskosten für ein MW mit € 1,5 Mio. zu berücksichtigen, wobei der überwiegende Teil dieses Betrages auf den Generator entfällt. Die Abfindungsprü-



fer erläuterten dabei, dass dieser Wert angesichts des Vergleichs mit der Vergangenheit bei Renerco und der Situation anderer Unternehmen am Markt als durchaus belastbar eingestuft werden konnte. Für die Detailplanungsphase gab es eine Kapazitätsschätzung pro Projekt, wobei sich bezüglich der zu wartenden Umsätze gerade kein einheitliches Bild bei der Marge zeigte; diese war für jeden Windpark unterschiedlich. Die Ursache hierfür liegt in den Windverhältnissen, der Zahl der Windmühlen, den Kosten für zu zahlende Grundstückspacht und die Kabelverlegung für den Stromanschluss. Die Detailplanung ging für 2014 von relativ viel fertig gestellten und verkauften Windprojekten aus. Gerade die Projektierung derartiger Anlagen zieht im Vergleich zu der reinen Stromproduktion niedrigere Margen nach sich, weshalb der Rückgang gerade im Jahr 2014 als plausibel angesehen werden muss, nachdem die Detailplanung für dieses Jahr von relativ viel fertig gestellten und verkauften Windprojekten ausging.

Die Plausibilität der EBIT-Marge zeigt sich auch an einem Vergleich mit der erwarteten EBIT-Marge der Eolos Vind AB., gegen den keine Bedenken bestehen. Auch diese Gesellschaft entwickelt und projiziert Windparks, wobei sie auch einen Teil der Windparks selbst produziert. Die Größenordnung der beiden Gesellschaften lässt sich auch von den Umsatzzahlen her noch vergleichen. Daher können die Werte der Eolos Vind AB durchaus zur Plausibilisierung der Planannahmen hinsichtlich der EBIT-Marge, wie sie die Renerco AG angesetzt hat, herangezogen werden.

- (j) Der Bereich Geothermie wurde in der Planung sachgerecht berücksichtigt, indem die Entwicklung aus den beiden Joint Venture-Projekten mit den angesetzten Planergebnissen hieraus stark steigend eingeflossen ist. So wurde im Jahr 2014 aus die-



sen Projekten ein Wert von € 1,35 Mio. bei der Planung angesetzt.

Soweit der nachgereichte Vortrag des Antragstellers zu 30) unter Berufung auf einen Zeitungsbericht vom 12.4.2012 geltend macht, es müsse die Erschließung eines neuen Geothermie-Projekts in Icking in die Planung einfließen, vermag die Kammer dem nicht zu folgen. Dies würde gegen die Wurzeltheorie verstoßen. 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; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09, S. 20; Beschluss vom 24.5.2013, S. 34; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08, S. 30; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12, S. 74; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Herr Dr. Popp wies auf die Äußerung des Vorstands in der Hauptversammlung hin, neben den beiden als Joint Venture geführten Projekten gebe es keine Planung weiterer Projekte. Vorhandene Rechte für weitere Projekte wurden nach der Aussage des Vorstands veräußert; im Vorstand bestehe zudem keine Neigung, weitere Geothermie-Projekte in das Portfolio der Gesellschaft und damit in die Planung aufzunehmen.

Da für die Ermittlung des Ertragswerts auf den Stichtag der Hauptversammlung abzustellen ist, kann es aus Rechtsgründen auch nicht auf aktuellere Ist-Zahlen ankommen. Daher mussten diese auch nicht erläutert werden.



- (k) Die Tarifdegression im Solarbereich rechtfertigt sich aus der Rechtslage in den einzelnen Ländern. In Deutschland resultiert der Rückgang aus den gesetzgeberischen Vorgaben im EEG. In anderen Ländern, deren Gesetze den Abfindungsprüfern in Übersetzung vorlagen und die sie eingesehen haben, existieren zumindest Obergrenzen. Dabei muss gesehen werden, dass die anders funktionierende Planung zwar von sinkenden Modulpreisen ausgeht, die Marge indes konstant bleibt.
- (l) Die vergleichsweise flache Umsatzplanung steht nicht in Widerspruch zu den Hinweisen im Geschäftsbericht 2011 auf künftige Wachstumsmöglichkeiten der Gesellschaft. Der Geschäftsbericht 2011 schildert die Aktivitäten der Renenco AG im Servicebereich und weist dabei auf gewonnene Mandate hin. Allerdings bedeutet es keinen Widerspruch zu diesen Schilderungen wenn in der Planung ein nicht sehr stark steigendes Wachstum angesetzt wird. Der Abfindungsprüfer Dr. Popp verwies im Termin zur mündlichen Verhandlung darauf, dass technische und kaufmännische Dienstleistungen für solche Projektanlagen auch andere Unternehmen anbieten können und dass das Servicegeschäft sehr wohl wachsend geplant wurde. Gerade auch mit Blick auf die Wettbewerbssituation indes ist es nachvollziehbar, wenn die Steigerungsraten moderat ausfallen.
- (3) Die Aufwandsplanung der Renenco AG stellt sich als plausibel dar.
- (a) Der Ansatz der Personalkosten bedarf keiner Korrektur; deren steigende Tendenz führt nicht zur mangelnden Plausibilität. Die Planung sieht einen Anstieg der Mitarbeiterzahl von Beginn der Detailplanungsphase mit 107 Mitarbeitern auf 152 Mitarbeiter an deren Ende vor. Wenn dann die Zahl der Mitarbeiter mit den durchschnittlichen Gehaltszahlungen unter Beachtung modera-





der Erfassung des Materialaufwands ein Verständnisfehler des Abfindungsprüfers.

- (4) Das Finanzergebnis wurde sachgerecht geplant und muss daher nicht angepasst werden.
- (a) Der Zinssatz des Gesellschafterdarlehens in Phase I wurde mit einem Zuschlag auf den Euribor von 2,5 Prozentpunkten festgelegt, während Habenzinsen mit Zinssätzen zwischen 0,5 % und 1,5 % angesetzt wurden. In der Grobplanungsphase wie auch im Terminal Value kam es nicht zu einem Sprung bei den Sollzinsen. Das Kontokorrentdarlehen wurde in Phase I ebenso wie in der Ewigen Rente mit 3,5 % verzinst.
- (b) Der Anstieg des Finanzergebnisses ist trotz der Vollthesaurierung in Phase I nicht inkonsistent zur Entwicklung des Verschuldungsgrades. Der Abfindungsprüfer erläuterte bei seiner Anhörung, dass es in zwei Jahren – in den Geschäftsjahren 2013 und 2014 – zu einer Vollthesaurierung komme, was seine Ursache in dem geplanten expansiven Wachstum in Phase I vor allem in der benötigten Kapitalzufuhr für den Solarbereich habe. Ohne die Vollthesaurierung wäre die Verschuldung noch stärker gestiegen. | verwies auf die den Prüfern vorliegende Bilanzplanung, die G+V-Rechnung sowie die Kapitalflussrechnung hin. Die Verschuldungsquote der Renereo AG lag zum 31.12.2011 bereits bei deutlich über 100 %. Setzt man den Marktwert des Fremdkapitals mit rund € 230 Mio. in Relation zum Ertragswert von rund € 130 Mio., gelangt man zu einem Verschuldungsgrad in der Größenordnung zwischen 170 und 180 %. Die Gesellschafterdarlehen der Muttergesellschaft waren erforderlich, um den Ertragswert der Gesellschaft zu generieren. Ohne das Geld der Muttergesellschaft wäre der Er-



tragswert deutlich niedriger ausgefallen, weil das dann fehlende Kapital als limitierender Faktor der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft zu berücksichtigen gewesen wäre, auch wenn dann der vergleichsweise hohe Jahresabschluss niedriger wäre.

- (5) In der Planung bestehen keine Ansätze für zu berücksichtigende Synergien. Im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts finden nämlich angesichts der grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergieeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme hätten realisiert werden können durch Geschäfte auch mit anderen Unternehmen (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 420; BayObLG AG 1986, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12, S. 64; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47 f.).

Die Abfindungsprüfer wiesen darauf hin, dass bei der Prüfung eine Berücksichtigung zusätzlicher Produkte aus Erträgen mit der Kooperation innerhalb des Konzernverbundes nicht zu erkennen war. Gegen das Vorhandensein derartiger Effekte spricht auch die anders geartete Struktur der BayWa AG als Konzernobergesellschaft und deren Geschäftstätigkeit im Vergleich zur Renenco AG.

- (6) In der Ewigen Rente müssen keine Anpassungen vorgenommen werden
- (a) Ein fehlerhafter Ansatz resultiert nicht aus dem Ansatz des Jahresüberschusses im Terminal Value und dem Anstieg der Gesamtleistung im Vergleich zur Detailplanungsphase. Der Ansatz eines Wachstums der Mehrzahl der Positionen der G+V-Rechnung mit 1 % in der Grobplanungsphase – ausgenommen die Positionen Materialaufwand, Umsatzerlöse und Bestandsveränderungen – ist nicht zu korrigieren. Die von dieser Wachstumsrate von 1 % ausgenommenen Bereiche befassen sich mit



der Projektplanung, bei der am Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase noch kein eingeschwungener Zustand angenommen werden konnte und die deshalb – vom Abfindungsprüfer als sachgerecht bestätigt – von den Bewertungsgutachtern von [redacted] entsprechend modelliert wurden, wobei die Projektplanungen bis 2018/2019 eingeplant wurden, um dann tatsächlich einen Gleichgewichtszustand modellieren zu können. Der Umstand, dass die mitgeteilten Zahlen beispielsweise bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2015 nicht um 1 % über denen des Jahres 2014 liegen, hat seine Ursache in der durch die eingeschobene Grobplanungsphase veränderte Kapitalbindung mit den daraus folgenden unterschiedlichen Beta-Faktoren. Anstelle einer individuellen Abzinsung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnte das Ergebnis wertgleich in Form einer Annuität berechnet werden. Die im Terminal Value mitgeteilten Zahlen sind das Ergebnis des Ansatzes einer Annuität aus der Grobplanungsphase und der anschließenden tatsächlichen Ewigen Rente. In gleicher Weise wurde bei den Personalkosten vorgegangen.

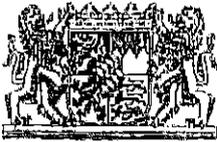
Das Fortschreiben des Aufwands in der Ewigen Rente – unter Berücksichtigung der gerade beschriebenen Ausnahmen – mit einer Wachstumsrate von 1 % entspricht dem Grundgedanken des eingeschwungenen Zustandes. Diese Annahme führt dazu, dass Größen wie Wachstum und Investitionen, aber auch der Aufwand in einem konstanten Verhältnis zueinander stehen. Dann kann aber nicht davon ausgegangen werden, es müsse hier eine Korrektur vorgenommen werden.

- (b) Positive Effekte aus dem relativen Abschmelzen der fixen und sprungfixen Kosten mussten in der Ewigen Rente nicht stärker zum Tragen kommen. Die Wertschöpfung bei der Renerco AG erfolgt in erster Linie über das Know how Ihrer Mitarbeiter, die



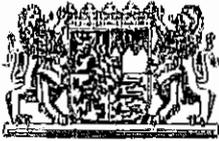
etwas entwickeln. Daher können hier nicht – anders in einem klassischen Industriebetrieb – über Zusatzschichten wesentliche Kapazitätseffekte generiert werden, was in gleicher Weise auch für den Dienstleistungs- und Beratungsbereich gelten muss. Eine Verbindungslinie zwischen dem technischen Know how, das bei den Mitarbeitern der Gesellschaft vorhanden ist und demgemäß entsprechende Innovationen ermöglicht, und Skaleneffekten hin zu sprunghaften Kosten kann angesichts dieser Struktur der Renenco AG nicht gezogen werden.

- (c) Soweit die mangelnde Plausibilität des Rückgangs des Beteiligungsergebnisses in der Ewigen Rente gerügt wurde, vermag dies die Ermittlung der Richtigkeit des Ertragswerts nicht in Frage zu stellen. Der Rückgang beruht auf dem Auslaufen der Beteiligungserträge aus der Beteiligung der Gesellschaft an der italienischen Windparkbetreibergesellschaft CRE Projekt S.r.l. im italienischen Matera. Die Renenco AG ist an dieser Gesellschaft, die seit 2009 den Windpark Rotondella und seit Beginn des Jahres 2010 den Windpark Campomaggiore betreibt, mit 49 % beteiligt. Da planerisch keine Reinvestition in diese beiden Windparks unterstellt wurde, sind ab dem Jahr 2024 keine weiteren Beteiligungserträge zu erwarten, was im Rahmen der rechnerischen Ermittlung der Ewigen Rente für die Jahre 2015 ff. zu einem Rückgang gegenüber dem letzten Jahr der Detailplanungsphase führen muss. Die ab 2024 verbleibenden Beteiligungserträge resultieren im Wesentlichen aus den Beteiligungen an der Süddeutsche Geothermie-Projekte GmbH & Co. KG und der Süddeutsche Geothermie-Projekte Verwaltungs GmbH.
- (d) Aus vorliegenden Angeboten für die Windparks „Gunzenhausen“ und „Everswinkel 1“ lassen sich keine Rückschlüsse auf eine unangemessen niedrige EBIT-Marge in der Ewigen Rente



ziehen. Die Angebote, die sich die Abfindungsprüfer zur Stärkung der Planungssicherheit vorlegen ließen, waren dabei sehr unterschiedlich – so lag das Angebot für den Windpark „Gunzenhausen“ € 3 Mio. unter dem in der Planung angesetzten Wert. Allerdings konnten die Prüfer – offensichtlich wegen vorhandener Betriebsgeheimnisse – auch aus veröffentlichten Abschlüssen anderer Unternehmen keine Rückschlüsse auf die Margen anderer Unternehmen in diesem Bereich ableiten, um auf diese Art und Weise eine noch bessere Basis für die Planungsplausibilisierung erhalten zu können. Sie wiesen bei ihrer Anhörung auf die Schwankungen bei den der Gesellschaft vorliegenden Angebote hin, weshalb daraus kein Rückschluss auf die Angemessenheit oder Unangemessenheit der Ansätze im Terminal Value gezogen werden kann.

- (e) Der Ansatz einer Reinvestitionsrate im Terminal Value und bei den Strom erzeugenden Beteiligungen muss nicht korrigiert werden. Durch ihren Ansatz wird der Notwendigkeit der Substanzerhaltung im Terminal Value Rechnung getragen. Annahmegemäß kann es in der Ewigen Rente nur noch zu Ersatzinvestitionen kommen, nachdem sich das Unternehmen im eingeschwungenen Zustand befindet und daher keine Erweiterungsinvestitionen angesetzt werden (vgl. Peemöller/Kunowski In: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 336; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13). Der vorgenommene Ansatz einer Ableitung aus den Investitionen der Vergangenheit kann nicht beanstandet werden.



(7) Die Annahmen zur Thesaurierungs- und Ausschüttungsquote bedürfen weder in der Detailplanungsphase noch in der Ewigen Rente einer Korrektur.

- (a) Die Ansätze zur Thesaurierung und Ausschüttung der Jahresüberschüsse entspricht dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und kann daher nicht in Frage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12). Die nachvollziehbaren Annahmen des Vorstandes der Gesellschaft sahen für die Jahre 2013 und 2014 eine vollständige Thesaurierung der Jahresüberschüsse vor, weil gerade der Solarbereich für die dort geplanten Investitionen einer erheblichen Kapitalzufuhr bedurfte. Diese unternehmerischen Entscheidungen können vom Gericht nicht korrigiert werden, weil die zugrunde liegenden Erwägungen sachgerecht sind und das Gericht nicht möglicherweise andere ebenfalls nur sachgerechte Erwägungen an die Stelle des für die Planung originär zuständigen Organs einer Aktiengesellschaft setzen kann. Die Vollausschüttung im Jahr 2012 beruhte darauf, dass die Gesellschaft in diesem Jahr liquide Mittel übrig hatte, weshalb sie den Jahresüberschuss in vollem Umfang an ihre Aktionäre ausschütten konnte.

Da die Thesaurierung in vollem Umfang zweckgebunden erfolgte, durfte kein Wertbeitrag aus Thesaurierung erfolgen. Allerdings profitieren die Aktionäre mittelbar von der geplanten Fremdkapitaltilgung durch einen weniger hoch anzusetzenden Risikozuschlag.



- (b) Die Höhe der Thesaurierung mit 50 % in der Ewigen Rente und demgemäß einer Ausschüttungsquote von 50 % bedarf keiner Korrektur. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote bei den Aktiengesellschaften liegt zwischen 40 und 70 %. Die vorliegend vorgesehene Ausschüttungsquote von 50 % liegt innerhalb der Bandbreite, wie sie aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtsbekannt angenommen wird. Angesichts dessen konnte im Terminal Value keine vollständige Thesaurierung der Überschüsse angenommen werden. Anders als in der Detailplanungsphase, in der auf die konkreten Planungen abzustellen ist, die hier von einer vollständigen Thesaurierung ausgegangen sind, ist dieser Ansatz in der Ewigen Rente nicht möglich, weil es keine Planaansätze des Unternehmens mehr gibt.
- (c) Nicht zu beanstanden ist der Umstand, dass vor der Ermittlung der Höhe der Ausschüttung ein hierfür nicht zur Verfügung stehender Betrag als betriebsnotwendige Thesaurierung zur Finanzierung des Wachstums angesetzt wurde. Die im nachhaltigen Ergebnis angenommene Thesaurierung berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der Gewinn- und-Verlust-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch



Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

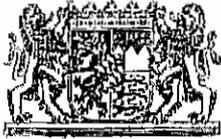
Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlages storniert. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten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

- (d) Die Thesaurierung zum 31.12. eines Planjahres ohne Durchschnittsbildung zum 30.6. muss als sachgerecht bezeichnet



werden. Entscheidend ist dabei, dass dem Aktionär im laufenden Geschäftsjahr nach den Wertungen des Aktiengesetzes keinerlei Überschüsse zufließen. Über die Verwendung des Bilanzgewinns entscheidet aufgrund von § 174 Abs. 1 AktG unter Bindung an den festgestellten Jahresabschluss die Hauptversammlung; dies bedeutet aber, dass über eine Ausschüttung erst im darauffolgenden Geschäftsjahr entschieden wird. Dann aber hat eine Durchschnittsbildung zum 30.6. des laufenden Geschäftsjahres zu unterbleiben, um nicht gegen den Grundgedanken des § 174 AktG zu verstoßen.

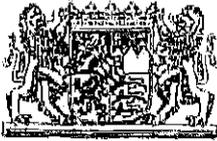
- (e) Der Ansatz einer Steuerquote von 13,1875 % bei der Steuerbelastung thesaurierter Gewinne – mithin des hälftigen Steuersatzes von 25 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag – muss nicht korrigiert werden. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines 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; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; 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 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1319.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

- b. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen. Allerdings kann selbst bei einer Reduzierung des Risikozuschlages nicht davon ausgegangen werden, dass damit ein Wert erreicht wird, der den Wert der Marktkapitalisierung übersteigen würde.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewer-



tung 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 Ansatz eines Basiszinssatzes von 2,25 % vor Steuern muss nicht korrigiert werden, auch wenn von einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Zeitpunkt der Hauptversammlung ausgegangen werden muss.
  - (a) Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zu seiner Ermittlung auf 2,25 % vor Steuern bzw. 1,66 % nach Steuern festzusetzen.

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



he, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski In Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 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.

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. Die Prüfer haben bei ihrer Anhörung ausgeführt, dass sich zum Stichtag der Hauptversammlung – wenn keine Zeitmonate angesetzt werden – ein Basiszinssatz von 2,3744 % vor Steuern entsprechend den Vorgaben der Zinsstrukturkurve ergab. Dieser Wert wurde dann auf 2,25 % abgerundet. Die zulässigerweise vorgenommene Rundung führte zu dem angesetzten niedrigeren Wert im Vergleich zu dem exakt ermittelten Wert; dies wirkt sich folglich nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus.

Dabei ist es auch nicht geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen, die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu



beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativenanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06).

- (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, Be-



schluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14).

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus. (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

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

Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermit-



telt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

(aa) Beim (Tax-)CAPM muss das unternehmensindividuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-) CAPM nimmt dies mittels des sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser ergibt sich als Kovarianz oder Wechselbeziehung zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz des Aktienindex (vgl.



Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 809).

- (bb) Das unternehmenseigene Beta der Renerco AG konnte vorliegend nicht angesetzt werden, auch wenn die Aktien seit dem 26.2.2010 im Freiverkehr der Börse Hamburg-Hannover notiert waren. Die fehlende Maßgeblichkeit beruht auf den nachstehenden Erwägungen.

Gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors spricht bereits der t-Test mit seinen Ergebnissen. Dieser gibt Auskunft darüber, inwieweit die Marktrendite als unabhängige Variable Einfluss auf die Aktienrendite als abhängige Variable hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor – also die Rendite des Aktienindex – wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Beta-Faktor und dessen Standardfaktor berechnet. Auf diese Art und Weise wird mit dem t-Test überprüft, ob der Beta-Faktor statistisch signifikant einen vom vorgegebenen Wert verschiedenen Wert annimmt. Somit kann ermittelt werden, ob aufgrund des ermittelten Stichproben-Beta mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden kann, dass das Beta Null ist (vgl. Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532). Vorliegend war das Ergebnis des T-Tests negativ, so dass es an der Signifikanz fehlt.

Das Bestimmtheitsmaß  $R^2$  als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex wies im Zweijahres-Zeitraum vor dem Bewertungsstichtag einen Wert von nahe 0,0 gegen den CDAX als breitesten Index auf, wie dem Prüfungsbericht von

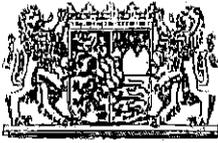
und den Ausführungen des Abfindungsprüfers im



Termin zu entnehmen ist. Daher wird nur ein äußerst geringer Teil des Risikos dieser Aktie durch Marktfaktoren bestimmt. Auch wenn berücksichtigt wird, dass teilweise Bedenken geäußert werden, allein wegen eines niedrigen Bestimmtheitsmaßes das originäre im Einzelfall nicht heranzuziehen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532), musste vorliegend auf eine Peer Group zurückgegriffen werden.

Auch wenn Bedenken bestehen, allein auf das sehr niedrige Bestimmtheitsmaß  $R^2$  oder dem t-Test abzustellen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 523 f.), kann vorliegend das originäre Beta, das als raw Beta vom Abfindungsprüfer in dem Bericht mit levered 0,08 angegeben wurde, nicht herangezogen werden. Entscheidend ist nämlich auf die mangelnde Liquidität der Aktien der Renerco AG abzustellen. Das Bewertungsgutachten weist darauf hin, dass innerhalb der betrachteten Zeiträume nach dem 26.2.2010 an der Börse Hamburg-Hannover nur in sehr eingeschränktem Maße Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat.

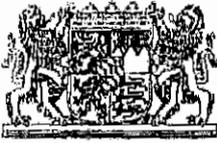
Aus diesen Gründen konnte und musste auf eine Peer Group zurückgegriffen werden, deren Zusammensetzung keinen grundlegenden Bedenken begegnet und die demzufolge im Rahmen des (Tax-)CAPM zugrunde gelegt werden kann. Die von \_\_\_\_\_ sowie vom Abfindungsprüfer herangezogenen Peer Groups unterscheiden sich jedenfalls teilweise in ihrer Zusammensetzung. Doch



haben beide Peer Groups einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,58 ergeben wenn dies über einen fünfjährigen Betrachtungszeitraum mit Monatsintervallen entsprechend dem Ansatz der Bewertungsgutachter erfolgt, oder von 0,59 im arithmetischen Mittel wenn der Beta-Faktor über einen 2-jährigen Betrachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen ermittelt wird.

Der Zusammensetzung der Peer Group kann nicht entgegengehalten werden, sie enthalte eine Vielzahl im Ausland ansässiger Unternehmen. Bei einer internationalen Peer Group muss allerdings dafür Sorge getragen werden, dass die Wertbeziehungen der zur Bestimmung der ausländischen Beta-Faktoren herangezogenen ausländischen Aktienindices möglichst dem deutschen Aktienindex entsprechen. Die Unternehmen sind aber nahezu durchweg in Ländern ansässig, 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.

Da die Finanzierungsstruktur ein wesentliches Element der Risikolage eines Unternehmens darstellt, muss diese gleichfalls berücksichtigt werden. Angesichts dessen kommt es zum Relevieren, bei denen der Beta-Faktor dem Verschuldungsgrad und der Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts angepasst wird. Demgemäß gelangten die Abfindungsprüfer zu anzusetzenden verschuldeten Beta-Faktoren zwischen 1,15 und 1,22 in Phase I sowie 1,11 im Terminal Value.



(cc) Das (Tax-)CAPM geht von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Eine niedrigere Marktrisikoprämie als 5 %, bei der erst eine Erhöhung der Barabfindung überhaupt rechnerisch in Betracht kommen kann, sieht die Kammer allerdings als nicht gerechtfertigt an. Es ist durchaus nachvollziehbar, wenn infolge des gesunkenen Basiszinssatzes zum Teil angenommen wird, dass die Renditeerwartungen jedenfalls nicht in dem gleichen Maße sinken wie der Basiszinssatz. In der Bewertungsliteratur wird angesichts dessen auch wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schleszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.) Da diese These allerdings – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – nicht unumstritten ist, 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. Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, ist ein Ansatz einer Marktrisikoprämie, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, sachgerecht.

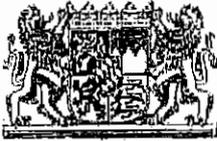
Diesem Ansatz kann namentlich nicht das von einigen Antragstellern zitierte Sachverständigengutachten von Herrn.



aus einem anderen, beim Landgericht Hannover geführten Verfahren entgegengehalten werden. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht in Frage gestellt. Allerdings sieht Herr I 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 auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 26.10.2012, also mehr als dreieinhalb Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes deutlich nach unten bewegt hatte. Herr 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 nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.



- (b) Allerdings vermag die Kammer der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen.
- (aa) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte



für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu

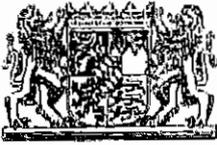


Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

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

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung 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).

- (bb) Vorliegend muss die Kammer den maßgeblichen Risikozuschlag indes nicht abschließend bestimmen. Ein Absinken des Risikozuschlags auf Werte unter 6 % im Jahr 2012, 6,1 % im Jahr 2013, 5,75 % im Jahr 2014 und 5,55 % im Terminal Value erachtet die Kammer angesichts der Positionierung der Gesellschaft am Markt und der Risiken ihres Geschäftsmodells für nicht möglich. Zum einen sind die in die Zukunft gerichteten Risiken der Renerco AG nicht unerheblich, was sich an folgenden Überlegungen zeigt, auf die der gerichtlich bestellte Abfindungsprüfer in seiner ergänzenden Stellungnahme nochmals eingehend hingewiesen hat. Das Projektentwicklungsgeschäft ist ab-



hängig von gesetzlichen Rahmenbedingungen hinsichtlich der Förderung von Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien. Auch wenn bereits bekannte Reduzierungen der Förderung regenerativer Energien in den Ländern, in denen die Gesellschaft tätig ist, im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts berücksichtigt wurden und der verstärkte Einsatz erneuerbarer Energien in Europa auch politisch weiterhin gewollt sein wird, muss die Fortführung des stetigen Ausbautempos angesichts der gleichfalls stetig wachsenden Kosten kritisch hinterfragt werden. Die Branche wurde schon in der Vergangenheit wiederholt von deutlichen Förderkürzungen überrascht. Daher muss es als wesentlicher Unsicherheitsfaktor eingestuft werden, in welcher Höhe vor allem auch nachhaltig eine Förderung erneuerbarer Energien erfolgen wird. Eine nicht auszuschließende Kürzung in wichtigen Ländern würde die Projektrentabilität sowie die Anzahl der von der Renerco AG zu entwickelnden Projekte deutlich negativ beeinflussen; dies stellt ein nicht unwesentliches Risiko dar.

Auch ist die Entwicklung von Standorten ein nicht zu vernachlässigendes Risiko. Es wird bei der Unternehmensplanung die im Zeitablauf konstante Marge je entwickeltem Megawatt bei einem im Vergleich zur Vergangenheit erhöhten Projektvolumen unterstellt. Im Projektentwicklungsgeschäft ist die Gesellschaft auf möglichst gut geeignete Standorte für die zu entwickelnden Anlagen zur Erzeugung von Strom aus Wind- und Solarenergie angewiesen. Allerdings werden mit zunehmender Verbreitung der erneuerbaren Energien derartige Standorte gerade im Windbereich knapper. Zudem muss vor allem in Deutschland auch mit zunehmendem Widerstand gegen die



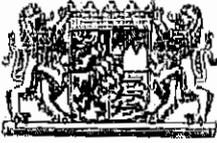
Standorte durch Bürgerinitiativen gerechnet werden – eine Entwicklung, die angesichts der langen Tradition des Widerstands in der Bevölkerung gegen größere Projekte auch im Sinne der Wurzeltheorie Berücksichtigung finden muss. Ebenso ist mit einem sich intensivierenden Wettbewerb um geeignete Standorte zu rechnen, wodurch die entsprechenden Kosten zur Standortnutzung steigen werden. Daraus abgeleitet besteht die Gefahr einer sich verringern den Rentabilität sowie des Rückgangs der Zahl entwickelter Projekte. Diese Gefahr wird allerdings durch einen gegenläufigen Trend zum Repowering bestehender Windparks relativiert, so dass dieser Aspekt nicht zu stark ins Gewicht fällt. In die Jahre gekommene Windkraftanlagen bei bestehenden Windparks werden durch neue, leistungsfähigere Anlagen ersetzt. Allerdings ist diese Entwicklung erst mittel- und langfristig anzusetzen, weil nur eine vergleichsweise geringe Anzahl der Windparks bereits ein Alter erreicht hat, in dem ein Repowering sinnvoll ist. Ein erhebliches Risiko, dass so auch nicht eingeplant werden kann, resultiert aus der Tatsache, dass die Stromproduktion gegenwärtig nach wie vor nicht zu marktgerechten Preisen erfolgen kann. Daher hängt das Geschäftsmodell der Gesellschaft am politischen Willen der verantwortlichen Entscheidungsträger in den einzelnen Ländern und den finanziellen Möglichkeiten der betroffenen Staaten. Dabel ist das Risiko der Verringerung der Profitabilität der Bestand Windparks vor allem in den Staaten Südeuropas nicht von der Hand zu weisen, wo zum Bewertungsstichtag schon über Maßnahmen nachgedacht wird, die sich negativ auf die Profitabilität der Windparks auswirken könnten.



Zwar beruht die Planung der produzierten Strommenge bei der Ermittlung des Ertragswerts auf der Basis von Windgutachten und historischen Erfahrungswerten bei sich über einen längeren Zeitraum ausgleichenden Weterschwankungen und berücksichtigt starke Wetter- und vor allem Klimaschwankungen nicht. Gerade Klimaänderungen bergen allerdings eine negative Entwicklung der Erlöse aus dem Stromerzeugungsgeschäft der Renerco AG.

Ein weiterer ganz wesentlicher Risikofaktor, der dazu führt, dass das Gesamtrisiko der Renerco AG bereits leicht über dem Durchschnitt von Alternativanlagen liegt, ergibt sich aus der Finanzierung der Projektentwicklung sowie der ebenfalls anteilig mit Fremdkapital finanzierten Bestandwindparks im Geschäftsbereich der Stromerzeugung. Die Muttergesellschaft stellt der Renerco AG erhebliche Mittel zur Fremdkapitalfinanzierung zu einem Zinssatz zur Verfügung, der deutlich günstiger ist als der Marktzinssatz. Dies ändert dann allerdings nichts an der Tatsache, dass auch innerhalb eines Konzerns Verbindlichkeiten getilgt werden müssen und eine hohe Verschuldung das Risiko der Gesellschaft auch erhöht. Zudem besteht die nicht auszuschließende Gefahr von künftigen Einschränkungen beim Zugang zum Kapital, weshalb dann wiederum die Zahl der Projekte verringert werden müsste.

Zudem muss die starke Fragmentierung des Marktes für Projektentwickler vor allem in Deutschland als einem der Kernmärkte der Gesellschaft bei der Beurteilung des Gesamtrisikos beachtet werden. Die dabei sowohl im Bereich der Windparks wie der Solaranlagen zu beobachtende zu-



nehmende Wettbewerbsintensität wird nachhaltig das Wachstums- und Ergebnispotenzial der Gesellschaft limitieren.

Weiterhin muss die hohe Verschuldung als ganz wesentliches Element bei der Beurteilung des Gesamtrisikos einbezogen werden. Diese resultiert aus Bankverbindlichkeiten, dem Gesellschafterdarlehen und in kleinerem Umfang zinstragenden Rückstellungen, was einen Verschuldungsgrad von deutlich über 100 % nach sich zieht. Der Marktwert des Fremdkapitals liegt also deutlich über dem des Eigenkapitals. Dies führt zu einem deutlich erhöhten Risiko.

In dieser Marktsituation entspricht der über das (Tax-)CAPM ermittelte, leicht über dem Marktdurchschnitt liegende Risikozuschlag den tatsächlichen Risiken, denen die künftige Geschäftstätigkeit der Renerco AG ausgesetzt ist.

- (3) Eine Erhöhung des mit 1 % sachgerecht angesetzten Wachstumsabschlags ist nicht veranlasst.
  - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlags ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden



weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen. Gerade bei den Möglichkeiten, Kostensteigerungen auf die Abnehmer umzulegen, muss die strukturelle Lage des Marktes gesehen werden, in dem ein starker Wettbewerb um Wind- und Solarstandorte herrscht und in dem es eine hohe Abhängigkeit von gesetzlichen Regelungen gibt. Der politische Wille einer Energiewende weg von fossilen Brennstoffen und der Kernenergie und hin zu erneuerbaren Energien führt nicht dazu, dass ein vermutetes oder erhofftes Marktpotenzial automatisch und zwingend zu überdurchschnittlichen Erfolgen der Gesellschaft führt. Andernfalls hätte es nicht zahlreiche Insolvenz- oder zumindest Sanierungsfälle in der Solarbranche in der jüngsten Zeit vor dem Stichtag der Hauptversammlung gegeben, worauf auch im Prüfungsbericht hingewiesen wurde.



Ein dauerhaftes Wachstum eines einzelnen Unternehmens außerhalb des Wachstums in der gesamten Volkswirtschaft im Rahmen der Ewigen Rente muss zudem als widersprüchlich bezeichnet werden, weil in diesem Fall das Unternehmen unendlich lange stärker als die Volkswirtschaft wachsen würde; dieser Ansatz ist nicht nachvollziehbar (so OLG Frankfurt Der Konzern 2012, 199, 209), wobei auch hier zu berücksichtigen ist, dass die Gesellschaft in einem engen Markt tätig ist. Gegen einen höheren Wachstumsabschlag spricht weiterhin die Überlegung, dass mit diesem Wert von 1 % ein Durchschnittswachstum angesetzt wird und es gerade auch angesichts der geschilderten konjunkturellen Abhängigkeit der Renerco AG sehr wohl denkbar ist, dass in den Jahren der Ewigen Rente es zu niedrigeren Wachstumsraten der Überschüsse oder gar zu Jahresfehlbeträgen kommen kann.

Da in der ewigen Rente von einem eingeschwungenen Zustand eingegangen wird, muss auch die Kapazität steigen, was indes nur über eine Thesaurierung erfolgen kann, weil sich anderenfalls die Struktur von Eigen- und Fremdkapital verändern würde. Ein kapazitätsgetriebenes Wachstum funktioniert indes nicht ohne Thesaurierung. Durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierung entfällt die Quelle für dieses Wachstum, weshalb dann im Wachstumsabschlag ausschließlich preisgetriebenes inflationäres Wachstum zu berücksichtigen ist.

- (b) Selbst wenn dieses inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte, von der zum Stichtag ausgegangen wurde, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf ein dauerhaft real schrumpfendes Unternehmen. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der An-



satz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 55 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 56).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus anderen Verfahren bekannt ist. Dies gilt zunächst für eine Dissertation von [redacted]. 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 [redacted] diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von [redacted] lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.



- (c) Soweit im Rahmen der mündlichen Verhandlung zum Teil geltend gemacht wurde, im Rahmen von Impairment-Tests werde regelmäßig ein Wachstumsabschlag von 3 % angesetzt, was auch im Rahmen eines beim Landgericht Frankfurt am Main anhängigen Spruchverfahrens thematisiert worden sei, vermag dies einen höheren Wachstumsabschlag nicht zu begründen. Dies resultiert aus der unterschiedlichen Funktion eines Impairment-Tests im Vergleich zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung. Ein Impairment-Test hat in erster Linie Bezug zur Bilanzierung und nicht zur Ermittlung künftiger Jahresüberschüsse im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts eines Unternehmens (vgl. LG München I, Beschluss vom 21.06.2013, Az. 5HK O 19183/09).
- c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen floss in nicht zu beanstandender Art und Weise mit einem Wert von € 166.000,-- in die Unternehmensbewertung ein. Nicht betriebsnotwendig sind all die Vermögensgegenstände, die dem Unternehmenszweck in keiner Weise dienen und die daher frei veräußert werden können, ohne dass der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird (vgl. nur Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 52 f.).
- (1) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen resultiert bei der Renerco AG aus der Summe der Werte der im Bewertungsgutachten von ausgewiesenen Gesellschaften, bei denen es sich um Vorratsgesellschaften, die schon begrifflich nicht operativ tätig sind, oder um Komplementär-GmbHs handelt. Bei der Bewertung wurden sie mit dem jeweils höheren Wert von Eigenkapital oder anteiligem Buchwert angesetzt. Bei dieser Bewertung konnten die Abfindungsprüfer keine Anhaltspunkte für eine fehlerhafte Erfassung erkennen. Abgesehen davon ist nicht erkennbar, inwieweit Vorratsgesellschaften oder Komplementär GmbHs zu einem Wert führen könnten, der zu einer signifikanten Erhöhung der Barabfindung führen würde.

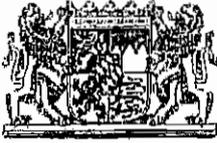


- (2) Weitere Sonderwerte sind bei der Gesellschaft nicht vorhanden.
- (a) Ein Sonderwert für freie Liquidität musste nicht angesetzt werden, weil die liquiden Mittel nicht zur freien Verfügung der Gesellschaft standen. Ausgangspunkt ist dabei der Umstand, dass die Cash-Bestände nicht in der Kasse der Renerco AG, sondern in der Vielzahl von Projektgesellschaften vorgehalten werden. Dies ist die Folge der Finanzierungsstruktur bei der Gesellschaft mit einem Anteil von 80 % Fremdkapital und 20 % Eigenkapital. Da die projektfinanzierenden Banken verlangen, dass die Zins- und Tilgungsraten des nächsten Jahres in Cash vorgehalten werden, kommt der Ansatz eines entsprechenden Sonderwerts nicht in Betracht.
- (b) Die von der Renerco AG gehaltenen Beteiligungen an Les Eoliennes, Everswinkel und Namborn konnten nicht als Sonderwerte in den Unternehmenswert der Gesellschaft einfließen. Diese drei Gesellschaften werden nämlich mit ihren Erträgen im Bestand geplant. Sie sind operativ tätig, weshalb die von ihnen erwirtschafteten Erträge über den Ansatz des Ertragswerts in den Unternehmenswert einfließen. Eine nochmalige Berücksichtigung würde zu einer unzulässigen Doppelerfassung führen.
- (c) In gleicher Weise käme es zu einer (unzulässigen) Doppelerfassung der Vorsteuerforderungen bei einem Ausweis als Sonderwert. Diese wurden bilanztechnisch aktiviert. Durch die Berücksichtigung auf der Aktivseite in der Bilanzplanung floss die entsprechende Forderung in die Unternehmensplanung ein. Deshalb kam ein Ansatz als Sonderwert nicht in Betracht.



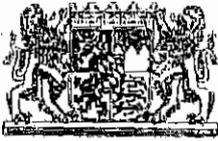
- (d) Auch stille Reserven beim Umspannwerk Klein-Bünsdorf, die aufgrund von in der Vergangenheit erfolgten Abschreibungen vorhanden sein sollen, können nicht als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einbezogen werden. Das Umspannwerk war mit einem EBIT von ca. € 40.000,-- in die Planung des operativen Geschäfts einbezogen worden, weshalb sich ein Ansatz als Sonderwert beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen verbietet. Auch bewertungstechnisch ist dies nicht möglich. Stille Reserven werden nur bei einer Veräußerung gehoben. Wenn das Umspannwerk Klein-Bünsdorf aber in der Planung des operativen Geschäfts berücksichtigt wird, kann es begrifflich nicht zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehören, nachdem sich dann eine Veräußerung des Umspannwerks zum Stichtag verbietet.
- (e) Ein Sonderwert in Form der Marke „Renerco“ konnte und durfte nicht in die Bewertung einfließen. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. LG München I, Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Bei einer Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes an den geänderten Risikozuschlag mit Werten von 6,0 %, 6,1 % und 5,75 % in den Jahren der Detailplanungsphase sowie von 5,55 % in der Ewigen Rente ergibt sich ein Unterneh-



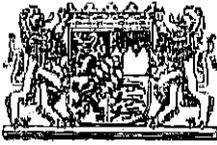
menswert von rund € 196,848 Mio. oder € 4,12 je Aktie. Dieser Betrag liegt allerdings lediglich um rund 1,73 % höher als die von der Hauptversammlung beschlossene Barabfindung von € 4,05 je Aktie, weshalb eine Anpassung nicht erfolgen kann. Die Ermittlung eines Unternehmenswerts beruht gemäß § 287 Abs. 2 ZPO auf einer Schätzung. Dabei ist es nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts der Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeiten vom Gericht nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (in diese Richtung: OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puszkajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Bei einer Abweichung von knapp 1,75 % kann folglich die von der Hauptversammlung beschlossene Barabfindung nicht als unangemessen angesehen werden.

2. Eine Korrektur der Barabfindung kann auch aus anderen Gründen nicht stattfinden.
  - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs; über ihn ergibt sich keine höhere Barabfindung als € 4,05 je Aktie, wobei es nicht entscheidend darauf ankommen kann, inwieweit angesichts der Notiz der Aktien der Renenco AG im Freiverkehr die besonderen Anforderungen an die Relevanz des Börsenkurses erfüllt sind (vgl. hierzu OLG München NZG 2014, 1230 f. = AG 2014, 714 f. = WM 2014, 2373, 2374 f. = Der Konzern 2015, 42, 43 f.).
    - (1) Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der



nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der qualitativen 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, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 5 und § 305 Rdn. 24 c; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., §



305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 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.

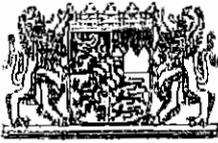
Die Drei-Monats-Frist endete somit am 25.6.2012, als das Squeeze-out-Verlangen der Antragsgegnerin den Kapitalmärkten bekannt gemacht wurde. Da die Hauptversammlung am 26.10.2012 stattfand, also fast auf den Tag genau vier Monate nach dem Ende des Referenzzeitraums, kann auch ein längerer Zeitraum, der eine Hochrechnung des Börsenkurses erforderlich machen würde, nicht angenommen werden (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitraum von fast exakt vier Monaten im üblichen Rahmen dessen, was realistischere – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Ze-  
eck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).



Die von den Bewertungsgutachtern und den Abfindungsprüfern ermittelten Kurse lagen – je nach Quelle und Berechnung – bei € 3,18 oder € 3,19 und folglich deutlich unter der von der Hauptversammlung beschlossenen Barabfindung von € 4,05 je Aktie.

- b. Über den Ansatz des Liquidationswerts lässt sich eine höhere Barabfindung gleichfalls nicht rechtfertigen.

Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 761). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764), 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; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.



Vorliegend erwirtschaftete die Renenco AG in den Jahren der Vergangenheitsanalyse Überschüsse. Demgemäß ging die Planung auch 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.

- c. Aus möglicherweise über dem Abfindungsbetrag liegenden Preisen für Vorerwerbe ergibt sich gleichfalls kein Anspruch auf eine höhere Abfindung. Vorerwerbspreise sind für die Angemessenheit der Barabfindung ohne Bedeutung. Soweit teilweise in der Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in : Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom



Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 48 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 57 f.; Vetter AG 1999, 569, 572).

- d. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über die Zustimmung zu einem Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. allgemein BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist



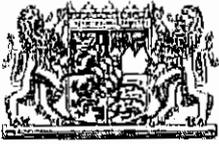
(vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13).

- e. Dies lässt sich nicht aus der Erwägung ableiten, die Barabfindung müsse auch die den Aktionären entstandenen Kosten für die Alternativenanlagen erfassen. Eine Berücksichtigung dieser Kosten steht im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben aus § 327 b Abs. 1 AktG. Bei diesen Aufwendungen, die einem Aktionär erwachsen, handelt es sich nämlich nicht um die Verhältnisse der Gesellschaft. Daher sind sie nicht berücksichtigungsfähig.
3. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten. Dabei musste weder das Gutachten eines gerichtlich bestellten Sachverständigen eingeholt werden noch waren Anordnungen nach § 7 Abs. 7 SpruchG zu treffen.
    - a. Die Einholung eines weiteren vom Gericht beauftragten Sachverständigen war nicht angezeigt.
      - (1) Dies wird namentlich nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert. 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 §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Ver-



weisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; 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).

Die Kammer hat keine Zweifel an der Richtigkeit der Ausführungen der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer und . Diese haben bei ihrer Anhörung überzeugend dargelegt, warum die von ihnen angesetzten Werte zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Renerco AG namentlich bei der Planung plausibel sind. An ihrer Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel. Sie haben sich insbesondere im Rahmen ihrer Anhörung eingehend und ausführlich mit den von den Antragstellern vorgebrachten Rügen gegen die Angemessenheit der Barabfindung und deren Argumentation auseinandergesetzt. Ebenso haben sich die Abfindungsprüfer in der allen Beteiligten zur Verfügung gestellten ergänzenden Stellungnahme eingehend mit den noch offenen Fragen zur Vergangenheitsanalyse und zum Beteiligungsergebnis auseinandergesetzt. Die Abfindungsprüfer haben vor allem auch nicht uneingeschränkt die Ansätze aus dem Bewertungsgutachtens von übernommen, sondern diesen Überlegungen andere Ansätze gegenübergestellt und dann die Ergebnisse miteinander abgeglichen. Dies zeigt sich beispielsweise an den Ausführungen zur Zusammensetzung der Peer



Group, bei der die Abfindungsprüfer andere Gesellschaften einbezogen haben.

Alleine aus der erforderlich gewordenen Anpassung des Ertragswerts während der Hauptversammlung kann nicht auf die mangelnde Eignung der Abfindungsprüfer von mit der Folge der Unverwertbarkeit ihrer Erwägungen geschlossen werden, nachdem sie ihre ursprüngliche Einschätzung der Bewertung angesichts des zum Bewertungsstichtag am 26.10.2013 zu 100 % im Eigentum der Renerco AG stehenden Windparks Kamionka korrigiert hatten. Gerade die Bereitschaft zur Korrektur zeigt, dass die Prüfer für bessere Erkenntnisse offen sind.

- (2) Der Verwertbarkeit der Ausführungen der Abfindungsprüfer lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbericht entspreche nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die §§ 327 c Abs. 2, 293 e Abs. 1 AktG an ihn stellen. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die auf Ausführungen in dem Prüfungsbericht abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde.



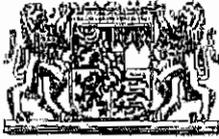
Demzufolge aber bestand kein weiterer Aufklärungsbedarf, weshalb auf die mündliche Anhörung des Abfindungsprüfers einschließlich der auf § 7 Abs. 6 SpruchG beruhenden ergänzenden schriftlichen Stellungnahme des Abfindungsprüfers zurückgegriffen werden kann (vgl. OLG München AG 2014, 753, 754) und ein Gutachten eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht einzuholen war.

- b. Der teilweise beantragten Anordnung auf Vorlage der Unterlagen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren, sowie der Arbeitsunterlagen der Wirtschaftsprüfer und weiterer Unterlagen musste nicht entsprochen werden, weil die Voraussetzungen des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind.

- (1) 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; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12). 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.



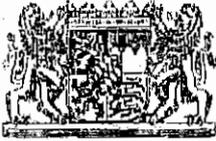
- (2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie der Abfindungsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – 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 in Verbindung mit § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen – wie oben unter B, II. 3. a. (2) ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung mög-



lich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; 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 dürfen allerdings – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

- (3) Die Grundlagen zur Berechnung der Ewigen Rente musste seitens der Abfindungsprüfer gleichfalls nicht vorgelegt werden. Das Gericht hat keinen Zweifel daran, dass die Berechnung der barwertäquivalenten Annuität aus Grobplanungsphase und Terminal Value zutreffend erfolgte. Eine Vorlageanordnung aufgrund von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG konnte daher unterbleiben.
- (4) Es besteht kein aus § 7 Abs. 1 Satz 1 herleitbarer Anspruch auf Benennung der Vorerwerbspreise, zu denen die Antragsgegnerin die letzten Aktien vor dem Squeeze out gekauft hatte. Da es – wie gezeigt – an der Entscheidungserheblichkeit dieses Umstandes für die Angemessenheit der Barabfindung im Sinne von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG fehlt, kann auch kein Anspruch auf Benennung dieser Preise bestehen.

Angesichts dessen waren die Anträge auf Erhöhung der Barabfindung zurückzuweisen.

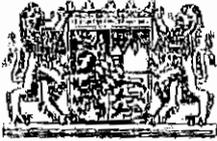


## II.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 SpruchG durch das Zweite Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl. I S. 2586 eingeleitet wurde.

Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG a.F. nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG a.F. ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung der Abfindungsprüfer nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Parametern der Unternehmensbewertung brachte.

- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. Anwendung; 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. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen wurde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit. Angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung und Beweisaufnahme mit einem nochmals gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des Prüfungsberichts kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage. Nur in ei-



nem solchen Fall kann die Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12, S. 116).

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

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

### **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.

Vorsitzender Richter  
am Landgericht

Handelsrichterin

Handelsrichterin



Für die Richtigkeit der Abschrift - Ablichtung  
München, den 9. März 2015  
Der Urkundsbeamte der  
Geschäftsstelle des Landgerichts München I  
RJ  
Justizsekretär