

Landgericht München I

Az. 5 HK O 18685/11

Verkündet am 28.6.2013

Urkundsbeamter der Geschäftsstelle



In dem Spruchverfahren

wegen Barabfindung

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht , Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 13.12.2012 am 28.6.2013 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der A. Moksel AG zu leistende angemessene Barabfindung wird auf € 7,92 je auf den Inhaber lau-
tende nennwertlose Stückaktie festgesetzt. Der Betrag ist vom 19.8.2011 an un-
ter Berücksichtigung geleisteter Zahlungen mit 5 Prozentpunkten über dem je-
weiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außer-
gerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert des Verfahrens erster Instanz sowie der Wert für die von der
Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst am Verfahren
beteiligten ehemaligen Aktionäre zu erstattenden Kosten wird auf € 956.047,64
festgesetzt.

Gründe:

A.

1. a. Die ordentliche Hauptversammlung der A. Moxsel AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) fasste am 1.7.2011 auf Verlangen der Antragsgegnerin den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 7,34 je Stückaktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen, nachdem diese direkt und indirekt 31.983.796 der insgesamt 33.632.154 Aktien der Gesellschaft hielt. 15 Mio. dieser Aktien waren börsennotiert und wurden am regulierten Markt an den Börsen Berlin, Frankfurt am Main, München und Düsseldorf sowie im Freiverkehr an der Börse Stuttgart gehandelt. Die erste öffentliche Bekanntmachung dieser Absicht eines Squeeze out erfolgte am 1.2.2011.

Der Unternehmensgegenstand der über ein Grundkapital von € 85.979.691,09 verfügenden Gesellschaft besteht ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 der Satzung im Betrieb von Großschlächtereien in eigenen und fremden Schlachthöfen, dem Handel mit Vieh und Fleisch sowie anderen Nahrungsmitteln und landwirtschaftlichen Produkten sowie in der Herstellung und dem Vertrieb von Fleischwaren aller Art und anderer Nahrungsmittel. Nach § 2 Abs. 2 ihrer Satzung kann die Gesellschaft andere Unternehmen erwerben, sich an solchen beteiligen, Zweigniederlassungen und Zweigbetriebe im In- und Ausland errichten sowie alle Geschäfte betreiben, die geeignet sind, den Gegenstand des Unternehmens mittelbar oder unmittelbar zu dienen.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 1.7.2011 erstellte die Antragsgegnerin den auf § 327 c Abs. 2 Satz 1 AktG gestützten Bericht und ermittelte

dabei mit Unterstützung der

einen Unter-

nehmenswert in Höhe von € 235,3388 Mio., was einem Wert von € 7,- je Aktie entsprach. Der für einen Drei-Monats-Zeitraum vor dem 1.2.2011 berechnete durchschnittliche Börsenkurs betrug entsprechend den Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht € 7,34 je Aktie. Der Ermittlung des Ertragswertes lagen Planungsrechnungen für die Jahre 2011 bis 2013 zugrunde, die von gutachterlich um zwei Detailplanungsjahre bis 2015 fortentwickelt und um ein nachhaltiges Ergebnis ab den Jahren 2016 ff. ergänzt wurden. Bei der darauf basierenden Ermittlung des Ertragswertes wurde in der Planungsphase I ein Basiszinssatz von 3,75 % vor Steuern und ein nach dem (Tax-)CAPM ermittelter Risikozuschlag nach Steuern angesetzt, wobei dieser unter Berücksichtigung des Verschuldensgrades von 3,14% im Jahr 2011 über 3,06 %, 3,01 % und 2,99 % auf 2,97 % im Jahr 2015 fiel. Dabei ging das Bewertungsgutachten von einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern aus. In der Ewigen Rente setzte das Bewertungsgutachten einen Risikozuschlag von 2,98 % an. Unter Abzug eines Wachstumsabschlages von 1 % lag der Kapitalisierungszinssatz in der Ewigen Rente bei 4,74 %. Unter Berücksichtigung der Sonderwerte von € 6,8281 Mio. gelangte das Bewertungsgutachten von somit zu einem Unternehmenswert von € 235,3388 Mio. Die vom Landgericht München I bestellten Abfindungsprüfer,

; gelangten in ihrem Prüfungsbericht vom 3.5.2011 zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf das von der Antragsgegnerin mit Schriftsatz vom 27.9.2011 (Blatt 25 d. A.) übermittelte Bewertungsgutachten von

vom 26.4.2011 sowie den Bericht über die Prüfung vom 3.5.2011 in vollem Umfang Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 9.8.2011 in das Handelsregister eingetragen. Am 19.8.2011 erfolgte die Bekanntmachung dieser Eintragung im gemeinsamen Registerportal der Länder.
-
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 21.11.2011 zumindest per Telefax eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die festgesetzte Barabfindung von € 7,34 je Stückaktie sei zu niedrig und daher unangemessen.
 - a. Die Umsatzplanung stelle sich als zu pessimistisch und folglich unplausibel dar, weil die A. Moksel AG von einem internationalen Trend zu erhöhtem Fleischkonsum in Schwellenländern profitiere und die stetig wachsende Weltbevölkerung nicht eingepreist werde, zumal die BSE-Krise mit ihren negativen Auswirkungen auf den Fleischkonsum überwunden sei. Die Prognosen internationaler Organisationen wie der FAO und OECD für einen starken Anstieg des Fleischverbrauchs seien gleichfalls nicht hinreichend in die Planung eingeflossen. Auch hätte der in dem geschlossenen Teilbetrieb Hilden erwirtschaftete Umsatz und Ertrag von anderen Betriebsstätten übernommen werden können, nachdem die Zerlegung von Schweinen auch an anderer Stelle denkbar sei. Dasselbe müsse auch angesichts der Schließung der Sonac Hides GmbH gelten. Angesichts der Freisetzung von Fixkosten als Folge der Betriebsschließung könne die Planung rückläufiger Erträge bei gleichzeitigem Anstieg der betrieblichen Aufwendungen nicht als plausibel bezeichnet werden; üblicherweise steige der Umfang der Fixkosten nicht stärker als der Umsatz. Da der Anstieg der Preise für Lebensmittel über der Inflationsrate liege, hätte dieser Umstand zusammen mit den positiven Wirtschaftsprognosen stärker berücksichtigt werden müssen. Die für die Jahre 2012 bis 2015 geplanten Umsatzrückgänge könne man nicht in Einklang bringen mit dem starken Preisanstieg im vierten Quartal des Jahres 2010; auch sonst stehe die Planung nicht in Einklang mit der Vergangenheitsanalyse. Der Rückgang

des Umsatzes im Bereich „Fresh meat“ und die Stagnation beim Segment „Convenience“ stehe in Widerspruch zur Marktentwicklung und vor allem auch zu dem in einer Eigenprognose als wachstumsstark bezeichneten Bereich „Convenience“. Beim Rindfleisch hätte sich die Angebotsverknappung am heimischen Markt positiv auf Umsatz und Ertrag auswirken müssen. Ebenso führe bei einer Konzentration auf Margen ein Umsatzanstieg zu einem höheren EBIT. Der Hinweis auf das geänderte Einkaufsverhalten eines Großkunden bedeute einen Verstoß gegen den Grundsatz einer Planung stand alone. Unplausibel sei die Planung auch wegen des Fallens der Nettoumsatzerlöse des Segments „Fresh meat“ unter den Wert von 2010 angesichts einer ausgeweiteten Produktion und weiterer Expansion. Ebenso müssten Oligopole und der Ausbau der Marktanteile im Jahr 2010 stärker in die Planung einfließen. Der Anstieg von Transportkosten könne kein hinreichender Grund für den Rückgang der Nettoumsatzerlöse sein. Die Planung sehe die Zukunftsaussichten am Rindfleischmarkt unangemessen negativ. Während bei Schweinefleisch die Gesellschaft nicht nachvollziehbar schlechter wachsen solle als die Antragsgegnerin.

Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse vorgenommenen Bereinigungen hätten ausschließlich negative Auswirkungen für die Aktionäre nach sich gezogen, die zudem für 2010 nicht ausschließlich mit dem Schlachtbereich der hätte begründet werden können. Die Zahlung eines Betrags von € 6,4 Mio. im Jahr 2010 für Lobbyarbeit an einer der Antragsgegnerin verbundene Gesellschaft stelle sich als überteuert zum Nachteil der Aktionäre dar. Die Vergangenheitsanalyse der Jahre 2008 bis 2010 ziehe eine Überbetonung des Krisenjahres 2009 nach sich.

Angesichts des Fehlens einer konsolidierten Finanzplanung und der von fortentwickelten vorläufigen Konzernplanung zum 31.12.2010 seien Doppelbuchungen möglich oder die Erfassung von Erträgen unterblieben. Aus der Teilnahme der Gesellschaft am Programm des Forderungsverkaufs wie bisher lasse sich ein positiverer Effekt auf das Zinsergebnis ableiten. Zudem könne eine eklatante Überbewertung

der Sacheinlage in die Rauch GmbH im Geschäftsjahr 2005 einen Anspruch der Gesellschaft begründen. Ebenso hätte der Wert eines Verkaufs von Tatiara in der Planung berücksichtigt werden müssen mit Beträgen zwischen € 0,-- und € 1,3 Mio. als Folge der Anpassung des Working Capital.

Das Absinken des Beteiligungsergebnisses der Gesellschaft von € 216.000,-- im Geschäftsjahr 2008 auf nur mehr € 53.000,-- sei gleichfalls nicht nachvollziehbar. Die Investitionsplanung bzw. die Ansätze der Abschreibungs-/Reinvestitionsrate stelle sich als völlig überholt dar.

In der Zwischenplanungsphase der Jahre 2014 bis 2015 müsse ein stärkeres Wachstum als 2 % angesichts der Entwicklung der Vorjahre angesetzt werden. Die Höhe des Anstiegs nach dem Wegfall des Besserscheines erschließe sich nicht.

Das unter dem Ergebnis des Vorjahres liegende Ergebnis der Ewigen Rente sei unplausibel. Der Ansatz einer Thesaurierung wegen nachhaltigen Bilanzwachstums lasse sich wegen der damit verbundenen Stornierung der Effekte des Wachstumsabschlags nicht rechtfertigen. Auch bedürfe das im Wachstumsabschlag enthaltene organische Wachstum keiner Unterlegung mit Eigenkapital. Die Ausschüttungen hätten aus dem steuerfreien Einlagenkonto erfolgen müssen, was angesichts der Größe sämtliche Steuerabzüge in Frage stelle.

- b. Der Kapitalisierungszinssatz müsse abgesenkt werden. Dies resultiere bereits aus dem überhöhten Ansatz eines Basiszinssatzes von 3,75 % vor Steuern, weil angesichts der zunehmenden Verschuldung der Bundesrepublik Deutschland mit der Übernahme von Risiken aus dem Euro-Raum langfristige Anleihen der öffentlichen Hand nicht mehr sicher seien, was sich auch an der Existenz von Credit Default Swaps als Versicherung gegen Darlehensausfälle der öffentlichen Hand zeige. Zudem dürfe nur der aktuelle, deutliche niedrigere Zinssatz langlaufender Bundesanleihen zu-

grunde gelegt werden. Der Ansatz eines Risikozuschlages entsprechend dem (Tax-)CAPM mit einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern müsse als deutlich überhöht bezeichnet werden. Das arithmetische Mittel mit einem jährlichen Anlagezeitraum müsse durch den Ansatz des geometrischen Mittels ersetzt werden. Anstelle der ohnehin nicht nachvollziehbar zusammengesetzten und folglich ungeeigneten Peer Group hätte das unternehmenseigene Beta angesetzt werden müssen. Der Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente müsse angesichts des guten zweiten Standbeins „Convenience“ mit guten Margen und auch angesichts zu erwartender höherer Inflationsraten deutlich über den Wert von 1% angeho- ben werden.

- c. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen hätten die Verlustvorträge stärker berücksichtigt werden müssen. Ebenso hätte zumindest ein Teil der vorhandenen Liquidität von über € 90 Mio. als nicht betriebsnotwendig eingestuft werden müssen. Die Überprüfung der Ansätze der Beteiligungen bleibe unklar. Notwendig wäre auch der Ansatz eines Sonderwertes für die Marke „Moksel“ gewesen.
 - d. Die Ermittlung des Börsenkurses beruhe auf einem falschen Ansatz; angesichts der Stichtagsbezogenheit der Angemessenheitsprüfung müsse auf den € 7,70 betragenden Kurs vom Tag der Hauptversammlung abge- stellt werden. Unzulässigerweise sei die Ermittlung des Substanzwerts un- terblieben.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung, weil der anhand des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses ermittelte Abfindungsbetrag angemessen sei.
- a. Die Planannahmen seien aufgrund der Ausführungen in dem Bewertungs- gutachten wie auch im Prüfungsbericht plausibel; eine darüber hinaus ge- hende Prüfung dürfe im Spruchverfahren nicht erfolgen. Die von den Be-

wertungsgutachtern gewählte Vorgehensweise beim Besserungsschein wirke sich werterhöhend aus, während ein völliges Ausblenden nicht sachgerecht gewesen wäre. Die Reinvestitionsrate sei angesichts des eingeschwungenen Zustandes mit nur Substanz erhaltenden Investitionen als zutreffend zu bezeichnen. Das Fehlen von Ausschüttungen in der Vergangenheit und in der Detailplanungsphase schließe es nicht aus, in der Ewigen Rente Ausschüttungen vorzusehen; eine 100 %-ige Thesaurierung entspreche nicht der allgemein beobachtbaren Realität. Die Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente orientiere sich am Ausschüttungsverhalten anderer Unternehmen. Schadensersatzansprüche seien nicht erkennbar und das Spruchverfahren ohnehin nicht der richtige Ort für die Überprüfung ihrer Berechtigung.

- b. Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe keiner Korrektur. Der Basiszinssatz sei zutreffend anhand der Zinsstrukturkurve ermittelt und zulässigerweise gerundet worden, zumal der ungerundete Basiszinssatz vorliegend höher gelegen habe. Die Existenz von Credit Default Swaps rechtfertige bei Staatsanleihen höchster Bonität keinen Abschlag auf den Basiszinssatz. Ein Risikozuschlag müsse angesichts des größeren Risikos einer Investition in ein Unternehmen angesetzt werden. Die Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern entsprechend dem mit empirischen Daten arbeitenden (Tax-) CAPM sei zutreffend ermittelt worden, was auch für die Peer Group gelte. Das unternehmenseigene Beta scheide wegen der Unmöglichkeit der Ermittlung eines statistisch validen Wertes aus. Der unterhalb der Inflationsrate liegende Wachstumsabschlag bedürfe gleichfalls keiner Korrektur, weil sich aus empirischen Unterlagen ein Anstieg der Gewinne lediglich in Höhe von rund 45 % im Vergleich zur Inflation ergebe. Aufgrund des thesaurierungsbedingten Wachstums komme es zu einer Verzerrung, nachdem thesaurierte Gewinne Ergebnisbeiträge generieren würden. Die Sonderwerte seien zutreffend ermittelt worden. Der Börsenkurs sei entsprechend dem gewichteten Durchschnittskurs der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit dem maßgeblichen Referenzzeitraum

angesichts dessen komme eine Neubewertung der A. Moksel AG nicht in Betracht.

Abgesehen davon seien die Anträge der Antragstellerin zu 26) wegen fehlender Beteiligungsfähigkeit und des Antragstellers zu 30) wegen unzureichender Begründung bereits unzulässig.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 27.2.2012 (Bl. 81 d.A.) Herrn Rechtsanwalt _____ zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 82 d.A.) hat der Vorsitzende der Kammer die Bekanntmachung der Bestellung zum gemeinsamen Vertreter im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt neben zu pessimistischen Planannahmen vor allem den Ansatz einer Ausschüttungsquote von 45 % sowie die fehlende Berücksichtigung des steuerlichen Einlagenkontos.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 13.12.2012 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer, _____, angehört. Ferner hat das Gericht die Abfindungsprüfer mit Beschluss vom 13.12.2012 (Bl. 185 d.A.) gebeten, einige Sonderfragen aus der mündlichen Verhandlung schriftlich zu erläutern. Weiterhin hat der Vorsitzende die Abfindungsprüfer gebeten, hinsichtlich des Ertragswerts der Gesellschaft Alternativberechnungen mit Marktrisikoprämien von 4,25 %, 4 % und 3,75 % durchzuführen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 13.12.2012 (Bl. 163/185 d.A.), die ergänzende schriftliche Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 27.2.2013 (Bl. 192/208 d.A.) sowie die per E-Mail übermittelte und sodann ausgedruckte Alternativberechnung von _____ (Bl. 211 und 216 d.A.), die jeweils mit

Verfügung des Vorsitzenden vom 11.6.2013 und vom 19.6.2013 (Bl. 212/215 und Bl. 219/223 d.A.) allen Verfahrensbeteiligten übermittelt worden ist.

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 23.12.2012 (Bl. 163/185 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer (höheren) angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet. Als angemessene Barabfindung ist ein Betrag von € 7,92 je Stückaktie festzusetzen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Die Antragstellerin zu 26) ist beteiligtenfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 1 FamFG als juristische Person. Nach dem aufgrund ihres Verwaltungssitzes maßgeblichen Recht des Großherzogtums Luxemburg muss die Beteiligtenfähigkeit bejaht werden. Aus den in einem anderen Verfahren vor der 5. Kammer für Handelssachen vorgelegten Unterlagen, ergibt sich, dass es sich bei der Antragstellerin zu 26) um eine Publikumssondervermögen zur Verwaltung von Wertpapieren und sonstigen Vermögenswerten im Sinne des § 2 Abs. 1 InvG handelt, weshalb dieser Umstand als gerichtsbekannt vorzusetzen ist. Dieses Publikumssondervermögen ist rechtsfähig.

Abgesehen davon sind in jedem Fall §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG anzuwenden, aus denen die Beteiligtenfähigkeit abzuleiten ist. Die Antragstellerin zu 26) ist nämlich eine Vereinigung, der ein Recht zustehen kann. Dies ergibt sich namentlich aus der von ihr vorgelegten Bescheinigung, aus der ohne jeden Zweifel hervorgeht, dass sie über einen nicht unerheblichen Bestand von Aktien verfügte. Dann aber ist sie Trägerin von Rechten und Pflichten und muss auch aus diesem Grund als beteiligtenfähig angesehen werden.

2. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out in das Handelsregister Aktionäre der A. Moksel AG waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Sachvortrag der Antragsteller – mit Ausnahme des entsprechenden Vortrags der Antragstellerin zu 26) – nicht bestritten, weshalb er aufgrund der Regelung in §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt. Aus der von der Antragstellerin vorgelegten Bescheinigung der DZ Privatbank S.A. ergibt sich zur Überzeugung der Kammer, dass die Antragstellerin zu 26) am 9.8.2011 und damit im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister Aktionärin der A. Moksel AG war.
3. Alle Antragsteller einschließlich des Antragstellers zu 30) 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. 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. Auch wenn einzelne Antragsteller vergleichsweise pauschal namentlich den Kapitalisierungszinssatz gerügt haben, wird dies noch als hinreichende Begründung angesehen werden müssen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.

- a. 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 Puszkajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puszkajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., Rdn. 7 f. zu § 4 SpruchG). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305, Rdn. 8 zu § 4 SpruchG). 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). Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsrüge generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht.

- b. Diesen Anforderungen wird auch die Antragschrift des Antragstellers zu 30) gerecht. Er hat dargelegt, warum aus seiner Sicht der Basiszinssatz mit 3,75 % zu hoch angesetzt ist und ebenso dargelegt, warum der Risikozuschlag zu hoch sein soll. Zur Begründung verwies er auf zwei wissenschaftliche Studien zur Marktrisikoprämie sowie den Ansatz eines Beta-Faktors, der den Besonderheiten des Unternehmens angesichts des Wirtschaftszweiges, in dem es tätig ist, wegen der Krisenfestigkeit des Food- und Konsumgüterbereichs nicht gerecht werde. Auch werde der Mittelwert beim Beta-Faktor erst durch den Ausreißer Campofrio Food Group S.A. hergestellt. Damit aber sind Bewertungsrügen hinreichend substantiiert vorgetragen. Es kann nicht verlangt werden, der Antragsteller müsse ein Berechnungsmodell erstellen, mit dem er darlege, welcher Wert angemessen sein solle. Dem Grundgedanken des Spruchverfahrens und vor allem auch den strukturbedingt vorhandenen Informationsgefälle zwischen Minderheitsaktionären und dem Hauptaktionär nicht gerecht.
4. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG eingereicht, mithin innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung erfolgte am 19.8.2011. Da das Fristende rechnerisch mit dem 19.11.2011 auf einen Samstag fiel, endete die Frist zur Stellung von Anträgen aufgrund von §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 6 Abs.

2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO mit Ablauf des nächsten Werktages, also am 21.11.2011. An diesem Tag gingen spätestens alle Anträge beim Landgericht München I zumindest per Telefax und somit fristwährend ein.

II.

Die Anträge sind begründet, weil die angemessene Barabfindung auf € 7,92 je Stückaktie festzusetzen ist.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; 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).

Der Unternehmenswert der Gesellschaft 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 Stich-

tag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189).

1. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. OLG München BB 2007, 2395, 2397; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). 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; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes kann eine Änderung der Planannahmen der Gesellschaft nicht erfolgen.

- a. Der Planung liegt eine ordnungsgemäße Vergangenheitsanalyse zugrunde, weshalb von korrekten Ausgangswerten bei der Ermittlung der künftigen Jahresüberschüsse ausgegangen werden konnte. Die wirtschaftlichen Verhältnisse eines Unternehmens lassen sich aus der zahlenmäßigen Entwicklung ableiten. Auch wenn für den Ertragswert zwingend die künftigen Erträge ermittelt werden müssen, kann auf eine Analyse der Vergangenheit nicht vollständig verzichtet werden. Die dabei durchzuführende Analyse von Umsatz, Kosten und Gewinn muss indes bereinigt werden (vgl. nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 303 ff.). Dabei müssen insbesondere auch Faktoren herausgerechnet werden, die in der Zukunft keine Erträge mehr generieren können. Diesen Anforderungen wurde vorliegend genügt, wobei insbesondere auch nicht von einer einseitigen, nur für die Aktionäre nachteiligen Vorgehensweise ausgegangen werden kann. Die Abfindungsprüferin hat vor allem in der mündlichen Verhandlung dargestellt, dass Vorfälle berücksichtigt wurden, die sich sowohl erhöhend als auch den Wert senkend auf die Erträge auswirkten, wie dies auch im Prüfungsbericht dargestellt wurde – Versicherungsentschädigungen, Erträge aus Finanzinstrumenten, Auflösungen von Rückstellungen bzw. Wertberichtigungen sowie Abschreibungen des Jahres 2010 mit einer einmaligen Wertaufholung einer Immobilie in Neustrelitz. verwies zudem auf die wesentlichen Auswirkungen der Aufgabe des Schlachtbereichs bei

Die Vergangenheitsanalyse umfasst mit den Jahren 2008 bis 2010 einen angemessenen Zeitraum. Dieser wird üblicherweise mit den letzten drei bis fünf Jahren vor der Detailplanungsphase angesetzt (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 303) – folglich ist der hier vorgenommene Ansatz von drei Jahren nicht zu beanstanden. Dabei wurde insbesondere auch nicht das Krisenjahr 2009, in dem ein massiver Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung als Folge der durch den Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. ausgelösten Fi-

nanz- und Wirtschaftskrise festzustellen war, nicht zu stark berücksichtigt. Ursache hierfür ist zum einen das Geschäftsmodell der Gesellschaft. Zum anderen gab es allenfalls Verschiebungen im Verbraucherverhalten hin zum günstigeren Schweinefleisch und weg vom teureren Rindfleisch, ohne dass dies mit Blick auf das margenabhängige Geschäftsmodell der Gesellschaft einen signifikanten Effekt nach sich ziehen würde. Abgesehen davon zeigen die bereinigten Zahlen, wie sie auf Seite 22 des Prüfungsberichts wiedergegeben sind, dass die A. Moksel AG im Geschäftsjahr 2009 bei allen wesentlichen Parametern wie Rohertrag, Profitmarge, Rohertragsmarge, EBITDA-Marge und EBIT-Marge bessere Werte als im vorangegangenen Geschäftsjahr 2008 erzielt hatte.

Soweit es bei der Vergangenheitsanalyse um einen Betrag von € 6,4 Mio. für Lobbyarbeit ging, haben die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme dargelegt, es gebe keine Hinweise, ein derartiger Betrag sei zum Nachteil der A. Moksel AG an eine der Antragsgegnerin verbundene Gesellschaft geflossen. Dabei zogen sie die von der

erstellten Berichte über die Prüfung des Berichts des Vorstandes über die Rechtsbeziehungen zu verbundenen Unternehmen jeweils einschließlich des Abhängigkeitsberichts für die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 heran. Diese Berichte durften von den Abfindungsprüfern analysiert 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 unzufrieden sein könnten, weshalb sie von den Abfindungsprüfern zugrunde gelegt werden konnten (vgl. 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). Auch aus den Monatsberichten Februar, März und Mai 2011 für das laufende Geschäftsjahr ergaben sich keine Hinweise auf Ausgaben für Lobbyarbeit. Sofern die Aufwendungen für Lobbyarbeit in einer allgemeinen Aufwandsposition wie beispielsweise „sonstiger betrieblicher Aufwand“ enthalten sein sollten, wäre dies nicht

zum Nachteil der Minderheitsaktionäre. In den Prüfungsberichten zum Abhängigkeitsbericht wurde nämlich auch die Feststellung getroffen, bei jedem Rechtsgeschäft mit verbundenen Unternehmen habe eine angemessene Gegenleistung vorgelegen.

Folglich wurde insgesamt eine ordnungsgemäß Vergangheitsanalyse als Basis für die Planung künftiger Erträge der Gesellschaft vorgenommen.

b. Die Planannahmen für die Detailplanungsphase bedürfen keiner Korrekturen.

(1) Die Planung kann nicht deshalb als unplausibel eingestuft werden, weil unberücksichtigt geblieben sei, die A. Moksel AG könne von einem internationalen Trend zu erhöhtem Fleischkonsum gerade auch in den Schwellenländern und von den Folgen der wachsenden Weltbevölkerung profitieren. Entscheidend muss nämlich die konkrete Planung des Unternehmens sein, zu der auch gehört, auf welchen Märkten die Gesellschaft in Zukunft tätig sein wird. Der für die A. Moksel AG relevante Markt ist indes Europa, wo ein Trend zu erhöhtem Fleischkonsum gerade nicht zu erkennen ist. Demgemäß erläuterten die Abfindungsprüfer auch den Einklang der Planung mit entsprechenden Marktstudien für die relevanten Märkte. Zudem nimmt in Europa eher der Konsum von Nahrungsmitteln aus anderen Regionen der Erde wie beispielsweise aus Asien zu. Die Gesellschaft könnte somit von einem Trend zu erhöhtem Fleischkonsum in anderen Erdteilen wie Asien nur dann profitieren, wenn entsprechende Expansionspläne über die bisherigen Märkte hinaus zum Stichtag der Hauptversammlung am 1.7.2011 bereits in der Wurzel angelegt gewesen wären. Diesbezüglich führte Herr Wirtschaftsprüfer

bei seiner Anhörung aus, zu entsprechenden Expansionsüberlegungen nichts festgestellt zu haben. Dann aber ist die unternehme-

rische Entscheidung der verantwortlichen Organe der Gesellschaft, nicht in andere als die bisherigen Märkte zu expandieren, im Spruchverfahren hinzunehmen und den Planannahmen zugrunde zu legen.

Soweit auf Marktstudien mit Wachstumsraten zwischen 0 und 5% verwiesen wurde, um die mangelnde Plausibilität der Planung zu begründen, greifen diese Einwände nicht durch. Es war bei der Darstellung der (Umsatz-)Erlöse in erster Linie auf die Rohertragsmarge abzustellen. Diese wird nach dem Geschäftsmodell der Gesellschaft nämlich auf den Einkaufspreis aufgeschlagen. Die Umsatzentwicklung lag indes im Mittelwert der Marktstudien, wenn der Sonderfall „Hilden“ herausgerechnet wird.

Die Planung der Gesellschaft berücksichtigte zudem das vermehrte Angebot auch vegetarischer Produkte im Bereich „Convenience“. wies darauf hin, dass gerade dieser Bereich, der indes den deutlich kleineren Teil des Gesamtvolumens der Gesellschaft ausmacht, stark ausgebaut werden sollte.

- (2) Währungseffekte, die sich gerade aus der Stärke des Euro ergeben könnten, spielen keine entscheidende Rolle bei der Ermittlung des Ertragswerts. Dies resultiert aus dem Geschäftsmodell der Gesellschaft, die keine eigene Produktion hat, sondern als fleischverarbeitendes Unternehmen tätig ist. Dem können die Ausführungen im Bewertungsgutachten von auf Seiten 15/16 nicht entgegen gehalten werden, weil dort die allgemeine Marktentwicklung geschildert wurde, wie sie die Europäische Kommission sieht – ein Bezug zu der zu bewertenden Gesellschaft mit ihren Besonderheiten lässt sich daraus nicht ableiten.
- (3) Der Vortrag einer Reihe von Antragstellern zu rückläufigen Erträgen bei gleichzeitigem Anstieg der betrieblichen Aufwendungen führt nicht zum Erfordernis einer Korrektur der Planannahmen. Die Abfin-

dungsprüfer erläuterten hierzu, dass die Profitmarge wie auch das EBIT positive Entwicklungstendenzen zeigen, wobei die Profitmarge – vergleichbar zu der von Umsätzen und Roherträgen – innerhalb der historischen Bandbreite verlief, während die EBITDA-Marge wie auch die EBIT-Marge leicht über den historischen Werten liegen. Dies erhellt, dass durch die Schließung des Standortes „Hilden“ Vorteile realisiert wurden. Bei der Planung wurde indes nicht mit steigenden betrieblichen Aufwendungen geplant, wie die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vertiefend dargestellt haben. Im Jahr 2012 ging die Planung zwar von rückläufigen Umsatzerlösen aus; dem standen aber auch sinkende betriebliche Aufwendungen gegenüber, wobei dies vor allem für Materialaufwand und Personalkosten gilt. Insgesamt steigen die Umsatzerlöse im Planungszeitraum durchschnittlich mit 0,2 %, während sich die Aufwandspositionen rückläufig oder annähernd konstant entwickeln sollten. Die Planung setzte im Jahre 2012 einen Rückgang der fixen betrieblichen Kosten in Höhe von € 626.000,-- für den Standort an, nachdem die Fixkosten für den Bereich „Schweinezerlegung“ im Jahr 2009 ca. € 1,919 Mio. und im Jahr 2010 ca. € 1,902 Mio. betragen haben. Da die Räumlichkeiten und Maschinen nach den Planannahmen künftig für die Rinderzerlegung verwendet werden sollen, können die Kosten nicht vollständig entfallen.

- (4) Wenn bei der Entwicklung des Rohertrags im Jahr 2013 ein geringerer Wert als noch im Jahre 2011 angesetzt wurde, vermag dies die Plausibilität der Planung nicht in Frage zu stellen. Ungeachtet der ansteigenden Werte im Bereich „Convenience“, wo die Planung auch im Jahr 2012 einen – wenn auch geringfügigen Anstieg – des Rohertrages vorsieht, wird die Entwicklung des Rohertrags bei der Gesellschaft entscheidend durch das Segment „Fresh Meat“ geprägt, in dem ein Rückgang des Rohertrags um 5,4 % angesetzt wurde. Im Geschäftsjahr 2012 flossen die Folgen der Einstellung der Schwei-

nezerlegung am Standort Hilden, der schon Mitte 2011 erfolgte Schließung der IFT International Food Trading GmbH sowie der rückläufige Ertrag beim Handel mit Häuten der Sonac Hides GmbH in die Planung ein. Andererseits ist nicht zu verkennen, dass im Jahre 2013 die Marge um 0,2 % verbessert werden sollte. Diese Planansätze als Folge unternehmerischer Entscheidungen zur Schließung einer Gesellschaft sowie eines Produktionszweiges an einem bestimmten Standort müssen als taugliche Grundlage für die Planungsannahmen angesehen werden. Wenn Teile der Produktion eingestellt werden, lässt sich dies nicht zwingend unmittelbar und sofort durch Erlössteigerungen in anderen Geschäftsbereichen wie Convenience, die zudem einen deutlich geringeren Anteil am Gesamtvolumen des Umsatzes ausmachen, oder die Umstellung der Produktion auf andere Bereiche wie die Rinderzerlegung am Standort Hilden kompensieren.

Gerade der letztgenannte Effekt wird indes in der Planung für die Folgejahre abgebildet. Nachdem zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 1.7.2011 die Planung auf eine Umstellung der Nutzung der Anlagen in Hilden zur Rinderzerlegung ausgerichtet war, kommt es nicht maßgeblich darauf an, ob diese Anlagen zu einem späteren Zeitpunkt tatsächlich in die Niederlande gingen oder nicht. Demgemäß ist es für die Entscheidung auch ohne Bedeutung, wenn die Abfindungsprüfer zu der Frage einer späteren Verlegung keine Angaben im Termin vom 13.12.2012 machen konnten.

- (5) Die Planung bedarf keiner Korrektur, auch wenn nach dem starken Anstieg im vierten Quartal des Jahres 2010 die Planzahlen nicht in demselben Maße anstiegen und in einzelnen Folgejahren sogar zurückgingen. Dabei muss zum einen berücksichtigt werden, dass die Planzahlen der Jahre 2011, 2012 und 2013 ff. auch auf einer Vergangenheitsanalyse beruhten und die Umsätze von 2008 auf 2009 zurückgingen, während es erst danach zu einem Anstieg kam. Zum

anderen muss berücksichtigt werden, dass das letzte Quartal eines Jahres wegen des vermehrten Fleischkonsums an Weihnachten und Silvester traditionell besonders umsatzstark ist. Vor allem aber spricht entscheidend gegen die Unangemessenheit der Planansätze, dass bereits während der Bewertungsarbeiten verschiedene Analysen zur Angemessenheit der Planung zum Bewertungsstichtag bezüglich der unterjährigen Geschäftsentwicklung der A. Moxsel AG durchgeführt wurden. Aus den Monatsberichten für Dezember 2010, Februar 2011, März 2011 sowie einer Ergebnisübersicht für Mai 2011 konnte nicht auf eine Planüberschreitung geschlossen werden. Die Hochrechnung des Quartalsergebnisses 2011/I auf das gesamte Jahr zeigt, dass das Budget um 1,4 % höher lag.

- (6) Die Stagnation des Segments „Convenience“ bedeutet keinen Widerspruch zur Marktentwicklung und zu Eigenprognosen der Gesellschaft. Erläuterte im Termin vom 13.12.2012 bei ihrer Anhörung das Vorliegen eines für das Geschäftsjahr 2011 vorgelegte kleinteiliges Preis-/Mengengerüsts, das bottom up geplant und vom Aufsichtsrat verabschiedet worden war. Nachdem es bei der Gesellschaft keine langjährige detailliertere Planung gab, mussten die Zahlungen auf Einzelgesellschaftsebene fortgeschrieben werden. Dabei musste aber berücksichtigt werden, dass die Gesellschaft speziell im Bereich "Convenience" die Umsätze mit wenigen Großkunden erzielte, die nicht dem [] entstammten. Einer dieser Großkunden stellte den Einkauf um. Dies dürfte auch unter Berücksichtigung des stand alone-Grundsatzes berücksichtigt werden, weil es hier gerade keine Einflussmöglichkeiten der Antragsgegnerin gab und dies somit unabhängig von dem Squeeze out in die Planung eingeflossen ist. Bei anderen Großkunden sah man nicht mehr an Wachstumspotenzial. Daher gingen die Planungen dahin, diesen Geschäftsbereich auf eine breitere Basis zu stellen, was es indes erforderlich machte, zusätzliche Vertriebskapazitäten

einzurechnen. Gerade dieser Umstand rechtfertigt dann auch den gestiegenen Materialaufwand in den Jahren 2012 und 2013.

Bei der Planung der Umsatzerlöse im Bereich der Convenience-Produkte kann aber auch die Fleischlastigkeit der Produktion der Gesellschaft selbst in diesem Bereich nicht unberücksichtigt bleiben, nachdem der Anteil vegetarischer Convenience-Produkte nur bei 6% lag und ausweislich der Ausführungen im Bewertungsgutachten nach einer Studie der EU-Kommission bis 2020 mit einem rückläufigen Pro-Kopf-Verbrauch von Rindfleisch zu rechnen ist und in der Schweinefleischbranche signifikantes Wachstum zumindest auf nationaler Ebene nach dem Markreport 2011 der AMI nur schwer zu realisieren sein wird. Daher sind die angenommenen Steigerungsraten bei den Convenience-Produkten nicht als unrealistisch zu bezeichnen.

- (7) Die allgemeinen Wirtschaftsprognosen und dabei vor allem der über der Inflationsrate liegende Anstieg der Lebensmittelpreise wurden hinreichend berücksichtigt. Dies ergibt sich aus dem Geschäftsmodell der A. Moksel AG; bei steigenden Einkaufspreisen bleibt die Frage, welche Marge für die Gesellschaft am Markt noch durchsetzbar ist. Können steigende Einkaufspreise nicht weitergegeben werden und auch nicht die Kostensteigerungen im gleichen Umfang, muss zwangsläufig die Marge sinken. Die Gesellschaft kauft Fleisch; die laufenden Kosten werden aus der sodann aufgeschlagenen Marge gedeckt. Kosten steigen auch nicht nur in diesem Bereich, wobei sich für alle Kosten die Frage stellt, inwieweit dies vollständig überwälzbar ist. Wenn allerdings in der Zukunft die EBIT-Marge steigt, so kann daraus nicht geschlossen werden, die Planung sei unplausibel zum Nachteil der Minderheitsaktionäre erfolgt.

- (8) Eine Korrektur ergibt sich auch nicht aus der Erwägung heraus, ein Ende des Wachstums der Schweineproduktion sei nach dem Bericht des Agrarreports nicht zu erkennen. Der Abfindungsprüfer erläuterte bei seiner Anhörung, gerade diesen Aspekt eingehend mit dem Vorstand erörtert zu haben. Dabei ließ sich indes ein Widerspruch zu dem Agrarreport nicht erkennen. Weiterhin kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass auch ausweislich des im Bewertungsgutachten von [redacted] zitierten Berichts der EU-Kommission auf dem für die Gesellschaft maßgeblichen europäischen Markt leicht schrumpfende Tierzahlen zu beobachten und nach den Ausführungen des AMI-Reports ein Wachstum nur über Exporte in Drittländer zu erzielen sein wird, wobei dies aber vor allem für den Weltmarkt und jedenfalls nicht in dem Maße gilt wie in den Märkten, in denen die A. Moksel AG präsent ist. Zudem wird danach der deutsche Markt durch eine gesellschaftliche Diskussion um Tierschutz und Fleischkonsum dominiert werden, was nicht zu stärkeren Wachstumsraten bei der A. Moksel AG beitragen wird.

Ebenso wenig rechtfertigt die Marktsituation eine andere Beurteilung, auch wenn dieser oligopolistische Strukturen aufweist.

[redacted] verwies zur Begründung nachvollziehbar auf ihre Gespräche mit Mitarbeitern, eigene Recherchen und vor allem die Einbeziehung der Marktstudien, aus denen sich ergab, dass die Planung sehr wohl in Einklang mit diesen zentralen Erkenntnisquellen steht.

Soweit gerügt wurde, es gebe unterschiedliche Wachstumsraten für Schweinefleisch bei der A. Moksel AG und der Antragsgegnerin verwies die Abfindungsprüferin [redacted] darauf, ihr sei nicht bekannt, dass [redacted] mit deutlich mehr Geschäftsbereichen Wachstumsraten in Einzelbereichen wie Schweinefleisch publizieren würde. Von daher kann auch nicht auf die Richtigkeit der Rügen geschlossen werden, es gebe unterschiedliche Wachstumsraten bei den beiden Gesellschaften.

- (9) Das Wachstum von 2 % p.a. in der Zwischenplanungsphase der Jahre 2014 und 2015 wurde zutreffend abgebildet. Der Ansatz einer derartigen Phase mit der damit verbundenen Verlängerung der Planung war erforderlich, um die Auswirkungen des Besserungsscheins hinreichend in der Planung abbilden zu können. Die Höhe des EBIT nach dem Wegfall des Besserungsscheins ergibt sich als unmittelbare Konsequenz aus diesem Umstand.
- (10) Die Finanzplanung und das Finanzergebnis bedürfen keiner Korrektur.
- (a) Zum einen kann aus dem Fehlen einer konsolidierten Finanzplanung und der Fortentwicklung der nur vorläufigen Konzernbilanz nicht auf die Gefahr von Doppelzuführungen oder des Nichterfassens von Erträgen geschlossen werden. Die Abfindungsprüfer erläuterten sowohl in ihrem Prüfungsbericht als auch bei ihrer Anhörung die Vorgehensweise bei der Planung, die stark dezentral aufgebaut ist und im Bewertungsgutachten auf insgesamt drei Segmente aggregiert und zur Planung der Gesamtgruppe zusammengeführt wurde. Diese Vorgehensweise ist nachvollziehbar, weil sich die Effekte im geplanten Ergebnis eliminieren und die Höhe des Werts daher nicht beeinflusst wird. Die Prüfer erstellten insbesondere Kontrollberechnungen zur Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit der einbezogenen Datengrundlagen. Sie wiesen im Rahmen ihrer Anhörung mehrmals darauf hin, dass die von einigen Antragstellern geäußerten Befürchtungen angesichts der Vorgehensweise sowohl im Bewertungsgutachten als auch bei ihren Prüfungshandlungen ausgeschlossen werden können.
- (b) Die Planung des Finanzergebnisses erfolgte in Abhängigkeit von der Entwicklung der wesentlichen Bilanzgrößen sowie des zukünftigen Finanzierungsbedarf. Die einzelnen Zinserträge

und -aufwendungen stellten die Abfindungsprüfer in ihrem schriftlichen Ergänzungsbericht detailliert dar – es ergab sich ein weitgehend konstantes Niveau.

- (c) Das Zinsergebnis muss nicht wegen der Teilnahme der A. Moksel AG am Programm des Forderungsverkaufs angepasst werden. Die Abfindungsprüferin erläuterte den temporären Charakter dieses Vorgangs, für den betriebsnotwendiges Vermögen im Sinne von Working Capital in Liquidität umgewandelt und folglich bei der Bewertung neutralisiert wird. Bei einer Verzinsung der vorhandenen Liquidität zum Marktzins wären die Auswirkungen auf den Abfindungsbetrag ohnehin nicht wesentlich gewesen, wie die von den Abfindungsprüfern als zentrale Prüfungshandlung vorgenommene Sensitivitätsanalyse ergab. Da bei dem Factoring-Programm von Moksel keine Kosten anfielen, kann auch nicht darauf abgestellt werden, ob in dem Forderungsverkauf eine unangemessene unternehmerische Entscheidung gesehen werden könnte. Das Entstehen von Kosten des Factorings kann im konkreten Fall keine Rolle spielen.
- (d) Die Abschreibungen bedürfen keiner Korrektur. Dies ist namentlich nicht aus der Überlegung heraus gerechtfertigt, die A. Moksel AG habe in der Vergangenheit überdurchschnittlich hohe Investitionen aufgrund der Vorgaben der Europäischen Union erbringen müssen und die Investition müsse in Relation zum Umsatz und zum Ertrag eher unterdurchschnittliche Zuwachsraten aufweisen. erläuterte in der mündlichen Verhandlung, das Investitionsverhalten auf zwei Wegen überprüft zu haben – zum einen über eine bis ins Jahr 2004 zurückführende Kennzahlenanalyse, zum anderen durch einen Vergleich mit dem marktüblichen Investitionsverhalten der Unternehmen aus der Peer Group. Dabei zeigte sich, dass das In-

vestitionsverhalten der Gesellschaft im Vergleich zur Vergangenheit eher geringer war. In der ergänzenden Stellungnahme wird zudem darauf verwiesen, dass die geplanten Investitionsgrößen absolut und relativ unter den durchschnittlichen historischen Daten der Jahre 2004 bis 2009 liegen. Ein Investitionsstau wurde trotz der im Vergleich zur Peer Group niedrigeren Investitionsrate verneint, was insbesondere auch durch ein Protokoll des Prüfungsausschusses der A. Moxsel AG bestätigt wurde. Nach einem Verhältnis der Investitionen zu den Umsätzen von 0,5 % im Jahr 2011 sollte dies in den folgenden Planjahren auf 0,7 % steigen. Die Investitionsquote der Jahre 2004 bis 2009 lag indes bei 0,9% nach Bereinigung der vor allem durch Brände verursachten Investitionen in den Standorten Kreisheim und Wunstorf; bei Einbeziehung des Jahres 2010 mit einer sehr niedrigen Quote lag die Investitionsquote aber immer noch bei 0,8 % und damit über den Ansätzen der Planung.

Das durchschnittliche Investitionsvolumen wurde dann in der sich in einem eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft in der Ewigen Rente angesetzt, indem nur mehr Erhaltungsinvestitionen angesetzt wurden.

Bereits seit dem Jahr 2012 beeinflussen Vorgaben des europäischen Lebensmittelrechts die Investitionsplanung, ohne dass es aber Hinweise für das Erfordernis wesentlich höherer Investitionen zur Erfüllung von EU-Standards gab.

Die Fortschreibung der Investitionsquoten auf leicht verringertem Niveau muss demzufolge insgesamt als plausibel bezeichnet werden. Dabei gibt es auch keinen Widerspruch der textlichen Darstellung aus dem Bewertungsgutachten auf Seite 39 mit dort beschriebenen sinkenden Abschreibungen zur Tabelle auf Seite 43 mit moderat ansteigenden Abschreibungsraten. Die Zahlen für 2011, 2012 und 2013 stimmen mit der textlichen

Darstellung, aber vor allem mit der Investitionsplanung überein. Wesentliche Erweiterungsinvestitionen waren nicht geplant, weil ansonsten die Abschreibungen in der Detailplanungsphase höher sein müssten. Im Jahr 2011 kam es zu Bereinigungen bei der Abschreibung, weshalb das Niveau eher bei € 15 Mio. als bei € 17 Mio. lag.

- (11) Der Verkauf der Tatiara GmbH musste nicht werterhöhend berücksichtigt werden. Es gab zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung keine Erkenntnisse darüber, dass sich ein Nachzahlungsanspruch realisieren könnte. Diesen Umstand erörterten die Abfindungsprüfer eingehend mit dem Vorstand, wie im Termin zur mündlichen Verhandlung bekundet hat.
- (12) Das im Rahmen der Planung angesetzte Beteiligungsergebnis an der Klaus Dieter Fuchs GmbH muss trotz des Rückgangs nicht korrigiert werden. Der Rückgang in der Detailplanungsphase beläuft sich auf € 28.000,--. Umgerechnet auf insgesamt ca. 33,632 Mio. Aktien wirkt sich dieser Rückgang mit € 0,00083 aus. Da der Unternehmenswert nicht punktgenau ermittelt werden kann, sondern unter Anwendung von § 287 ZPO geschätzt werden muss, kann dieser Aspekt angesichts seiner Auswirkungen vernachlässigt werden.
- (13) Unechte Synergieeffekte, die seitens der Gesellschaft auch mit anderen Unternehmen nach dem Geschäftsmodell hätten realisiert werden können, wurden von den Abfindungsprüfern nicht festgestellt. Daher kann insoweit von einer fehlerhaften Planung nicht ausgegangen werden.
- c. Die Ansätze aus der Ewigen Rente bedürfen keiner Korrektur, wobei dies vor allem auch für die Erwägungen im Zusammenhang mit der Thesaurierung und dem Ausschüttungsverhalten der Gesellschaft geht.

- (1) Der Umstand, dass das Ergebnis der Ewigen Rente unter dem des Vorjahres liegt, führt nicht zur Fehlerhaftigkeit der Planung. Der Grund hierfür liegt in dem Erfordernis einer Thesaurierung wegen nachhaltigen Bilanzwachstums, wie die Abfindungsprüferin

erläuterte. Diese Vorgehensweise ist sachgerecht. Die im nachhaltigen Ergebnis angenommene Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital 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 Wachstumsabschlags storniert. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung

des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages (vgl. Schieszl/Bachmann/Amann in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 636). Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums.

- (2) Die Höhe der Thesaurierung mit 55 % in der Ewigen Rente und demgemäß einer Ausschüttungsquote von 45% 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). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote liegt zwischen 40 und 70 %. Aus einer Reihe von Spruchverfahren ist der Kammer bekannt, dass der Ansatz niedrigerer Ausschüttungs- und demgemäß höherer Thesaurierungsquoten vor allem bei Unternehmen in einer dynamischen Wachstumsbranche zu beobachten ist, die vergleichsweise hohen Risiken ausgesetzt sind. Die vorliegend vorgesehene Ausschüttungsquote von 45 % 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 Planansätze des Unternehmens mehr gibt.
- (3) Die Steuerbelastung thesaurierter Gewinne in Höhe von 13,1875 % – also des hälftigen Steuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszu-

schlages – bedarf keiner Korrektur. Die Festlegung des Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Dabei wird – auch unter Hinweis auf empirische Untersuchungen in den USA – ein vergleichsweise langfristiger Anlagehorizont des Investors unterstellt. In dieser Situation wurde der angesetzte Steuersatz für thesaurierte Gewinne sachgerecht ermittelt.

- (4) Das Vorhandensein eines steuerlichen Einlagenkontos mit einem Betrag von € 204 Mio. wurde zutreffend berücksichtigt. In der Ewigen Rente wurde eine entsprechende Annuität angesetzt. Bis zum Jahr 2024 wurden dabei nach dem Bewertungsmodell alle Ausschüttungen als steuerfreie Einlagenrückgewähr angesetzt. Der steuerfreie Anteil der Ausschüttung wurde für die Jahre 2016 bis 2024 als Annuität in die Ewige Rente einbezogen. Zu diesem Zweck wurde zunächst der Barwert der steuerfreien Ausschüttungen für die Jahre 2016 bis 2024 zum Jahr 2016 ermittelt und anschließend in ein nachhaltig anzusetzendes steuerfrei ausschüttbares Ergebnis umgerechnet. Da – wie noch unten auszuführen ist – der Kapitalisierungszinssatz im Vergleich zur ursprünglichen Bewertung niedriger festgesetzt werden muss, war auch entsprechend die steuerliche Annuität auf € 1,965 Mio. im Vergleich zu der ursprünglichen schriftlichen Stellungnahme zu reduzieren, um die Konsistenz der Bewertungsannahmen zu gewährleisten.
- (5) In der Phase I konnten keine Ausschüttungen eingeplant werden angesichts der Bedingungen des Besserungsscheins. Wegen dessen Vorrangs wären nämlich im Falle von Ausschüttungen Strafzinsszahlungen fällig geworden, weshalb der Ansatz einer 100%-igen Thesaurierung – anders als in der Ewigen Rente – sachgerecht war. Die Thesaurierungsquote in der Ewigen Rente entspricht zudem dem Ausschüttungsverhalten vergleichbarer Unternehmen, die bei der Erstellung der Peer Group von überprüft wurden. Bei der

Prüfung des Ausschüttungsverhaltens wurden dabei auch solche Unternehmen herangezogen, die bei der Peer Group, die der Ermittlung des Beta-Faktors diente, wegen eines fehlenden signifikanten Beta nicht mehr einbezogen wurden:

2. Der so ermittelte Ertragswert des Unternehmens ist nach der Ertragswertmethode mithilfe des Kapitalisierungszinssatzes abzuzinsen, wobei dieser im Vergleich zu dem Ansatz im Prüfungsbericht wie auch im Bewertungsgutachten angesichts des zu hoch festgesetzten Risikozuschlags modifiziert werden muss. Der Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München 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 Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

- a. Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf 3,75 % vor Steuern.

- (1) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 320 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

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

drei Monaten vor der Hauptversammlung betrug der Basiszinssatz 3,79 %. Die zulässigerweise vorgenommene Rundung führte zu einem niedrigeren Wert und wirkt sich demzufolge nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus.

- (2) 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 (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11). 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.
- b. 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 abgegoltene 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; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).

Vorliegend war der Risikozuschlag in der Detailplanungsphase abhängig vom rückläufigen Verschuldungsgrad der A. Moksel AG mit Werten von 2,625 % im Geschäftsjahr 2011, 2,55 % im Geschäftsjahr 2012, 2,51 % in den Geschäftsjahren 2013 und 2014 und von 2,48 % im Geschäftsjahr 2015 sowie ebenfalls von 2,48 % in der Ewigen Rente festzusetzen.

- (1) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt. Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes

intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; 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., Rdn. 126 zu § 305; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

Dieser Einschätzung kann jedoch in dieser Allgemeinheit nicht gefolgt werden. 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. Dabei sieht die Kammer indes die Anwendung des (Tax-)CAPM unter alleiniger Zugrundelegung des arithmetischen Mittels mit einem Wiederanlagezeitraum des gesamten Aktienportfolios als Basis für die Ermittlung der sogenannten Überrendite nicht als geeignete Grundlage an zur Ermittlung des Risikozuschlages an.

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

Ebenso wenig 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, ein 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 Alternativenanlage 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.).

- (2) Aus der so ermittelten Marktrisikoprämie wird dann unter Heranziehung eines Beta-Faktors das unternehmensindividuelle Risiko dargestellt. Das unternehmenseigene Beta konnte dabei nicht herangezogen werden. Selbst wenn bei der Ermittlung des Börsenkurses noch nicht von einer Marktengpass ausgegangen werden kann, war die Aktie der A. Moxsel AG vergleichsweise eher wenig liquide. Ein statistisch valides Ergebnis ließ sich nicht ermitteln, weshalb das Abstellen auf eine Peer Group als sachgerecht bezeichnet werden muss. Aus dieser Peer Group errechnete sich dann der entsprechende Beta-Faktor von unverschuldet 0,5. Allerdings muss bei der konkreten Risikostruktur auch das Finanzierungsrisiko berücksichtigt werden, das sich vor allem auch aus der Verschuldung der Gesellschaft ergibt. Entsprechend dem sinkenden Verschuldungsgrad der A. Moxsel AG muss dann aber auch der Beta-Faktor sinken, der im Ge-

geschäftsjahr 2011 mit 0,7 anzusetzen war. Im Geschäftsjahr 2012 muss von einem Beta-Faktor von 0,68, ausgegangen werden, der dann über den für die Jahre 2013 und 2014 maßgeblichen Wert von 0,67 auf 0,66 im Geschäftsjahr 2015 sinkt. Dieser Wert von 0,66 ist mit Blick auf den gegebenen eingeschwungenen Zustand der Gesellschaft auch in der Ewigen Rente anzusetzen.

Da in der betriebswirtschaftlichen Literatur zudem keine Einigkeit besteht, welcher dieser beiden Berechnungsmethoden des arithmetischen oder geometrischen Mittels anzusetzen ist, erachtet es die Kammer im vorliegenden Fall als sachgerecht, einen zwischen diesen beiden Werten liegenden Wert für die Marktrisikoprämie heranzuziehen. Diese ist unter Berücksichtigung der Gesamtsituation der Gesellschaft mit 3,75 % anzusetzen.

- (3) Dieser unter Zuhilfenahme von Komponenten des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag steht in Einklang mit den unternehmerischen Risiken der A. Moksel AG. Die Gesellschaft gehört der Lebensmittelbranche an. Nach Lebensmitteln besteht unabhängig von der aktuellen wirtschaftlichen Gesamtlage stets Bedarf, weshalb insoweit im Vergleich zum Gesamtmarkt ein deutlich unterdurchschnittliches Risiko angesetzt werden muss. Die Lebensmittelbranche erweist sich gegenüber konjunkturellen Schwankungen als vergleichsweise robust; andere Branchen hängen in ihren Ergebnissen sehr viel stärker von Konjunkturzyklen ab, weil Investitions- oder Erweiterungsentscheidungen von Unternehmen ebenso wie Konsumentkonsumenten aufgeschoben werden können. Letzteres ist bei praktisch täglich oder nahezu täglich benötigten Lebensmitteln nicht der Fall. Andererseits kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass der Fleischmarkt als etablierter Teil der Lebensmittelindustrie in den vergangenen Jahren auch von Überkapazitäten und Konsolidierungsdruck geprägt war, weshalb das Chancen-Risiko-Profil negativ beeinflusst wird. Gerade die Konzentration der Fleischproduktion auf wenige Un-

ternehmen führt zu hohem Wettbewerbsdruck, der durch die Verhandlungsmacht des Lebensmitteleinzelhandels und der Discounter verschärft wird. Auch kann die Finanzsituation der Moxel-Gruppe nicht unberücksichtigt bleiben. Schließlich resultieren die Besserungsscheine, die die Ergebnislage der Gesellschaft bis 2015 belasten, aus Restrukturierungsprogrammen und Forderungsverzichten. Daher kann auch nicht der exakte Mittelwert zwischen dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel herangezogen werden, der nach den angegebenen Werten in der ergänzenden Stellungnahme deutlich niedriger liegt als der hier angesetzte Wert von 3,75 %. Da sich die Verschuldungssituation im Laufe der Detailplanungsphase verbessert, musste diesem Umstand durch den Ansatz eines sich verringenden Risikozuschlags Rechnung getragen werden.

Soweit sich die Antragsgegnerin darauf beruft, der Gesetzgeber habe in § 203 BewG eine Marktrisikoprämie von 4,5 % zugrunde gelegt, kann dies nicht zu einer grundlegenden Korrektur des hier festzusetzenden Risikozuschlags führen. Dies resultiert vor allem aus der Überlegung heraus, dass hier gerade nicht das vereinfachte Ertragswertverfahren angewandt wurde und dass der Risikozuschlag und damit auch die Marktrisikoprämie stets stichtagsbezogen zu ermitteln sind.

- c. Der Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente war mit 1 % anzusetzen; eine Korrektur ist daher nicht erforderlich.
- (1) 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 Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München-WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; 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. Dabei 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. Weiterhin zeigen empirische Analysen, dass es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit im Mittel gerade nicht gelungen ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen in vollem Umfang auf ihre Kunden abzuwälzen und dass die Wachstumsrate der Gewinne bei etwa 50 % der Inflationsrate liege. Zu nennen ist hier beispielsweise eine empirische Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromi aus dem Jahr 2003, aus der sich ergibt, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen regelmäßig hinter der Inflationsrate zurück blieb. Dann aber kann ein Ansatz von 1 % nicht als zu niedrig angesehen werden.

- (2) Ein höherer Wert als 1 % kann nicht angesetzt werden, weil sich ein stärkeres nachhaltiges Wachstumspotential nicht rechtfertigen lässt. Langfristig ist nicht erkennbar, dass auf den Absatzmärkten der Gesellschaft, die eben gerade nicht außereuropäische Länder mit Wachstumspotential erfassen, ein von den bereits beschriebenen Gegebenheiten abweichender Trend in Richtung auf ein stärkeres Wachstum zu beobachten sein wird. Die Gutachten sowohl von als auch der Abfindungsprüfer beschreiben, dass die Gesellschaft gerade auch mit Blick auf die Mengenentwicklung in keinem ausgesprochenen Wachstumsmarkt agiert, was sogar einen niedrigeren Abschlag hätte rechtfertigen können. Andererseits müssen – bei einem Margendruck in der Branche – die Möglichkeiten gesehen werden, Preisschwankungen der Beschaffungsseite an die Endverbraucher weiterzugeben. Zudem bestehen im Geschäftsbe- reich „Convenience“ stärkere Wachstumsmöglichkeiten, was dazu führt, dass ein niedrigerer Wachstumsabschlag letztlich nicht gerechtfertigt wäre. Mit Blick auf den vergleichsweise doch geringen Anteil des Segments „Convenience“ am Gesamtgeschäft der Gesellschaft kann indes ein höherer Wachstumsabschlag nicht gerechtfertigt werden.

Demzufolge ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag des 31.12.2010 ein Ertragswert in Höhe von € 253,100 Mio.; dieser ist dann zum Stichtag der Hauptversammlung – mithin zum 1.7.2011 – mit einem Aufzinsungsfaktor von 1,026 aufzuzinsen, weshalb sich ein Ertragswert zum 1.7.2011 in Höhe von € 259,681 Mio. ergibt.

3. Zu dem so ermittelten Wert sind die Sonderwerte des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen, die sich zum bewertungstechnischen Stichtag in ihrer Summe auf € 6,636 Mio. belaufen. Dieser Wert ist dann mit dem Aufzin-

sungsfaktor von 1,026 auf den Stichtag der Hauptversammlung aufzuzinsen, weshalb ein Wert von € 6,809 Mio. in die Bewertung einfließen muss.

a. Keiner Korrektur bedarf der Ansatz des Buchwertes von € 1,386 Mio. für die VION Anhalt GmbH, an der die Gesellschaft mit 94 % beteiligt ist. Da diese Gesellschaft stillgelegt ist, muss sie zum einen zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gezählt werden; zum anderen besteht deshalb die Absicht, das Gelände sowie die Anlagen zu verkaufen. Die hier vorgenommenen Ansätze bedürfen keiner Korrektur.

(1) Zum Zwecke der Wertermittlung beauftragten die Abfindungsprüfer einen Immobiliensachverständigen mit der Ermittlung des Wertes des Grundstücks. Dieser kam zu einem maßgeblichen Ertragswert von € 1,47 Mio. Der Grundstückswert wurde im Bewertungsgutachten von Warth & Klein mit € 1,3855 Mio. angesetzt. Dies ist geringfügig mehr als der prozentuale Anteil der A. Moksel AG an der VION Anhalt GmbH und benachteiligt die Aktionäre demzufolge nicht. Da auch Grundstückswerte nie punktgenau ermittelt werden kann, war der angesetzte Wert von € 1,3855 Mio. sachgerecht.

(2) Hinsichtlich der Anlagen konnte der Ansatz des Kaufangebots angesetzt werden, bei dem dann allerdings die steuerlichen Auswirkungen einer Veräußerung in die Wertermittlung einfließen mussten.

b. Bei den weiteren nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen wurden von den Werten Beteiligungsbuchwert oder anteiliges Eigenkapital der Gesellschaft jeweils der höhere Wert angesetzt. Soweit Jahresabschlüsse vorlagen, wurden diese der Bewertung zugrunde gelegt. Allerdings verfügten die Prüfer nicht bei allen nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen über die entsprechenden Jahresabschlüsse der Gesellschaften, weshalb

selbst recherchierten, indem sie – wie im Prüfungsbericht dargestellt – über einen unabhängigen Datenbankanbie-

ter aus den Niederlanden Finanzdaten abfragten. Darüber hinaus überprüften sie, ob es Anhaltspunkte für das Vorhandensein stiller Reserven gebe, was indes nicht der Fall war. Demgemäß konnten für diese Beteiligungen insgesamt € 3,213 Mio. als Sonderwert angesetzt werden.

- c. Die Betriebswohnungen in Buchloe wurden mit dem Buchwert von € 1,527 Mio. angesetzt, wobei dieser dem Marktwert entspricht. Die Abfindungsprüfer überprüften diese Annahme mittels eines Vergleichs mit Mietpreisen zu marktüblichen Bedingungen. Dabei gelangten sie zu dem Ergebnis, stille Reserven seien nicht erkennbar. Gerade auch mit Blick auf diese vorgenommenen Plausibilisierungen konnte der Wert tatsächlich zugrunde gelegt werden.
- d. Weitere Positionen mussten nicht in das nicht betriebsnotwendige Vermögen aufgenommen werden.
 - (1) Freie Liquidität als nicht betriebsnotwendiges Vermögen konnte nach den Erkenntnissen aus der Anhörung der Abfindungsprüfer nicht berücksichtigt werden. Soweit es um den Forderungsverkauf ging, wurde dieser Bereich bereits bei der Bewertung durch neutralisiert. Der verbleibende Bestand an Liquidität war indes als betriebsnotwendig einzustufen, weil er vor allem auch für den Personalaufwand des Unternehmens notwendig ist und folglich für betriebliche Zwecke. Diese flossen in die Planannahmen ein und dürfen daher nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen erfasst werden.
 - (2) Eine (nochmalige) Erfassung von Verlustvorträgen im nicht betriebsnotwendigen Vermögen durfte nicht erfolgen. Die Abfindungsprüfer verwiesen auf die Berücksichtigung der Verlustvorträge in der integrierten Steuerplanung. Angesichts dessen würde eine Ausweisung als Sonderwert im nicht betriebsnotwendigen Vermögen eine unzulässige doppelte Erfassung nach sich ziehen. Demgemäß konnten

auch die Körperschaftsteuer- und Gewerbesteuerabzüge aus der Veräußerung des Schlachthofes vorgenommen werden.

- (3) Für einen Anspruch aus Differenzhaftung im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen aus dem Jahre 2005, bei der die Ranch Natur GmbH eingebracht wurde, bestehen keine hinreichenden Anhaltspunkte, um diesbezüglich einen Sonderwert anzusetzen. Zwar ist ein Anspruch nicht von vornherein ausgeschlossen. Für den Fall nämlich, dass die als Sacheinlage eingebrachten Anteile Ranch Natur GmbH deutlich zu hoch bewertet gewesen sein sollten und der Wert der Sacheinlage somit nicht unwesentlich unter dem geringsten Ausgabebetrag der dafür ausgegebenen Aktien liegt, ergibt sich eine Unterpari-Emission. Dann bestünde tatsächlich ein Anspruch gegen den Einleger nach den Grundsätzen der Differenzhaftung aus §§ 188 Abs. 2 Satz 1, 36 a Abs. 2 Satz 3 AktG (vgl. Marsch-Barner in: Bürgers/Körper, AktG, 2. Aufl., Rdn. 30 zu § 183; Pfeifer in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 72 zu § 183; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 21 zu § 183). Hierfür bestehen indes keine hinreichenden Anhaltspunkte.

Eine deutliche Überwertung der Sacheinlage lässt sich nicht annehmen. Die unterschiedlichen Werte auch in Bezug auf die A. Moksel AG beruhen auf den unterschiedlichen Zeitpunkten, zu denen die jeweiligen Bewertungen erfolgten. Die

konnte bei ihrer Wertermittlung als Sacheinlageprüfer den damals gültigen Bewertungsstandard IDW S1 2005 zugrunde legen. Dabei fiel vor allem eine abweichende Steuergesetzgebung ins Gewicht – während damals das Halbeinkünfteverfahren galt, musste nunmehr bei der Bewertung der A. Moksel AG die Abgeltungssteuer angewandt werden. Ebenso spielen die stichtagsabhängigen und damit unterschiedlichen Kapitalkosten eine wesentliche Rolle für die Höhe des Unternehmenswertes, die damals – schon wegen eines deutlich höheren Basiszinssatzes – höher lagen.

Zudem war der unterschiedliche Werteinfluss des Besserungsscheins zu berücksichtigen; worauf die Abfindungsprüfer namentlich in ihrer ergänzenden Stellungnahme hingewiesen haben. Da zudem die Werthaltigkeit durch die vom Amtsgericht – Registergericht – bestellten Prüfer bestätigt wurde, sieht die Kammer keinen Anhaltspunkt für das Bestehen von Ansprüchen aus Differenzhaftung.

- (4) Der Wert der Marke „Moksel“ durfte nicht als Sonderwert berücksichtigt werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 41; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09, S. 54; Beschluss vom 24.5.2013, Az.5HK O 17095/11, S. 53; Beschluss vom 21.6.2013, 5HK O 19183/09 S. 156; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

4. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind nicht geboten. Dabei musste ein Gutachten eines gerichtlich bestellten Sachverständigen ebenso wenig eingeholt werden wie Maßnahmen nach § 7 Abs. 7 SpruchG zu treffen waren.

- a. Die Einholung eines weiteren Gutachtens eines vom Gericht beauftragten Sachverständigen war auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht erforderlich. 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 § 327 c Abs. 2 Satz 4 AktG in Verbindung mit §§ 293 d Abs. 2 AktG; 323 HGB auch gegenüber den Anteilshabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 21 zu § 8; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 6 zu § 8).

Die Abfindungsprüfer haben bei ihrer Anhörung überzeugend dargelegt, warum die von ihnen angesetzten Werte zur Ermittlung des Unternehmenswertes der A. Moksel 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.

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 einiger Antragsteller ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die § 327 c Abs. 2 AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die Berechnung

des Schwellenwerts als wesentliche Voraussetzung des Squeeze out und vor allem auch die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 73; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369; auch 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 für den vom Normzweck her vergleichbaren Übertragungsbericht). 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. Aus dem Prüfungsbericht ergibt sich vor allem mit der erforderlichen Deutlichkeit, warum das ursprüngliche Abfindungsangebot als unangemessen bezeichnet wurde. Zudem haben die Antragsteller als ehemalige 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.

- b. Der von einigen Antragstellern beantragten Anordnung auf Vorlage der Planungsrechnung der Gesellschaft sowie der Arbeitsunterlagen der beteiligten Wirtschaftsprüfer von _____ sowie der Abfindungsprüfer musste nicht entsprochen werden, weil die Voraussetzungen des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind. 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, 1. Aufl., Rdn. 55 zu § 7). 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 SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 57 zu § 7). 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.

Die Antragsgegnerin ist auch 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 Bunter/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 58 zu § 7; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 8 zu § 7 SpruchG). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 12 FGG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG), 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 II. 4. a. ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie desjenigen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen An-

spruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 57 zu § 7; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 13 zu § 7 SpruchG). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

5. Eine weitergehende Korrektur der so ermittelten Barabfindung von € 7,92 je Aktie aus anderen Gründen kann nicht stattfinden.
 - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs von € 7,34 je Aktie, weil dieser nicht den Ertragswert erreicht und dieser nur einen Mindestwert darstellt. Der Börsenwert wurde zutreffend ermittelt. Dabei verlangt Art. 14 Abs. 1 GG nämlich nicht, dass gerade der Börsenkurs zum Bewertungsstichtag, mithin dem Tag der Hauptversammlung, zur Untergrenze gemacht wird. Anderenfalls hätten Interessenten zumindest während der Dauer der Einberufungsfrist von mindestens einem Monat, in der die Abfindungshöhe bekannt ist, die Möglichkeit, den Börsenkurs auf Kosten des Mehrheitsaktionärs in die Höhe zu treiben. Allerdings wird durch das Verfassungsrecht nicht vorgegeben, wie der Stichtag für den Referenzzeitraum festzusetzen ist. Entscheidend ist, dass die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzzeitraums einem Missbrauch beider Seiten begegnen (vgl. BVerfG WM 2007, 73, 74 = ZIP 2007, 175, 177 f. = AG 2007, 119, 120).

Unter Beachtung namentlich der verfassungsrechtlichen Vorgaben hatten der BGH und sich zunächst daran anschließend die Mehrzahl der Instanz-

gerichte auf einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag der Hauptversammlung abgestellt und ausgeführt, dieser Zeitraum genüge, um Missbräuchen zu begegnen (vgl. BGHZ 147, 108, 118 ff. = AG 2001, 417, 419 f. = NJW 2001, 2080, 2082 f. = NZG 2001, 603, 605 f. = WM 2001, 856, 859 = ZIP 2001, 734, 737 = DB 2001, 969, 971 f. = BB 2001, 1053, 1056 = JR 2002, 13, 15 – DAT/Altana; ebenso OLG Hamburg NZG 2003, 89, 90 = AG 2003, 583; OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 713 = AG 2004, 43, 44 – Vereinigte Filzfabriken).

- (1) In jüngerer Zeit gingen die Oberlandesgerichte und die Literatur demgegenüber vermehrt davon aus, dass sich der Referenzzeitraum von drei Monaten auf den Zeitpunkt vor der Bekanntgabe der jeweiligen Strukturmaßnahme, hier also des Squeeze out, beziehen müsse (vgl. nur 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., Rdn. 88 f. zu § 305; Hüffer, AktG; a.a.O., Rdn. 24 e zu § 305; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 46 und 46 a zu § 305; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.).
- (2) Der BGH hat sich in 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.;) dieser letztgenannten Auffassung angeschlossen, wonach, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz ge-

wichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln ist. Zur Begründung verweist der BGH zunächst darauf, die Bezugnahme in § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung bedeute nicht, dass für die Wertfeststellung zwingend auf diesen Stichtag abzustellen sei. Es müsse vielmehr unterschieden werden zwischen dem Zeitpunkt, auf den sich die Wertermittlung beziehen muss und dem Zeitpunkt oder Zeitraum, aus dem die Daten für die Wertermittlung gewonnen werden müssen. Auch bei der Ermittlung des quotalen Anteilswerts mit Hilfe fundamentalanalytischer Daten werden vielfach die Werte für den Zeitpunkt der Hauptversammlung aus vergangenen Daten auf den Tag der Hauptversammlung durch Aufzinsung hochgerechnet. Daher könne als Referenzzeitraum auch ein anderer Zeitraum als gerade der vor der Hauptversammlung gewählt werden, wenn dieser besser geeignet sei, den Börsenwert bei einer freien Deinvestitionsentscheidung abzubilden. Dabei ist nach der Auffassung des BGH der Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu bestimmen, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt hat. Der BGH begründet dies vor allem damit, dass der Börsenkurs im Zeitraum vor der Hauptversammlung regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und mit einer auf den Tag der Hauptversammlung abzielenden Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an – also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel während des Drei-Monats-Zeitraums liegt – nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert an; dabei werde dieser in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder auch schon in einem Anfechtungsverfahren häufig (leicht) überschritten. Der angebotene Preis wird in jedem Fall erreicht – ungewiss ist

nach der zutreffenden Einschätzung des BGH lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder bereits im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchgesetzt werden kann. Angesichts der Regelung der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 AktG beginne eine Spekulation auf den Lästigkeitswert bereits mit der Bekanntgabe der Maßnahme. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegelt nach der Einschätzung des BGH der ermittelte Börsenkurs nicht mehr den Preis wider, den der Aktionär ohne die entschädigungspflichtige Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bilde, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne. Die Entwicklung eines höheren Börsenkurses habe ihre Ursache dann in der durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, allerdings nicht in Kursmanipulationen seitens einzelner Minderheitsaktionäre. Diese Nachfrage hat danach indes nichts mit dem Verkehrswert der Aktie zu tun, mit dem der Aktionär für den Verlust des Aktieneigentums so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Zudem argumentiert der BGH, Informationspflichten insbesondere nach § 15 WpHG wirken einer verzögerten Bekanntgabe und einer verdeckten Abfindungswertspekulation entgegen. Auch stimme dieser Zeitpunkt mit der Einschätzung des Verordnungsgebers in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO überein, wonach ein Referenzzeitraum vor Bekanntgabe des zur Abfindung führenden Vorgangs den Börsenkurs richtig abbilde. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO legt dabei einen Referenzzeitraum vor Bekanntwerden der Kontrollerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zugrunde, nicht aber den Zeitraum zwischen Kontrollerlangung und Bekanntgabe der Höhe des Pflichtangebots.

Die Orientierung des Referenzzeitraums am Tag der Bekanntmachung trage auch dem Umstand Rechnung, dass der Abfindungsvorschlag nach §§ 327 c Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Satz 1, Absatz 3 Nr. 4, 327 b Abs. 3, 327 d AktG vor der Hauptversammlung bekannt zu geben ist. Der Wert, der sich bei einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Beschluss der Hauptversammlung errechnet, ist zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Einberufung weder bekannt noch vorhersehbar; dagegen könne der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs für drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme bis zur Mitteilung des Abfindungsangebotes ermittelt und bei der Entscheidung über die Höhe des Abfindungsangebots berücksichtigt werden. Weiterhin weist der BGH darauf hin, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt des Verlangens nach §§ 327 a ff. AktG frei bestimmen könne und der Schutz der Minderheitsaktionäre vor Manipulationen durch den Hauptaktionär dadurch erreicht werde, dass die Barabfindung niemals geringer sein könne als der Anteil der Minderheitsaktionäre am Unternehmenswert.

- (3) Die Kammer folgt nunmehr dieser geänderten höchstrichterlichen Rechtsprechung im Gegensatz zu ihrer früher vertretenen Auffassung (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.6.2011, Az. 5HK O 6138/11). Beim Börsenwert konnte folglich gerade nicht auf die letzte Notierung am Tag der Hauptversammlung abgestellt werden.

Der gewichtete Durchschnittskurs konnte auf der Basis der Werte angesetzt werden, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelt wurde und nicht lediglich auf den Durchschnittswert der Frankfurter Wertpapierbörse. Der letztgenannte Wert kann schon deshalb nicht maßgeblich sein, weil die Aktien nicht nur am regulierten Markt in Frankfurt am Main gehandelt wurden.

- b. Für die Frage der Angemessenheit der Barabfindung kann auch nicht auf den Wert abgestellt werden, der sich aus dem Preis ergibt, den die Antragsgegnerin für die Erwerbsvorgänge zahlte, aufgrund derer sie den Schwellenwert von 95 % überschritten hat.

Vorerwerbspreise sind für die Angemessenheit der Barabfindung ohne Bedeutung. Soweit teilweise in der Literatur die (gegenteilige) Ansicht vertreten wird, diese seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., Rdn. 16 zu § 327 b AktG; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 50 zu § 305), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Hauptaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out-Verfahren zahlt, 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 Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ

186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 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).

- c. Die Abfindungsprüfer waren nicht gehalten, den Substanzwert zu ermitteln. Der Substanzwert stellt nämlich keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne des § 327 b Abs. 1 Satz AktG dar und musste folglich wegen fehlender Entscheidungserheblichkeit nicht ermittelt werden. Definiert wird der Substanzwert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 655; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286). Nachdem der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kann ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Beschluss vom 21.11.2011, 5HK O 14093/09; Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, S. 158 f.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286; auch Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 676).
- d. Eine weitergehende Korrektur der so ermittelten Barabfindung von € 7,92 je Aktie lässt sich nicht aus der Erwägung ableiten, die Barabfindung müsse auch die den Aktionären entstandenen Kosten für die Alternativanlagen sowie Neben- und Zusatzkosten 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. Etwas andere lässt sich nicht aus der Vorschrift des § 305 Abs. 3 Satz 3 2. Hs AktG ableiten; hierbei geht es um die Berechnung des Ausgleichs bei einem Unternehmensvertrag auf der Grundlage von § 305 Abs. 2 AktG; auch diese bestimmt sich ausschließlich nach den Verhältnissen der Gesellschaft und nicht des Aktionärs.

Auch der von den Antragsstellern zu 6) bis 8) gezogene Vergleich zur Schadenskompensation nach § 249 ff. BGB beim Totalschaden eines Kfz ist nicht geeignet, eine höhere Barabfindung zu begründen, weil die Abfindung beim Squeeze out hiermit nicht zu vergleichen ist. Die hier in der Rechtsprechung anerkannte Grenze von 30 % für einen Zuschlag hat ihre Grundlage in § 251 Abs. 2 Satz 1 BGB, wonach der Ersatzpflichtige den Gläubiger in Geld entschädigen kann, wenn die Herstellung nur mit unverhältnismäßigen Aufwendungen möglich ist (vgl. Palandt-Grüneberg, BGB, 72. Aufl., Rdn. 6 zu § 251). Damit nicht zu vergleichen ist die Höhe der Barabfindung nach § 327 b Abs. 1 AktG, weil es sich dabei gerade nicht um eine Sondervorschrift des Schadensersatzrechtes wie § 251 Abs. 2 BGB handelt. Vielmehr handelt es sich bei den Regelungen in § 327 a ff. BGB um eine Inhalts- und Schrankenbestimmung im Sinne des Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG, bei der eine Überkompensation nicht angenommen werden kann, zu der der Vergleich mit dem Kfz-Schadensrecht führen würde. Ein Aktionär kann nur den Wert seines Anteils ersetzt verlangen, der hier vom Hauptaktionär auf der Basis des mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswerts festgelegt wurde, was aus den oben aufgeführten Gründen nicht zu beanstanden ist.

Daher war die angemessene Barabfindung auf € 7,92 festzusetzen. Da Ausgangspunkt der Barabfindung der Börsenkurs ist, kann aber auch nicht lediglich

der als Ausgangspunkt für die im Spruchverfahren zu ermittelnde angemessene Barabfindung maßgebliche Wert von € 7,34 je Inhaberstückaktie mit der Begründung zugrunde gelegt werden, bereits dieser Wert stelle sich als angemessene Barabfindung dar. Zwar ist im Ausgangspunkt davon auszugehen, dass es nicht möglich ist, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, weil dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht auf der Basis von § 287 Abs. 1 ZPO 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 (AktE); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls.; BayObLG AG 2006, 41, 42 = NZG 2006, 156, 157 – Pilkington). Vorliegend liegt der im Wege der Schätzung auf der Basis eines Sachverständigengutachtens durch das Gericht ermittelte Wert der A. Moksel AG je Aktie um € 0,58 oder rund 7,9 % höher als der über die Marktkapitalisierung ermittelte Abfindungsbetrag. Zwar wird teilweise in der Literatur die Ansicht vertreten, eine Abweichung unterhalb einer Größenordnung von 10. % könne eine Anpassung nicht rechtfertigen (so für den Fall einer Verschmelzungswertrelation Bungert BB 2003, 699, 701 f.; Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Die Grenze, innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird jedenfalls dann bereits bei 5 % zu ziehen sein (in diese Richtung OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puszkajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation), wenn der Ertragswert in signifikantem Umfang von fast 8 % über dem Börsenkurs liegt. Andernfalls würde das Risiko eines höheren Ertragswerts in unzumutbarem Umfang auf die Antragsteller übertragen.

5. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.
 - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 19.8.2011 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen

wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 11 zu § 320 b), war die Verzinsung ab dem 20.8.2012 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1331 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 26 zu § 305). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

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

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Für eine hiervon abweichende Regelung auf der Basis von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG besteht kein Anlass, nachdem es infolge der Anträge zu einer Erhöhung der angemessenen Barabfindung kam.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Rechtsgrundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG. Demnach ordnet das Gericht

an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Wenn es – wie hier – zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung von ca. 7,9 % kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit ein erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 20 f. zu § 15 SpruchG).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 2 1. Hs SpruchG. Der Erhöhungsbetrag je Aktie beläuft sich auf € 0,58. Bei insgesamt 1.648.458 außenstehenden Aktien, die von dem Squeeze out-Beschluss betroffen waren, resultiert daraus dann der Geschäftswert in Höhe von € 956.047,64. 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 geschuldeten 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.