

Ausfertigung

Landgericht München I

Az. 5HK O 2665/12

verkündet am 6.11.2013

Urkundsbeamter der Geschäftsstelle



In dem Spruchverfahren

gegen

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter

nach mündlicher Verhandlung vom 25.4.2013 am 6.11.2013 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Triumph International AG zu leistende Barabfindung wird für die börsennotierten Aktien auf € 118,03 und für die nicht börsennotierten Aktien auf € 93,66 festgesetzt. Der jeweilige Betrag ist vom 9.2.2012 an mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz unter Berücksichtigung bereits geleisteter Zahlungen zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren 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 werden auf € 1.445.575,01 festgesetzt.

Gründe:

A.

1. a. Die außerordentliche Hauptversammlung der Triumph International AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) fasste am 22.12.2011 auf Verlangen der Antragsgegnerin den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 79,22 je Aktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen, nachdem diese unmittelbar 1.519.411 der insgesamt 1.593.832 Aktien hielt. Von den insgesamt 74.421 außenstehenden Aktien befanden sich 59.200 Aktien, die nicht börsennotiert waren, im Eigentum des Antragstellers zu 39). Die übrigen 15.221 Aktien im Streubesitz wurden im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard) sowie der Börse München notiert. Die Antragsgegnerin selbst hielt einen Teil der börsennotierten Aktien. Am 16.9.2011 ließ die Gesellschaft in einer Ad hoc-Meldung das Verlangen der Antragsgegnerin nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre veröffentlichen.

Der Geschäftsgegenstand der über ein Grundkapital von € 40.754.284,24 verfügenden Gesellschaft besteht ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 der Satzung in der Herstellung und dem Vertrieb von Textilien, insbesondere von Ober- und Unterbekleidung sowie Haushaltstextilien, von Bade- und Sportartikeln, von Bestandteilen dieser Produkte sowie von Geweben, Maschenwaren und Vliesstoffen. Nach § 2 Abs. 2 ihrer Satzung gehört zum Gegenstand des Unternehmens der Triumph International AG weiterhin der Erwerb, die Veräußerung, die Verwaltung, die Vermietung, die Verpachtung oder sonstige Nutzung und Verwertung sowie die Finanzierung von Grundstücken, Gebäuden, Maschinen und maschinellen Anlagen und sonstigen Gegenständen des beweglichen Anlagenvermögens sowie

die Unternehmens-, Organisations- und betriebswirtschaftliche Beratung sowie die Erstellung und Verwertung von Programmen für die Datenverarbeitung. Zudem ist die Gesellschaft aufgrund von § 2 Abs. 3 der Satzung zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die zur Erreichung des Geschäftszwecks notwendig oder nützlich erscheinen, insbesondere auch zur Errichtung von Zweigniederlassungen im In- und Ausland, zur Errichtung oder zum Erwerb anderer Unternehmen gleicher oder verwandter Art und zur Beteiligung an derartigen Unternehmen.

Zwischen der Triumph International AG und der Antragsgegnerin bestand ein bereits am 16.12.1965 abgeschlossener Beherrschungsvertrag, mit dem die Triumph International AG die Leitung ihrer Gesellschaft der Antragsgegnerin als herrschender Gesellschaft unterstellte. Zusätzlich schlossen die beiden Gesellschaften am 10.12.1971 einen Gewinnabführungsvertrag, dem die Hauptversammlung der Triumph International AG durch Beschluss vom 24.8.1972 zustimmte. Aufgrund dieses Vertrages wurde die Gesellschaft verpflichtet, ihren gesamten Gewinn gemäß § 291 AktG an die Antragsgegnerin abzuführen. Die Antragsgegnerin verpflichtete sich, den außenstehenden Aktionären der Gesellschaft für die Laufzeit des Vertrages einen Ausgleich in Form einer Dividendengarantie in Höhe von 15 % p.a. des Nennbetrages der Aktien zu bezahlen, was nunmehr einem jährlichen Ausgleich von € 3,84 brutto je Aktie entsprach. Der auf unbestimmte Zeit laufende Gewinnabführungsvertrag sah eine beiderseitige Kündigungsmöglichkeit mit einer Frist von zwölf Monaten jeweils zum Ende eines Jahres vor, während der Beherrschungsvertrag eine Kündigungsfrist von sechs Monaten jeweils zum Ende eines jeden Jahres enthielt.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 22.12.2011 erstattete die Antragsgegnerin den auf § 327 c Abs. 2 Satz 1 AktG gestützten Bericht, dem eine gutachterliche Stellungnahme der

) beigelegt war (An-

lage AG 2); diese hatte in Anwendung der Ertragswertmethode mit einer die Jahre 2011 bis 2014 umfassenden Detailplanungsphase unter Ansatz eines Basiszinssatzes von 3 % vor Steuern einen Unternehmenswert von € 122,011 Mio. ermittelt, was einem Wert von € 76,55 je Aktie entsprach. Bei der Kapitalisierung der künftigen Überschüsse wurde neben dem Basiszinssatz ein Risikozuschlag von 5,91 % im Jahr 2011, von 6,06 % in den Jahren 2012 und 2013, von 6,08 % im Jahr 2014 sowie von 5,77 % in der Ewigen Rente angesetzt, wobei eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern und ein Beta-Faktor von 1,3 herangezogen wurde. Unter Abzug eines Wachstumsabschlages von 1 % in der Ewigen Rente setzte in dem Gutachten somit einen Kapitalisierungszinssatz von 6,98 % an. Die vom Landgericht München I bestellte Abfindungsprüferin

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 26.10.2011 (Anlage AG 2) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar. Die auf der Grundlage eines Gegenantrags der Hauptaktionärin während der Hauptversammlung erfolgte Erhöhung im Vergleich zu dem ursprünglichen Beschlussvorschlag beruhte auf dem Absinken des der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zugrunde zu legenden Basiszinssatzes auf 2,75 % vor Steuern.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf das Bewertungsgutachten von vom 25.10.2011 sowie den Prüfungsbericht von vom 26.10.2011 (jeweils Teil des Anlagenkonvoluts AG 2) Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 2.2.2012 in das Handelsregister eingetragen und anschließend am 8.2.2012 bekanntgemacht. Im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses waren alle Antragsteller Aktionäre der Triumph International AG.

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 8.5.2012 zumindest per Telefax bei Gericht eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die festgelegte Barabfindung sei zu niedrig und daher unangemessen.
 - a. Der Unternehmenswert der Gesellschaft liege deutlich höher als in den beiden Gutachten auch unter Berücksichtigung der Herabsetzung des Basiszinssatzes angenommen.
 - (1) Dies ergebe sich bereits aus einer zu pessimistischen Umsatzplanung, die eigene Absatzkanäle über die exklusiven Shops nicht hinreichend berücksichtige, zumal sich über diese Shops eine höhere Marge und höhere Umsätze erzielen ließen. Ebenso hätte der Anstieg des Jahres 2011 mit einem Wachstum von 6,6 % im Vergleich zum Vorjahr in den Folgejahren höhere Wachstumsraten nach sich ziehen müssen. Zudem berücksichtige die Planung zu wenig den Trend zu Markenprodukten und dabei besonders auch zu Luxusprodukten. Die Planung sei nicht mehr nachvollziehbar, wenn der Innovations- und Technologievorsprung in den Produktgruppen „Home-ware“ und „Leisureware“ nicht gehalten oder ausgebaut werde. Auch müsse der Wachstumsmotor „Shapeware“ stärker in die Planung einfließen. Die rückläufige Entwicklung über traditionelle Vertriebskanäle widerspreche den Entwicklungen aus der Vergangenheit sowie den Branchentrends. Unklar bleibe auch, inwieweit die Planung auf der Basis von HGB-Zahlen erfolgt sei und inwieweit das Vorsichtsprinzip unzulässiger Weise in die Planung eingeflossen sei. Der Ansatz eines Zinssatzes von 1 % beim Finanzergebnis müsse als zu niedrig bezeichnet werden, wenn schon ein Verbraucher Tagesgeldzinsen von bis zu 2,5 % erwirtschaften könne. Die mangelnde Plausibilität der Planung mit einem zu pessimistischen Ansatz zeige sich auch an der im Vergleich zu den Unternehmen der Peer Group deutlich niedrigeren EBIT-Marge. Auch bedeute der Anstieg der Umsatzerlöse auf das Vorkrisenniveau erst im Geschäftsjahr 2012 einen Widerspruch

zum Ausbau der Position am Markt durch innovative Produktentwicklungen; der dynamische Aufholeffekt ab 2010 spiegle sich in den Planannahmen nicht wider. Die Planung insgesamt sei wegen rückläufiger EBIT-Margen in sich widersprüchlich. Ungeklärt sei auch, inwieweit die Planung die Halbjahresergebnisse und spätere Erkenntnisse des Jahres 2011 berücksichtige.

Im Rahmen der Aufwandsplanung hätten die Aufwendungen für das Firmenjubiläum eliminiert werden müssen. Ebenso sei die Planung der Personalkosten sowie der Materialaufwandsquote unvertretbar zu hoch angesetzt worden. Unplausibel stelle sich der Anstieg der Abschreibungen dar, wenn bei Umsatzerlösen ein Anstieg von nur 2,5 % und beim EBIT von nur 1,5 % angenommen werde. Zudem müsse gefragt werden, ob die Gesellschaft Rückstellungen in zweistelliger Milliardenhöhe vor sich herschiebe.

Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % sei gerade mit Blick auf die Vergangenheit unrealistisch, nachdem nie 50 % ausgeschüttet worden seien. Im Ansatz einer Thesaurierung zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote liege ein Widerspruch zum angewandten IDW S1; dabei müsse der Barwert dieser Erträge vollständig als fiktive Zurechnung thesaurierter Gewinne berücksichtigt werden. Die Besteuerung der Ausschüttung sei zu hoch angesetzt, weil die Ausschüttung aus dem vorhandenen steuerlichen Einlagenkonto unterstellt werden müsse. Ebenfalls zu hoch erfolge der Ansatz der Höhe der effektiven Steuern auf Wertsteigerungen.

Die zutreffende Ermittlung des Ertragswertes verlange zudem Modifikationen angesichts der vom herrschenden Mehrheitsgesellschafter vorgenommenen Eingriffe, vor denen die Minderheitsaktionäre über die Garantiedividende geschützt seien. Ohne diese Modifikationen infolge von Verrechnungspreisen, entgangenen Einnahmen aus der Lizenzierung der Marke „Triumph“, beeinträchtigten bzw. entgangenen Marktchancen durch den Triumph-Konzern, ohne Schlussfolgerungen

rungen aus Nachteilen durch operative und finanzielle Einbindung sowie Funktionsverlagerungen sowie ohne die Auswirkungen eines internen Netting-Projekts mit der dadurch erfolgten Belastung des Zinsergebnisses durch Konzernsachverhalte und den geringeren Wachstumsmöglichkeiten durch das von der Konzernmutter gesteuerte und abgewickelte Exportgeschäft könne kein sachgerechter Unternehmenswert ermittelt werden.

- (2) Der Kapitalisierungszinssatz müsse reduziert werden. Beim Basiszinssatz fehle ein Abschlag für Credit Default Swaps. Auch berücksichtige der gewählte Wert nicht die Wiederanlagemöglichkeiten nur zum tagesaktuellen Zinssatz. Der fehlerhafte Ansatz beim Kapitalisierungszinssatz ergebe sich vor allem aus der Ungeeignetheit des auf dem arithmetischen Mittel aufbauenden (Tax-)CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags. Eine aktuelle Studie der Deutschen Bank zeige für die letzten Jahre gerade keine Überrendite für Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren, weshalb die angesetzte Marktrisikoprämie deutlich überhöht sei. Ebenso sei der Beta-Faktor willkürlich ermittelt worden – die Einbeziehung eines US-amerikanischen Unternehmens müsse ebenso als ungeeignet bezeichnet werden wie die von Calida mit einem hohen Streubesitz und daraus abgeleiteter sehr viel höherer Volatilität der Aktien. Daher leide die Peer Group an mangelnder Vergleichbarkeit der einbezogenen Unternehmen. Der Wachstumsabschlag von lediglich 1% berücksichtige nicht hinreichend die Inflationserwartungen und die starke Stellung der Triumph International AG als Marktführer und den Ausbau durch eigene Geschäfte.
- (3) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei zu niedrig bewertet worden. Ebenso gebe es keine Angaben zu Beteiligungen und dort auftretenden steuerlichen Verlustvorträgen. Auch müssten die zum 31.12.2010 vorhandenen liquiden Mittel als nicht betriebsnot

ges Vermögen dem Ertragswert hinzugerechnet werden. Der Wert der Marke „Triumph“ fehle ebenso beim Ansatz des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

- b. In jedem Fall zeige sich die Unangemessenheit der Barabfindung an der unterbliebenen Berücksichtigung des im maßgeblichen Referenzzeitraum gewichtet bei € 118,03 liegenden Börsenkurses. Angesichts der Existenz von Geldkursen habe jederzeit die Möglichkeit einer Desinvestitionsentscheidung bestanden. Eine Marktenge lasse sich zudem auch angesichts der Zahl der tatsächlich gehandelten Aktien in Relation zu den insgesamt handelbaren Aktien nicht bejahen.
 - c. Jedenfalls ergebe sich aus der Kapitalisierung der Ausgleichszahlung ein über dem Ertragswert liegender Wert, dessen Ansatz aufgrund der Wertung aus Art. 14 Abs. 1 GG geboten sei; der Aktionär müsse an der künftigen positiven Entwicklung teilhaben.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge angesichts der Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung.
- a. Bei den Planannahmen müsse es keine Korrekturen geben gerade auch angesichts des eingeschränkten Prüfungsmaßstabes derartiger Entscheidungen des Vorstandes. Aktuelle Erkenntnisse des Geschäftsjahres 2011 seien in die am 4.10.2011 vom Vorstand der Gesellschaft beschlossene Planung eingeflossen; die Untersuchung der Planungstreue durch habe auch die Erkenntnisse des Jahres 2011 berücksichtigt. Die Planung der künftigen Erträge der Gesellschaft baue auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen auf, die auch nicht widersprüchlich seien. Daher komme ein Ersetzen durch davon abweichende Planannahmen nicht in Betracht. Der Maßgeblichkeit der Planung des Vorstandes stehe die Einbindung in einen Vertragskonzern nicht entgegen.

gen. Dabei dürfe man das Bestehen des Beherrschungsvertrages sowie des Gewinnabführungsvertrages nicht ausblenden, nachdem die Unternehmensverträge zu den Verhältnissen der Gesellschaft gehörten.

- (1) Eine noch höhere Umsatzplanung über ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 3,5 % komme nicht in Betracht, zumal diese Wachstumsrate deutlich über den Ist-Umsätzen der letzten Jahre liege und über das Auslandsgeschäft wegen der Unternehmensverträge keine zusätzlichen Umsätze erzielbar seien. Die eigenen Shops seien gleichfalls hinreichend berücksichtigt, weil daraus der überwiegende Teil des Umsatzwachstums generiert werde bei gleichzeitiger Kompensation des rückläufigen Geschäfts über traditionelle Vertriebswege. Der Anstieg der Umsatzerlöse von 2010 auf 2011 um 6,6 % beruhe auf einmaligen Nachholeffekten nach den krisenbedingt schwächeren Jahren 2009 und 2010. In den Produktgruppen „Homeware“ und „Leisureware“ bestehe wenig Spielraum für weitere Innovations- und Technologievorsprünge, zumal im Bereich „Leisureware“ der Umsatzrückgang durch konzerninterne Verlagerungen des Produktionsortes und im Bereich „Homeware“ der Rückgang der Umsätze infolge des rückläufigen Kommissionsgeschäfts zu berücksichtigen seien.

Als unzutreffend stelle sich die Behauptung einiger Antragsteller über die Entwicklung der Baumwollpreise dar, bei denen tatsächlich ein Anstieg zu verzeichnen sei. Die geplanten Personalkosten für 2011 seien geringer als diejenigen des Jahres 2010; der geplante Anstieg danach beruhe neben den zunehmenden Lohnkosten vor allem auf dem Shop-Konzept, für das die Gesellschaft naturgemäß zusätzliches Verkaufspersonal benötige. Zu berücksichtigen sei die Aufwendung für die 2011 geplante Jubiläumsfeier. Keiner Korrektur bedürfe der Ansatz der Abschreibungen angesichts der mit dem Shop-Konzept verbundenen Investitionen. Rückstellungen seien zum Stichtag überwiegend wieder aufgelöst worden. Die EBIT-

steige zum Ende der Planungsphase an, wobei dies als ambitioniert bezeichnet werden müsse, zumal diese in der Ewigen Rente noch höher ausfalle als in der Detailplanungsphase.

Der im Finanzergebnis mit 1,1 % angesetzte Zinssatz entspreche den realen Zinskonditionen der Gesellschaft. Die Zinsaufwendungen in der Detailplanungsphase für Pensionen seien mit 5,1 % angemessen verzinst. Die Annahme der Thesaurierung begünstige die Aktionäre angesichts des mit der Ausschüttung erst nach Jahren verbundenen Steuerstundungseffektes.

- (2) Die Rüge eines zu hohen Kapitalisierungszinssatzes treffe nicht zu. Der mit 2,75 % vor Steuern angesetzte und nach der Svensson-Methode ermittelte Basiszinssatz müsse nicht korrigiert werden, nachdem dieser nicht Tag genau ermittelt werden müsse und ein Abschlag wegen der Existenz von Credit Default Swaps nicht in Betracht komme. Der zwischen 5,77 und 6,06 % angesetzte Risikozuschlag entspreche den maßgeblichen Vorgaben des (Tax-)CAPM, das als Standardmodell bei der Bestimmung der Kapitalkosten zugrunde gelegt werden müsse, nachdem es den Stand der Wirtschaftsgesellschaften widerspiegele. Der Beta-Faktor beruhe auf einer ausreichenden Zahl von geeigneten Vergleichsunternehmen in der Peer Group und sei nicht zu hoch angesetzt, zumal gerade Unternehmen wie auch Hugo Boss oder Tom Tailor angesichts unterschiedlicher operativer Risiken bzw. des Fehlens einer genügenden Zahl von Datenpunkten zur Ableitung eines fünfjährigen Beta-Faktors nicht vergleichbar seien. Die am festgesetzten Wachstumsabschlag geübte Kritik gehe fehl; dieser müsse nicht in der Höhe der angenommenen Inflation festgesetzt werden. Ausgehend vom Wachstum in der Bekleidungsindustrie aufgrund gesättigter Märkte und des Preisdrucks im Markt für Dessous unter Berücksichtigung der Positionierung der Triumph International AG im mittleren bis gehobenen Preissegment könne ein höheres Wachstum als 1 % nicht ang

werden. Für ein darüber hinausgehendes Wachstum über Mengensteigerungen benötige die Gesellschaft entsprechende Erweiterungsinvestitionen in die Kapazitätsausweitung, was kapitalwertneutral sei.

- (3) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen in Form der Immobilien sei entsprechend den Erläuterungen in der Hauptversammlung zutreffend bewertet worden. Die Gesellschaft verfüge über keine Beteiligungen. Angesichts des Verrechnungskontos zwischen der Triumph International AG und der Muttergesellschaft stünden den in der Bilanz zum 31.12.2010 ausgewiesenen liquiden Mittel kurzfristige, jederzeit fällige Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen in nahezu gleichem Umfang gegenüber, weshalb die vorhandenen liquiden Mittel betriebsnotwendig seien.
- b. Der Börsenkurs spiele angesichts der vorhandenen Marktmenge keine Rolle. Dies ergebe sich aus einer zumindest analogen Anwendung von § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV angesichts der Feststellung von Börsenkursen an weniger als 1/3 der Handelstage – nämlich an 13 von 66 – und mehrerer nacheinander festgestellter Abweichungen der Börsenkurse um mehr als 5 % im maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des anstehenden Squeeze out. Das Vorhandensein von Geldkursen bleibe ohne Bedeutung, weil sich die Kaufnachfrage – jedenfalls bezogen auf das jeweils höchste Kaufangebot – zum Teil nur auf zwei Aktien bezogen und rund 70 % dieser Gebote auf eine Aktienzahl von weniger als 15 Stück sich bezogen hätten. Zudem werde der Börsenkurs durch das Bestehen der Unternehmensverträge verzerrt und sei deshalb unbeachtlich. Hierfür spreche auch der Erwerb von 6.314 Aktien durch die Antragsgegnerin für € 50.000,– kurz vor dem Stichtag. Zudem könne der Börsenkurs ohnehin nur für die ehemals börsennotierten Aktien Relevanz haben, aber von vornherein nicht für die niemals börsennotierten 59.200 Aktien des Antragstellers zu 39). Eine Hochrechnung des Börsenkurses

scheide angesichts eines Zeitraums von nur etwas mehr als drei Monaten zwischen der Bekanntgabe und dem Hauptversammlungsbeschluss aus.

- c. Über die Kapitalisierung der Ausgleichszahlung komme es auch nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung, weil diese bei einem Basiszinssatz von 2,75 % vor Steuern und dem Ansatz eines Mittelwertes von Basiszinssatz und risikoadjustiertem Zins mit € 61,52 deutlich unter dem Barabfindungsangebot bleibe.
4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 21.8.2012 (Bl. 107 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre der Triumph International AG bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 108 d.A.) hat der Vorsitzende der Kammer die Bekanntmachung der Bestellung des gemeinsamen Vertreters im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt neben einem unzutreffend ermittelten Kapitalisierungszinssatz vor allem auch die fehlende Berücksichtigung des Börsenwertes; die Existenz von Geldkursen belege die Möglichkeit einer jederzeitigen freiwilligen Desinvestition.
 - b. In der mündlichen Verhandlung vom 25.4.2013 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer,
, angehört. Ferner hat das Gericht die Abfindungsprüfer in der mündlichen Verhandlung gebeten, in einer schriftlichen Stellungnahme zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung ergänzende Ausführungen zu machen und Alternativberechnungen mit geänderten Kapitalisierungszinssätzen durchzuführen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.4.2013 (Bl. 266/292 d.A.) sowie die ergänzen-

de schriftliche Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 14.05.2013 (Bl. 296/304 d.A.).

Das Gericht hat ferner gemäß Beschluss vom 21.2.2013 (Bl. 227/234 d.A.) einen schriftliche Auskunft der Frankfurter Wertpapierbörse sowie der Börse München eingeholt. Hinsichtlich des Inhalts der Auskünfte wird Bezug genommen auf die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachten Stellungnahmen der Börse München vom 6.3.2013 (Bl. 242 d.A. nebst Anlagen) sowie der Frankfurter Wertpapierbörse vom 14.3.2013 (Bl. 244/245 d.A. nebst Anlage).

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.04.2013 (Bl. 266/292 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer (höheren) angemessenen Barabfindung sind zulässig und sowohl für die börsennotierten wie auch für die nicht börsennotierten Aktien begründet. Als angemessene Barabfindung war für die börsennotierten Aktien ein Betrag von € 118,03 und für die nicht börsennotierten Aktien ein Betrag von € 93,66 festzusetzen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister Aktionäre der Triumph International AG waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Sachvortrag aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder mit Schriftsatz vom 27.12.2012 (Bl. 216/233 d.A.) unstreitig gestellt; mithin gilt der entsprechende Vortrag aller Antragsteller gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.
2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung erfolgte am 8.2.2012, weshalb die Frist am 8.5.2012 endete. An diesem Tag gingen spätestens alle Anträge beim Landgericht München I zumindest per Telefax und damit fristwährend ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305, Rdn. 8 zu § 4 SpruchG). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge sind begründet, weil die angemessene Barabfindung auf € 118,03 je börsennotierter Stückaktie und für die nicht börsennotierten Aktien auf € 93,66 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). Dabei ist nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 5 zu § 327 b und Rdn. 24 c zu § 305; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Rdn. 3 zu § 327 b; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rdn. 9 zu § 327 b; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh 8 11

Rdn. 197 f.; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., Rdn. 36 zu § 305 AktG).

1. Für die börsennotierten Aktien der Triumph International AG beträgt die angemessene Barabfindung € 118,03. Dieser Betrag ist nach dem unstreitigen Vortrag der Beteiligten innerhalb einer Referenzperiode von drei Monaten vor der am 16.9.2011 erfolgten Bekanntgabe des Squeeze out an die Kapitalmärkte heranzuziehen.
 - a. Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., 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.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden. 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

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 Hauptaktio-

närs 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 Kontrollenerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zugrunde, nicht aber den Zeitraum zwischen Kontrollenerlangung 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.

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)

- b. Eine Ausnahme von der Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Mindestwert für die angemessene Barabfindung lässt sich vorliegend nicht bejahen.

- (1) In der Rechtsprechung ist anerkannt, dass der Börsenkurs ausnahmsweise dann keine Rolle spielt, wenn der Börsenwert den Verkehrswert der Aktien nicht widerspiegelt. Dies kommt aber immer nur dann in Betracht, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengpass der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder wenn der Börsenpreis manipuliert worden ist (vgl. BVerfGE 100, 289, 309 = NJW 1999, 3769, 3772, = ZIP 1999, 1436, 1442 = AG 1999, 566, 571 = WM 1999, 1666, 1670 = BB 1999, 1778, 1781 = DB 1999, 1693, 1696 – DAT/Altana; BGHZ 147, 108, 116 = NJW 2001, 2080, 2081 f. = NZG 2001, 603, 604 = AG 2001, 417, 418 = ZIP 2001, 734, 736 = WM 2001, 856, 859 = BB 2001, 1053, 1055 = DB 2001, 969, 971 = JR 2002, 13, 15; OLG München AG 2012, 749, 751 f.)

Vorliegend kann indes auch unter Berücksichtigung der Einwendungen der Antragsgegnerin gegen die Maßgeblichkeit des Börsenkurses keine Marktengpass angenommen werden. Der Antragsgegner

zuzugeben, dass die Voraussetzungen aus § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV erfüllt sind und dies gegen die Berücksichtigung des Börsenkurses spricht. Nach dieser Vorschrift ist der durchschnittliche Börsenkurs für die Ermittlung der Höhe der Gegenleistung für Aktien der Zielgesellschaft nämlich dann nicht maßgeblich, wenn für die Aktien der Zielgesellschaft an weniger als 1/3 der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen. Zwar wird vor allem in der Literatur überwiegend vertreten, bei Erfüllung der Voraussetzungen dieser Ausnahmvorschrift könne bei einem Squeeze out nicht auf den Börsenkurs abgestellt werden (so Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rdn. 5 zu § 327 b; Hasselbach in: Kölner Kommentar zum WpÜG, Rdn. 20 zu § 327 b AktG; ebenso LG Frankenthal, Beschluss vom 13.8.2013, Az. 2 HK O 120/10 AktG) kann die Kammer dem in der vorliegenden Situation nicht folgen.

Es bestand hier nämlich die Besonderheit, dass in dem maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze out jedenfalls an der Frankfurter Börse über einen beträchtlichen Zeitraum Kurse ausgewiesen worden sind, die mit der Existenz von Geldkursen vergleichbar sind. Dies bedeutet, dass wegen bestehender Kaufnachfrage die Möglichkeit für die Minderheitsaktionäre bestanden hätte, ihre Aktien in diesem Zeitraum über die Börse zu veräußern (vgl. OLG München ZIP 2006, 1722, 1723 f. = Der Konzern 2006, 692, 694 f. = AG 2007, 246, 247 = DNotZ 2006, 946, 947 f.; in diese Richtung auch OLG Stuttgart AG 2008, 783, 787; Fleischer in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., Rdn. 17 zu § 327 b). Die Frankfurter Börse hat in ihrer Stellungnahme vom 14.3.2013 zwar ausgeführt, es gebe seit der Umstellung des Präsenzhandels der Frankfurter Wertpapierbörse auf die Xetra-Technik keine Hinweise wie „Geld“, „Brief“ oder „gestrichene Taxe“ mehr. Gleichzeitig stellte die Frankfurter Börse aber heraus, dass in ihrem relevanten Marktmodell in Fällen, in denen keine ausführbare Ordersituation

vorliegt, ein Preis ohne Umsatz auf Basis der Geldseite des indikativen Spezialistenquotes generiert wird – dies geschah an insgesamt 62 Tagen. Hinzu kamen im maßgeblichen Zeitraum 14 umsatzbehaftete Preise. Zudem besagt § 107 Abs. 1 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, dass die Eingabe eines separaten verbindlichen Quotes zur Feststellung eines umsatzlosen Bewertungspreises in das Handelssystem stets nur auf der Grundlage eines zuvor mit Volumen eingestellten indikativen Quotes oder auf der Grundlage einer Kauforder mit einem Limit innerhalb des Geld-/Brieflimits des indikativen Quotes mit signifikantem Gegenwert zulässig ist. Die entsprechenden Quotes sind von der Frankfurter Wertpapierbörse in ihrer Stellungnahme ebenfalls angegeben und belegen das Vorhandensein eines nicht unerheblichen Volumens. Aus diesen Umständen zog die Frankfurter Börse in ihrer Stellungnahme den Schluss, dass der Handel für die in den Quotierungen ausgewiesenen Stückzahlen uneingeschränkt möglich war. Die Kammer hat keinen Grund, an der Richtigkeit dieser Schlussfolgerung der Frankfurter Wertpapierbörse zu zweifeln. In dieser Situation einer jederzeit möglichen Deinvestitionsentscheidung an der Frankfurter Wertpapierbörse kommt es nicht mehr entscheidend darauf an, dass an der Börse München nach den Feststellungen im fraglichen Referenzzeitraum vom 16.6.2011 bis 15.9.2011 an der Börse München praktisch kein Handel stattgefunden hat.

- (2) Die Existenz der Unternehmensverträge zwischen der Triumph International AG und der Antragsgegnerin lässt eine andere Beurteilung gleichfalls nicht zu. Wenn – wie unten noch näher auszuführen sein wird – bei der Ermittlung des Ertragswerts der Gesellschaft die Unternehmensverträge insofern berücksichtigt werden, als nachteilige Geschäfte nicht ausgeglichen werden müssen und es alleine deshalb zu keinen Anpassungen des Ertragswertes kommen kann, wäre es widersprüchlich, den Börsenkurs deshalb unberücksichtigt zu l

weil dessen Höhe durch die Existenz des Ausgleichsanspruchs beeinflusst worden sein kann.

2. Für die nicht börsennotierten Aktien war die angemessene Barabfindung auf € 93,66 zu erhöhen. Wenn Aktien nicht an der Börse notiert sind, greifen die Erwägungen, aus denen heraus die Rechtsprechung den Börsenwert als Mindestwert heranzieht, nicht ein. Nur bei Aktien, die an der Börse gehandelt werden können, kann der Aktionär auch den Börsenwert als Warenverkehrswert realisieren. Demzufolge kann bei nicht börsennotierten Aktien auch nur der Ertragswert als angemessene Abfindung herangezogen werden, der vorliegend € 93,66 beträgt. Da dieser Wert unter dem Börsenwert liegt, kommt eine weitere Erhöhung der Abfindung für die börsennotierten Aktien nicht in Betracht.

Der in diesem Zusammenhang maßgebliche 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 Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; 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; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18684/11).
- b. Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabs sind Änderungen der Planannahmen nicht gerechtfertigt. Dabei muss die Planung vor allem auch deshalb nicht angepasst werden, weil die Triumph International AG mit der Antragsgegnerin über einen Beherrschungs- und einen weiteren Gewinnabführungsvertrag verbunden ist und bestimmte Marktchancen von der Muttergesellschaft wahrgenommen werden. Die vertragliche Beherrschung der Gesellschaft kann bei der Ermittlung des Ertragswerts aus Anlass des Squeeze out-Beschlusses nicht unberücksichtigt bleiben. Dies ergibt sich aus der grundlegenden Erwägung heraus, dass die Verhältnis-

se der Gesellschaft zum Stichtag der Hauptversammlung maßgeblich sind, in der der Beschluss nach § 327 a Abs. 1 AktG gefasst wird. Zu diesen die Gesellschaft prägenden Verhältnissen gehört auch der Beherrschungs- wie auch der zeitlich nachfolgend abgeschlossene Gewinnabführungsvertrag zwischen der Triumph International AG und der Antragsgegnerin. In einem Vertragskonzern muss der Vorstand der abhängigen Gesellschaft auch nachteilige Weisungen aufgrund der gesetzlichen Regelung in § 308 Abs. 1 AktG hinnehmen und ausführen. Die außenstehenden Aktionäre sind durch die Regelung über den festen Ausgleich vor den Auswirkungen nachteiliger Weisungen hinreichend geschützt. Dieser Ausgleich gewährt ihnen aber keinen Schutz vor einer Auszehrung des Unternehmens als Folge nachteiliger Weisungen seitens des herrschenden Unternehmens. Verliert der Inhaber des Ausgleichsanspruchs dann die Stellung als Aktionär durch einen Squeeze out, müssen die Verhältnisse der Gesellschaft unter Hinnahme nachteiliger Weisungen ermittelt werden. Das Gesetz erlaubt die Übertragung von Vermögenswerten vom beherrschten auf das herrschende Unternehmen im Rahmen eines Beherrschungsvertrages. Dies war eine vom Gesetzgeber in § 291 AktG bewusst geschaffene Möglichkeit, die Geschäftspolitik des beherrschten Unternehmens an Konzerninteressen auszurichten und diesem auch nachteilige Weisungen zu erteilen. Der Gesetzgeber hat ausreichende, die Vorgaben aus Art. 14 Abs. 1 GG beachtende Schutzmechanismen geschaffen, indem er den außenstehenden Aktionären die Wahl zwischen Ausscheiden gegen Abfindung oder Verbleib bei Ausgleich gibt. Der den Ausgleich wählende Aktionär muss folglich Vermögensverschiebungen der beherrschten Gesellschaft hinnehmen, da er aufgrund der gesetzlichen Zulässigkeit derartiger Maßnahmen in § 308 AktG damit rechnen musste und er durch die Möglichkeit des Ausscheidens gegen eine angemessene Abfindung davor geschützt wird. Der Wunsch, auch an der wirtschaftlichen Entwicklung des beherrschten Unternehmens in einer Weise teilzunehmen, als ob es den Unternehmensvertrag nicht gebe, wird vom Gesetz nicht geschützt (vgl. OLG Stuttgart AG 2010, 510, 511; OLG Düsseldorf

NZG 2005, 280, 283 f. = AG 2004, 324, 327 = ZIP 2004, 753, 757 = DB 2004, 1032, 1035). Eine fiktive Planung, die dann durchzuführen wäre, entspricht nicht den Grundsätzen einer stand alone-Bewertung, die sich an den Verhältnissen am Stichtag orientiert.

Demzufolge muss eine Änderung der Planung über die Eliminierung nachteiliger Geschäfte aus der Vergangenheit entgegen der Auffassung vor allem der Antragsteller zu 39) bis 41) nicht erfolgen. Auch unter Beachtung des im Spruchverfahren aufgrund von §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG geltenden Amtsermittlungsgrundsatzes war die Kammer somit nicht gehalten, die Konzernverrechnung einem Fremd- oder Drittvergleich zu unterziehen, entgangene Einnahmen aus der Lizenzierung der Marke „Triumph“ und beeinträchtigte/entgangene Marktchancen durch die Organisation des Online-Geschäfts ausschließlich im Mutterkonzern und nicht bei der Triumph International AG zu ermitteln. Auch mussten aus demselben Grund keine Berechnungen über die Auswirkungen von Nachteilen durch operative und finanzielle Einbindung oder auszugleichende Funktionsverlagerungen in Folge der Produktionsverlagerung ins Ausland sowie durch ein internes Netting-Projekt vorgenommen werden.

Dem kann auch nicht der Rechtsgedanke des § 311 AktG über den Nachteilsausgleich entgegengehalten werden. Diese Vorschrift gilt nur im faktischen Konzern, bei dem es aber gerade keine vertragliche Beherrschung durch die Obergesellschaft gibt. Ob im Einzelfall existenzgefährdende Weisungen mit der h.M. als unzulässig anzusehen sind oder diese Auffassung mit einer Mindermeinung abzulehnen ist (vgl. einerseits OLG Düsseldorf AG 1990, 490, 492; LG München I, Urteil vom 5.4.2012, Az. 5HK O 20488/11; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 61 zu § 308 AktG; Langenbucher in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 31 ff. zu § 308; andererseits Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 16 zu § 291 und Rdn. 31 zu § 308), muss hier nicht abschließend entschieden werden, auch wenn sehr gute Gründe für die Unzulässigkeit existenzgefährdender Weisungen sprechen.

Nach dem Vortrag der Beteiligten gibt es keinerlei Anhaltspunkte für das Vorliegen der Voraussetzungen dieser. Ausnahmesituation unzulässiger Weisungen gibt.

- (1) Die einzelnen Planannahmen in Bezug auf die erzielbaren Nettoüberschüsse bedürfen keiner Korrektur.
 - (a) Dabei kann von einer zu pessimistischen und daher nicht plausiblen Planung nicht unter dem Gesichtspunkt ausgegangen werden, eigene Absatzkanäle über die exklusiven Shops seien nicht hinreichend berücksichtigt. Die Planung sah nämlich ein Wachstum der Umsatzerlöse in einer Größenordnung von 3 % vor; ebenso wurde in der Detailplanungsphase eine EBIT-Marge von 4,4 und 4,5 % angesetzt. Die Abfindungsprüfer erläuterten, warum weder die Steigerungsraten beim Umsatz noch bei der EBIT-Marge unplausibel sind. Zur Begründung verweisen sie zum einen auf das Geschäftsmodell der Triumph International AG, bei dem es wenig Möglichkeiten gebe, grundlegend neue Produkte in den Markt zu bringen, und zum anderen auf die starke Konjunkturabhängigkeit und Preissensibilität. Aus diesem Grunde sollten ja über die eigenen Shops Umsätze generiert werden. Bei der Marge zeigt sich dann, dass die auch im Prüfungsbericht angesetzten Steigerungsraten deutlich über dem Durchschnitt des Vergangenheitszeitraums lag, der mit drei Jahren hinreichend lang bemessen war. Im Terminal Value wurde sogar mit einer EBIT-Marge von 4,9 % gerechnet. Diesen Wert erreichte die Gesellschaft entsprechend den Ausführungen von _____ so noch nie. Daraus muss dann aber der Schluss gezogen werden, dass die neuen Vertriebskanäle und die daraus abzuleitenden Wachstumschancen hinreichend in die Umsatz- und EBIT-Planungen eingeflossen sind.

Dem Anstieg auch der Umsätze durch den Ausbau des Vertriebs über eigene Shops steht auf der anderen Seite aber ein Umsatzrückgang im angestammten Geschäft mit dem Einzelhandel gegenüber, wobei neben strukturellen Veränderungen im Einzelhandel auch der hohe Wettbewerbsdruck wiederum eine Rolle spielt.

Daher muss die Gesamtplanung in diesem Bereich nicht korrigiert werden, nachdem es zu gegenläufigen Effekten in den eigenen Shops einerseits und bei den traditionellen Vertriebskanälen andererseits kommt, wie die nachfolgenden Zahlen belegen, bei denen auch erhöhte Aufwendungen in den eigenen Shops die Margen nicht stärker als geplant ansteigen lassen.

Bei dem Verkauf über die eigenen Vertriebssshops ging die Gesellschaft von einem entsprechenden Anstieg der Absatzmengen aus, bei dem die Margenveränderungen zum Vorjahr in Prozent in 2011 8,5 % und in den Jahren 2012 bis 2014 jeweils 6 % betragen sollten. Zudem wurde durch geplante Preiserhöhungen ein weiteres Wachstum erwartet. Insgesamt wurde für den Bereich Retail ausweislich der Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 14.5.2013 ausgehend vom Jahr 2010 folgende Umsatzveränderungen jeweils im Vergleich zum Vorjahr geplant – 2011 sollte es ein Wachstum von 19,9 %, 2012 von 15 %, 2013 von 14 % und im Jahr 2014 von 13,1 % geben. Diese Umsatzentwicklung führte indes zu einem absoluten Anstieg der Materialaufwendungen, der allerdings deutlich hinter dem Umsatzwachstum liegen soll – 2011 bei 9,6 %, 2012 bei 11,3 %, 2013 bei 9,2 % und 2014 bei 8,7 %. Der Rohertrag steigt daher von rund 55 % auf rund 60 %. Damit spiegelt die Planung aber sehr wohl die Auswirkungen der Shop-Expansion mit dadurch bedingtem steigenden Umsatzanteil der höhermargigen Shopgeschäfte im Bereich Retail wider. Allerdings führt

dieser Effekt durch die unterschiedlichen Volumina der Bereiche am Gesamtumsatz in den zusammengefassten Umsatz- und Materialaufwandszahlungen insgesamt nur zu einer geringfügig anzusetzenden Steigerung. Der Ausbau der Shops führt nämlich nachvollziehbar auch zu einem Anstieg der Aufwendungen im Personalbereich, der sonstigen Aufwendungen und der Abschreibungen, wodurch der Anstieg der Rohertragsmarge teilweise wieder aufgezehrt wird. Die bessere Marge muss zudem auch die Aufwendungen decken, die bei den traditionellen bisherigen Vertriebskanälen nicht oder jedenfalls nicht in diesem Umfang angefallen sind – mithin in erster Linie Verkaufspersonal, Lademieten, Mietnebenkosten und Abschreibungen als Folge von notwendig werdenden Investitionen.

Demgegenüber ging die Gesellschaft im Segment „Wholesale“ – mithin bei den traditionellen Abnehmern wie Warenhäusern und Warenfachgeschäften – von einem Umsatzrückgang aus. Demgemäß plante die Triumph International AG für diesen Bereich für das Jahr 2011 eine Stagnation der Umsätze im Vergleich zum Vorjahr, während es 2012 zu einem Umsatzrückgang von 0,5 % im Jahr 2013 von 1,0 % und im Jahr 2014 von 1,2 % jeweils im Vergleich zum Vorjahr kommen sollte. Ungeachtet des Preisdrucks am Markt plante die Gesellschaft aber einen Anstieg der Durchschnittspreise je Stück von 4 % im Jahr 2011, von 5 % im Jahr 2012, von 3 % im Jahr 2013 sowie von 2,5 % im Jahr 2014 jeweils wiederum im Vergleich zum Vorjahr. Die Anstiege der Rohstoffpreise, Steigerung der Lohnkosten sowie allgemeine Preissteigerungen führen zu einem produktbedingten Anstieg der Materialaufwendungen. Dies führt bei den Materialaufwendungen zu denselben Veränderungen wie bei den Durchschnittspreisen je Stück. Der Rohertrag wurde konstant mit 48 % geplant.

Die Gesamtschau dieser Planansätze führt dann letztlich zu dem Anstieg der EBIT-Marge von 4,7 % auf 4,9 %. Gerade in der Vergleichsperiode von 2008 bis 2010 erreichte die Gesellschaft lediglich Margen von 0,3 % bis 3,7 %. Auch wenn dies sicherlich der Finanz- und Wirtschaftskrise als Folge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers Inc. geschuldet war, muss gesehen werden, dass die Gesellschaft sehr wohl deutliche Steigerungen geplant hat. Diese müssen aus den oben geschilderten Gründen auch als plausibel bezeichnet werden. Allein der Umstand, dass möglicherweise andere Planzahlen, die zu noch besseren Ergebnissen führen würden, gleichfalls plausibel sind, kann nicht dazu führen, die Planannahmen des Vorstandes der Gesellschaft nicht zugrunde zu legen.

Der Plausibilität dieser Planannahmen kann auch nicht entgegengehalten werden, es gebe entsprechend von Presseberichten aus dem Jahr 2013 einen Trend zu edlen Dessousmarken, wobei über Jungdesigner gerade junge Käuferschichten für edle Dessous aus Seide und Leder angesprochen werden sollen. Das in dem mehr als ein Jahr nach der maßgeblichen Hauptversammlung erschienenen Artikel angesprochene Wachstum bezieht sich nämlich auf ein Modesegment, das nahezu nicht zum Produktportfolio der Triumph International AG gehört. Daher kann daraus kein Rückschluss auf die Unangemessenheit der Planung der Gesellschaft gezogen werden. Die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer haben sich in ihrem Prüfungsbericht zudem auch mit den ihnen vorliegenden Marktstudien auseinandergesetzt, die im April 2011 und damit deutlich zeitnäher zum Stichtag der Hauptversammlung von einem Wachstum im Wäschemarkt von 1,1 % ausgingen und dabei bereits einen sich umkehrenden Trend weg von immer preiswerteren Produkten ansprachen. Wenn dann die Wachstumsprognose der Gesellschaft über diesem Wert liegt, kann von ei

pessimistischen und damit unplausiblen Planung nicht gesprochen werden.

Die angesetzte EBIT-Marge kann aber auch nicht deshalb als zu niedrig ermittelt bewertet werden, weil sie niedriger ist als die der Peer Group-Unternehmen. Entscheidend für die Ermittlung der Marge ist das Geschäftsmodell der Gesellschaft selbst. Unternehmen aus der Peer Group sind zumindest teilweise in anderen Märkten tätig und haben daher auch andere Chancen. Daher ist in diesem Zusammenhang ein Rückgriff auf die Unternehmen der Peer Group nicht zwingend.

Für den gerügten Ansatz einer rückläufigen EBIT-Marge gibt es in den Planannahmen keine Ansatzpunkte, wenn von Werten zwischen 4,5 bis 4,4 % ausgegangen wird. Die Differenz von 0,1 Prozentpunkten stellt sich als das Ergebnis von Abschreibungen dar, die indes angesichts der Investitionen in die Shops erforderlich waren. Für die Ermittlung des Ertragswertes sehr viel entscheidender ist allerdings der Anstieg in der Ewigen Rente, wo von einer EBIT-Marge von 4,9 % ausgegangen wird.

- (b) Ein unplausibler Ansatz bei den Planannahmen lässt sich nicht aus der unterbliebenen Fortschreibung des Anstieges von 2010 auf 2011 mit einem Wert von 6,6 % ableiten. Dieses starke Umsatzwachstum beruht auf einem Nachholeffekt nach dem Einbruch des Jahres 2009, wie er im Zuge der weltweiten Finanzkrise auftrat.
- (c) Die Planung berücksichtigt auch in ausreichendem Umfang den Trend zu Markenprodukten und damit auch zugleich zu Luxusprodukten. Die Kammer hat keinen Zweifel, dass es sich bei den Produkten der Triumph International AG um eingeführte Markenprodukte handelt. Allerdings muss gesehen werden,

dass Luxusprodukte – mithin Dessous mit Preisen regelmäßig zwischen € 100,-- und € 200,--, zu denen ein Trend zu beobachten sein wird – im Portfolio der Gesellschaft nicht sehr stark vertreten sind. Die Vertreter der Gesellschaft wiesen in der mündlichen Verhandlung nämlich ergänzend darauf hin, dass die bereits in einem hochpreisigen Segment angesiedelte Produktlinie „Essence“ weniger als 5 % zum Gesamtumsatz des Unternehmens beitrage und diese hochpreisigen Produkte auch in die Planannahmen des Vorstandes eingeflossen seien.

- (d) Gleichfalls nicht korrekturbedürftig sind nach den in der mündlichen Verhandlung gewonnenen Erkenntnissen die Ansätze im Produktbereich „Shapeware“. Herr Wirtschaftsprüfer erläuterte hierzu, das Thema „Shapeware“ sei in der Planung abgebildet. Die ihnen von der Gesellschaft mitgeteilte Einschätzung wurde von den Abfindungsprüfern überprüft; dabei konnten sie keine über das Geplante hinausgehende Dynamik erkennen. Die Ist-Ergebnisse des Jahres 2011, das im Zeitpunkt der Hauptversammlung im Dezember 2001 weitgehend beendet war, erbrachte ein Ergebnis, das mit einem Überschuss von € 9,6 Mio. deutlich unter dem Planwert von € 12,7 Mio. lag. Daraus kann jedenfalls der Schluss gezogen werden, dass sich in diesem Bereich der „Shapeware“ die Planung jedenfalls nicht als übertrieben pessimistisch darstellte.
- (e) Eine Anpassung muss nicht wegen einer nicht hinreichend erfolgten Berücksichtigung eines Innovations- und Technologievorsprungs in den Produktgruppen „Homeware“ und „Leisureware“ erfolgen. Die Ausführungen im Bewertungsgutachten von , auf die sich diese Rüge vor allem des Antragsstellers zu 16) bezogen haben, sprechen ausschließlich den Bereich der Produktion und die dort vorhandene Technologie an und nicht

die von der Gesellschaft hergestellten Produkte, bei denen es sich zweifelsohne nicht um Technologieprodukte handelt.

Eine innovativere Ausgestaltung der Produktion musste nicht in die Planung einbezogen werden. Die Triumph International AG verlagerte kurze Zeit vor Beginn des Planungszeitraums und damit auch vor Aufnahme der Prüfungstätigkeiten seitens der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer die Produktion ins Ausland, während die Entwicklung in Deutschland verblieb. Dabei war die Technologie der Produktion nach den Erkenntnissen der Prüfer vor Beginn der Planung neu aufgestellt, was dann auch die Basis der Planannahmen der Gesellschaft bildete. Die Berücksichtigung einer innovativeren Ausgestaltung der Produktion würde einen Verstoß gegen die Wurzeltheorie bedeuten, weil nach den Aussagen von

bei seiner Anhörung derartige weitergehende Verbesserungen der Produktionsabläufe nicht erwogen waren und daher auch keine Berücksichtigung finden konnten. Abgesehen davon verwies er auch auf die rückläufige Materialaufwandsquote in der Detailplanungsphase. Dem muss entnommen werden, dass positive Auswirkungen der Umstellung der Produktion und deren Verlagerung sehr wohl in die Planung eingeflossen sind.

- (f) Soweit bei den traditionellen Vertriebskanälen eine rückläufige Entwicklung angenommen wurde, müssen die Planannahmen hierzu nicht nach oben angepasst werden.

erläuterte bei seiner Anhörung, die Gesellschaft habe im Zuge der Finanzkrise Vertriebsunternehmen verloren. Die Insolvenz von Quelle und Karstadt waren hierfür ebenso ursächlich wie der Verlust von Vertriebskanälen über dem klassischen Einzelhandel. Gerade aus diesem Grunde entschied sich die Gesellschaft für die Innovation über die Schaffung

Vertriebskanälen in eigenen Shops – eine Entwicklung, wie sie in der gesamten Branche zu beobachten ist. Gerade aber auch wegen dieses Branchentrends hat die Kammer keinen hinreichenden Anlass, die Planannahmen der Gesellschaft als unplausibel einzustufen. Letztlich führt der Trend in der Branche zu eigenen Shops dazu, dass auch dort wiederum ein erheblicher Wettbewerb stattfinden wird, durch den Druck auf die Margen ausgeübt wird.

- (g) Eine mangelnde Plausibilität der Planung lässt sich auch nicht damit begründen, die Annahme des Anstiegs der Umsatzerlöse auf das Vorkrisenniveau erst im Jahre 2012 bedeute einen Widerspruch zum Ausbau der Marktposition durch innovative Produktentwicklungen, weshalb sich der dynamische Aufholeffekt nicht hinreichend in der Planung widerspiegele. Das neue Konzept über eigene Shops bedeutet nämlich nicht, dass damit eine signifikante Mengenveränderung nach oben verbunden wäre, nachdem der Verlust der klassischen Vertriebskanäle wie Quelle oder Karstadt auch zu Forderungsausfällen führte. Gerade wegen der Preissensibilität des Marktes lässt sich eine signifikante Marktausweitung nicht annehmen, wie der gerichtlich bestellte Abfindungsprüfer erläuterte. Es kann kein Zweifel bestehen, dass es durch die Finanzmarktkrise eine Delle gab, nach der man über die neue Shop-Idee wieder das Niveau der Vorkrisenzeit erreichen konnte. Angesichts der beschriebenen Lage am Markt, in dem die Triumph International AG als Wettbewerber auftritt, ist es nachvollziehbar, wenn die Planungen nicht von einem früheren Erreichen des Vorkrisenniveaus ausgehen.
- (h) Die Zinskonditionen entsprachen nach der Auskunft der Abfindungsprüfer sowohl im Einnahmen- wie auch im Ausgabenbe-

reich den tatsächlichen Konditionen, zu denen die Gesellschaft Kredite aufnimmt oder Gelder anlegt.

verwies darauf, dass die im Prüfungsbericht genannten Zinssätze von 1 % bzw. 1,1 % den vertraglich vereinbarten Konditionen entsprechen und sowohl gewährte wie auch ausgereichte Darlehen innerhalb der konzerninternen Finanzierungen betrafen, in der die Triumph International AG eine Bankenfunktion wahrnimmt. Da ein Beherrschungsvertrag besteht, muss entgegen der von Antragstellern geäußerten Auffassung ein zu niedrigen Zinssätzen führender Gesellschaftereinfluss nicht eliminiert werden. Insoweit kann zur Begründung auf die bereits oben zu § 308 AktG gemachten Ausführungen verwiesen werden.

- (i) Im Rahmen der Aufwandsplanung müssen Aufwendungen für das Firmenjubiläum nicht eliminiert werden, weil dieses bereits im Planungszeitraum stattfand und dementsprechend auch abgebildet werden musste.
- (j) Für einen unvertretbar hohen Ansatz von Personalkosten bei der Planung sieht die Kammer nach den ergänzenden Ausführungen der gerichtlich bestellten Prüfer keinen Anlass. Zwar kam es in der Vergangenheit zu einem Rückgang der Personalkosten, der vor allem im Jahr 2010 durch einen Personalabbau von 95 Mitarbeitern verursacht war. Da aber die Gesellschaft auf ein verändertes Konzept mit den eigenen Shops setzt und demgemäß 34 neue Shops eröffnet wurden, müssen entsprechende Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter eingestellt werden, was entsprechend in der Planung abgebildet wurde. Die durch die geänderten Vertriebswege zwingend notwendig gewordene Einstellung von zusätzlichem Personal führt dann auch entsprechend zu einem gestiegenen Personalaufwand.

- (k) Für einen überhöhten Ansatz der Materialaufwandsquote als Folge einer Überschätzung der Entwicklung der Baumwollpreise bestehen keine hinreichenden Anhaltspunkte. Der gerichtlich bestellte Abfindungsprüfer erläuterte, in den Jahren 2009/2010 habe es eine „Explosion“ der Baumwollpreise gegeben, wobei die Triumph International AG damals nicht in der Lage gewesen sei, diese Preissteigerungen an den Markt weiterzugeben. Demgegenüber unterstellte die Planung, dass Preissteigerungen bei den Rohstoffen an die Kundinnen und Kunden weitergegeben werden können – zwar wurde bei diesen möglichen Preissprüngen vereinfachend unterstellt, es werde solche Sondereffekte nicht mehr geben; diese Unterstellung erfolgte aber demgemäß gerade nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre.
- (l) Die Anhörung der Abfindungsprüfer konnte den Vortrag einiger Antragsteller nicht bestätigen, die Gesellschaft schiebe eine Rückstellung in zweistelliger Milliardenhöhe vor sich her. Sie verwiesen auf die Bilanz zum 31.12.2010 als Ansatzpunkt für die Planbilanzen, die mit Rückstellungen in Höhe von € 23,7 Mio. keinerlei Ansatzpunkte für derartige hohe Rückstellungen aufwies.
- (m) Beim Ansatz der Abschreibungen sind Korrekturen nicht geboten, nachdem die entsprechenden Ansätze plausibel sind. Der Anstieg von 2011 auf 2012 um € 270.000,-- beruht nachvollziehbar und folglich plausibel auf den Investitionen, die als Folge des neuen Shopkonzepts gerade in die Ausstattung der neuen Räume vorgenommen werden mussten. Die Abschreibungen sind dabei sofort anzusetzen, während die Umsätze erst später generiert werden, was auch davon abhängt, wie das neue Konzept von Kundenseite her angenommen wird.

(2) Bei den Planannahmen zur Ausschüttung und Thesaurierung sind Änderungen nicht geboten.

- (a) Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente bedarf keiner Korrektur. Zwar wird regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttung in der Detailplanungsphase an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren habe (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11). Vorliegend besteht jedoch die Besonderheit, dass in der Vergangenheit das Ergebnis stets in voller Höhe an die Antragsgegnerin als Hauptaktionär und herrschendes Unternehmen ausbezahlt wurde, der seinerseits die Garantiedividende an die außenstehenden Aktionäre zahlte. Eine Abbildung dieses Konzepts würde für die Aktionäre eine maximale Steuerlast nach sich ziehen, weil ihre Erträge der vollen Besteuerung nach dem Konzept der Abgeltungsteuer unterliegen würden. Bei dieser Annahme käme nach den Berechnungen der Abfindungsprüfer ein 7,- € bis 8,- € niedrigerer Wert pro Aktie heraus. Folglich ist die Annahme einer Ausschüttungsquote, die sich am tatsächlichen Ausschüttungsverhalten anderer Unternehmen orientiert, in Phase I als angemessen zu bezeichnen. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote wird je nach Studie mit Werten zwischen 40 % oder 60 % oder 40 und 70 % beschrieben. Wenn dann auf den ungefähren Mittelwert von 50 % zurückgegriffen wird, muss dies nicht korrigiert werden.

Dies gilt auch für den Terminal Value. Da eine konkrete Unternehmensplanung nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. nur OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11). Damit konnte auch in der

Ewigen Rente von dem Wert von 50 % ausgegangen werden. 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. Von einer durch ein besonders dynamisches Wachstum gekennzeichneten Branche lässt sich bei der Textilwirtschaft, in der die Triumph International AG tätig ist, nicht sprechen.

- (b) Die vorgenommene Thesaurierung zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote muss nicht abgeändert werden. In der Annahme einer Thesaurierung liegt vor allem auch kein Widerspruch zum IDW S1, der von einem fiktiven Aktienverkauf oder der Verwendung von Eigenkapital ausgeht. Würde dagegen die Thesaurierung zu dem niedrigeren Zinssatz von 1,1 % vorgenommen, käme es zu einer Wertvernichtung. Der im Bewertungsgutachten von angesetzte (fiktive) Anstieg des Fremdkapitals mit dem Ziel, die Verschuldungsquote konstant zu halten, ist dem Umstand geschuldet, dass aufgrund der Ausschüttung der Dividende und einer fiktiven Zurechnung der Thesaurierung die finanziellen Überschüsse nur noch in Höhe der branchentypischen Preissteigerung wachsen können. Die im nachhaltigen Ergebnis angenommene Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate 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 Eigenkapi-

tal 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.

- (c) Die Steuerbelastung thesaurierter Gewinne in Höhe von 13,1875 % - mithin des hälftigen Steuersatzes von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag – muss nicht korrigiert werden. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer nach dem Eindruck des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; Beschluss vom 5.6.2013, Az. 20 W 6/10, zitiert nach Juris; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09;

Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

- (d) Die Besteuerung der Ausschüttung wurde auch aus einem anderen Grund nicht zu hoch angesetzt. Das Vorhandensein eines steuerlichen Einlagenkontos nach § 27 KStG rechtfertigt nicht die Abänderung des Steuersatzes.

erläuterte im Rahmen der mündlichen Verhandlung, dass das nicht betriebsnotwendige Vermögen nach Besteuerung des Gewinns im Unternehmen unter Verwendung des steuerlichen Einlagenkontos an die Anteilseigner ausgeschüttet wurde. Der darüber hinausgehende Teil des steuerlichen Einlagenkontos kam nicht gesondert zum Ansatz, weil keine Ausschüttung des Nennkapitals vorgesehen war. Die Art und Weise, wie mit dem steuerlichen Einlagenkonto verfahren wird, ist eine unternehmerische Entscheidung, die im Rahmen eines Spruchverfahrens nur eingeschränkt überprüfbar ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.2.2012, 21 W 17/11, Tz 45 – zitiert nach Juris). Wenn eine entsprechende Ausschüttung nicht vorgesehen ist, kann sich das steuerliche Einlagenkonto auf den Ertragswert nicht auswirken.

Angesichts dessen können hinsichtlich der Höhe der ausschüttbarer Nettozuflüsse keine Änderungen vorgenommen werden.

- b. Der Wert der Überschüsse ist nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Stichtag der Hauptversammlung abzuwerten, wobei dieser im Vergleich zum Ansatz im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfbericht angesichts des zu hoch festgesetzten Ris

schlags 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.

- (1) Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zu seiner Ermittlung auf 2,75 % vor Steuern festzusetzen.
 - (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein

muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München 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 stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. In einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung als maßgeblichem Stichtag betrug der Basiszinssatz 2,79%. Die zulässigerweise vorgenommene Rundung führte zu dem angesetzten niedrigeren Wert und wirkt sich demzufolge nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus.

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind (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.

Der Hinweis des Antragstellers zu 4) auf die Zahlungsunfähigkeit des Deutschen Reichs in den Jahren 1923 und 1945 vermag daran nichts zu ändern. Im Jahr 1923 gab es die Ausnahmesituation einer Hyperinflation, die zur Vernichtung von Geldvermögen führte; im Jahr 1945 lag die Ursache in dem vom Deutschen Reich begonnenen zweiten Weltkrieg – nach der Kapitulation konnte bis zur Währungsreform im Jahr 1948 von einer geordneten währungspolitischen Situation bis zur Währungsreform nicht gesprochen werden. Bei der Frage, ob von der Bundesrepublik Deutschland ausgegebene Staatsanleihen

(quasi-) risikolos sind, müssen diese beiden Vergleichsjahre indes vernachlässigt werden. Die Kammer vermag Sachverhalte, die analog zu den historischen Gegebenheiten der Jahre 1923 und 1945 zu einem Ausfall der Anleihen oder gar zur Gefahr eines Staatsbankrotts der Bundesrepublik Deutschland führen könnten, nicht einmal im Ansatz zu erkennen.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung 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 auf einen Wert von 4,91 % im Geschäftsjahr 2011, von 5,01 in den Geschäftsjahren 201

2013, von 4,99 % im Geschäftsjahr 2014 sowie in der Ewigen Rente ab den Jahren 2015 ff. auf 4,82 % festzusetzen.

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

Beim (Tax-)CAPM muss das unternehmensindividuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-) CAPM nimmt dies mittels des

sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser ergibt sich als Kovarianz oder Wechselbeziehung zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz des Aktienindex (vgl. Grossmann, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 809). In diesem Zusammenhang kann indes nicht auf das unternehmenseigene Beta abgestellt werden, sondern es muss eine Peer Group herangezogen werden. Das unternehmenseigene Beta reflektiert vorliegend nicht das tatsächliche Risiko der Triumph International AG. Der Ansatz des eigenen Beta setzte eine liquide Aktie voraus, wovon bei der Gesellschaft hier nicht ausgegangen werden kann. Die Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass sie teilweise sogar ein negatives Beta für die Triumph International AG ermittelten. Dies hätte zur Folge, dass eine Investition in diese Aktiengesellschaft eine sicherere Anlage als die entlang laufende Bundesanleihen wäre. Da die Bundesrepublik Deutschland zum Stichtag indes ein AAA-Rating aufwies, kann ein negatives Beta das operative Risiko der Gesellschaft nicht angemessen widerspiegeln. Zudem kann hier nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Börsenumsätze der Aktien der Gesellschaft nicht sehr zahlreich waren. Auch wenn die Wertung des § 5 Abs. 4 WpÜG – AngV bei der Frage nach der Maßgeblichkeit des Börsenkurses angesichts des Vorhandenseins von Geldkurses vergleichbarer Zahlen keine Rolle spielte, zeigt doch dieser Umstand geringer Umsätze, dass die Aktie am Markt wenig gehandelt wurde und folglich das unternehmenseigene Beta kein Gradmesser für das operative Risiko der Gesellschaft sein kann.

Dieser Einschätzung zur Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM kann jedoch in dieser Allgemeinheit nicht gefolgt werden. Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung

winnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels 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 Vergleichbar-

keit 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 Emerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anla-

geperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Daher wird als Ansatzpunkt ein Mittelwert zwischen dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel anzusetzen sein, wenn es zu der Gesamtbetrachtung des Risikos der Triumph International AG kommt. Die Marktrisikoprämie kann daher mit 4 % angesetzt werden.

- (b) Insgesamt sieht die Kammer bei der Triumph International AG ein leicht überdurchschnittliches Risiko als gegeben an, was bei einem Mittelwert des arithmetischen und geometrischen Mittels von 4% zu den oben angeführten Risikozuschlägen führt. Diese stimmen mit der Gesamtsituation am Markt, wie sie sich auch bei vergleichbaren Unternehmen darstellt, die ebenfalls eine leicht über 1,0 liegenden Beta-Faktor aufweisen, überein. Die Entwicklung des Wäschemarkts, in dem die Triumph International AG als Wettbewerberin agiert, ist – wie vor allem bereits auch im Bewertungsgutachten nachvollziehbar dargestellt und von den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfern bei ihrer Anhörung bestätigt wurde – durchaus konjunkturabhängig. Dies ergibt sich aus der von beiden Stellungnahmen zitierten Studie der Volks- und Raiffeisenbanken „VR Branchen Spezial 2011“. Die Beschränkung auf den deutschsprachigen Markt führt auch dazu, dass es bei eher rückläufigen Bevölkerungszahlen zu einer Kompensation der erhöhten Pro Kopf-Umsätze durch ein gesteigertes Qualitätsbewusstsein bei den Kundinnen und Kunden kommen muss. Aus der Konjunkturabhängigkeit ist aber ein deutlich gesteigertes Risiko abzuleiten. Zudem muss auch beachtet werden, dass die Planzahlen als optimistisch eingestuft werden müssen, nachdem gerade in der Ewigen Rente EBIT-Margen angesetzt wurden, die die Gesellschaft in ihrer Unternehmensgeschichte der letzten Jahre noch nie erreicht hatte. Diese Entwicklung – beruhend auf einer durchaus starken

Präsenz und Stellung im Markt – rechtfertigt es indes, ein Risiko anzunehmen, das etwas niedriger liegt als beispielsweise bei Calida mit einem Betafaktor von 1,17 unlevered. Das etwas höhere Risiko bei Calida zeigt sich beispielsweise an der höheren EBIT-Marge, die erzielt werden soll. Es ist schwieriger und riskanter, höhere EBIT-Margen zu erzielen.

Ein Vergleich mit der Gerry Weber AG ist angesichts der Besonderheiten dieser Gesellschaft nicht gerechtfertigt. Sie weist zwar ein deutliches niedrigeres Beta aus. Allerdings ist die Gerry Weber AG mit ihrer Tätigkeit als Hersteller vor allem von Dameneroberbekleidung in einem anderen Markt tätig als die Triumph International AG. Die Entwicklung der Gerry Weber AG konnte sich vor allem aber tatsächlich von der allgemeinen Konjunkturentwicklung positiv abkoppeln, wie beispielsweise die Geschäftsberichte 2009/2010 zeigen. Trotz des allgemeinen konjunkturellen Einbruchs steigerte die Gerry Weber AG in diesen Jahren ihren Umsatz ebenso wie die EBIT-Marge und die Jahresüberschüsse. Demgegenüber war bei der Triumph International AG das Geschäftsjahr 2009 ebenso wie das Geschäftsjahr 2010 durch Umsatzrückgänge geprägt. Gerade dieser Vergleich in den Krisenjahren zeigt die sehr viel stärkere Konjunkturabhängigkeit der Gerry Weber AG, die gleichzeitig zu einem deutlich niedrigeren Risiko führt. Auch ist die Gerry Weber AG international aufgestellt und damit nicht so stark von der konjunkturellen Entwicklung in einigen wenigen Ländern abhängig wie die Triumph International AG, die sich angesichts der Einbindung in einen Vertragskonzern auf den deutschsprachigen Markt konzentrieren muss und eben keine Expansionsmöglichkeiten in das darüber hinaus reichende Ausland wahrnehmen kann.

Der Risikozuschlag kann in den einzelnen Planjahren nicht jeweils gleich hoch angesetzt werden. Dies hat seine Ursache vor allem in der Bankenfunktion, die die Gesellschaft im Triumph-Konzern wahr-

nimmt. Im Saldo kommt es zu einem leichten Überhang der Verbindlichkeiten aus dem Bankengeschäft mit der Folge, dass auch insoweit ein leicht ansteigendes Risiko in der Detailplanungsphase bis 2013 angenommen werden muss.

An dem Ansatz dieses Risikozuschlages vermag auch die Beherrschung durch einen Hauptaktionär nichts zu ändern. Die Börsenkurse der Triumph International AG spiegeln das unternehmenseigene Risiko nur mehr sehr eingeschränkt wider, weil die Aktionäre angesichts des festen Ausgleichs nur mehr sehr eingeschränkt am Verlustrisiko der Gesellschaft teilnehmen und auch nicht an künftigen Erträgen partizipieren, weil angesichts des bestehenden Gewinnabführungsvertrages das ausschüttbare Ergebnis an die Antragsgegnerin fließt (vgl. KG NZG 2003, 644, 645; OLG Stuttgart der Konzern 2012, 275, 290 = AG 2012, 839 Ls.). Allein der Umstand der Existenz eines die Gesellschaft vertraglich beherrschenden Großaktionärs führt hier auch nicht zu einer Reduzierung des unternehmerischen Risikos. Daran vermag auch die Bindung der Kündigungsmöglichkeit des Unternehmensvertrages an die Zustimmung der Minderheitsaktionäre nichts zu ändern; dieses Erfordernis besteht nämlich aufgrund von § 297 Abs. 2 AktG nur dann, wenn die beherrschte Gesellschaft einen Unternehmensvertrag kündigt, nicht aber wenn die Obergesellschaft den Vertrag durch Kündigung beenden möchte (vgl. BGHZ 122, 211, 232 f. = NJW 1979, 2103 f. = ZIP 1993, 751, 758 = WM 1993, 1087, 1094 = DB 1993, 1074, 1079; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht a.a.O., Rdn. 8 f. zu § 297; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 18 zu § 297; Altmeppen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Rdn. 81 zu § 297).

- (3) Der Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente war mit 1 % anzusetzen; eine Korrektur ist daher nicht erforderlich.

- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden 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 Kund

zuwälzen 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.

- (b) 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 [redacted] als auch der Abfindungsprüfer beschreiben, dass die Gesellschaft gerade 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 Geschäftsbereich „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. Langfristig ist nicht erkennbar, dass auf den Märkten, in denen die Triumph International AG tätig ist, ein von den bereits beschriebenen Gegebenheiten abweichender Trend erkennbar wäre. Gerade mit Blick auf die Men-

genentwicklung ist die Gesellschaft nicht einem ausgesprochenen Wachstumsmarkt tätig – Umsatzsteigerungen erfolgen gerade nicht über Mengenwachstum. Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft in einem eher reifen und gesättigten Markt tätig ist, der durch einen hohen Anteil von Ersatzkäufen geprägt ist, wie beispielsweise die Bewertungsgutachter von [redacted] unter Berufung auf IBH Retail Consultants GmbH: Branchenreport – Wäsche 2010 herausstellen. Ein dauerhaftes Wachstum eines einzelnen Unternehmens außerhalb des Wachstums in der gesamten Volkswirtschaft im Rahmen der Ewigen Rente muss zudem als widersprüchlich bezeichnet werden, weil in diesem Fall das Unternehmen unendlich lange stärker als die Volkswirtschaft wachsen würde; dieser Ansatz ist nicht nachvollziehbar (so OLG Frankfurt der Konzern 2012, 199, 209), wobei auch hier zu berücksichtigen ist, dass die Gesellschaft in einem engen Markt tätig ist. Gegen einen höheren Wachstumsabschlag spricht auch die Überlegung, dass mit diesem Wert von 1% ein Durchschnittswachstum angesetzt wird und es gerade auch angesichts der geschilderten konjunkturellen Abhängigkeit der Triumph International AG sehr wohl denkbar ist, dass in den Jahren der Ewigen Rente es zu niedrigeren Wachstumsraten der Überschüsse oder gar zu Jahresfehlbeträgen kommen kann.

Zudem führt auch die Thesaurierung zu einem Wachstum des Unternehmens, so dass nicht zwingend davon ausgegangen werden kann, es komme zu einem laufenden Schrumpfen in der Ewigen Rente.

Somit beläuft sich der Ertragswert der Triumph International AG auf € 147,775 Mio.

c. Der Ansatz des nicht betriebsnotwendigen Vermögens in Höhe von € 1,499 Mio. bedarf keiner Korrektur.

(1) Die Kammer sieht keinen Ansatz dafür, vorhandene freie Liquidität als nicht betriebsnotwendiges Vermögen anzusetzen. Vorhandene liquide Mittel werden ausweislich des Prüfungsberichts zur Zahlung von Verbindlichkeiten gegenüber der Hauptgesellschafterin genutzt. Dies schließt es aus, vorhandene freie Liquidität als nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen.

(2) Die Abfindungsprüfer bestätigen in ihrem Prüfungsbericht die Angaben im Bewertungsgutachten von über dem Wert der Grundstücke und Gebäude, die nicht betrieblichen Zwecken dienen. Dabei wurden jeweils die aktuellen Bodenrichtwerte und ein Gebäudewert auf Basis eines Gutachtens der

angesetzt. Unter Berücksichtigung der auf den Buchgewinn anzusetzenden Steuern war ein Sonderwert von € 1,499 Mio. zu berücksichtigen. Dabei ist auch unter Berücksichtigung des Vortrags der Antragsteller nicht erkennbar, warum diese Bewertung unzutreffend sein könnte, zumal auch im Verlaufe der Hauptversammlung, in der der Beschluss über den Squeeze out gefasst wurde, nähere Auskünfte zur Bewertung der Immobilien gegeben wurde.

(3) Der Wert der Marke „Triumph“ 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; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom

21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

- (4) Steuerliche Verlustvorträge aus Beteiligungen mussten im nicht betriebsnotwendigen Vermögen nicht angesetzt werden, weil die Antragsgegnerin nach dem nicht mehr bestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin, der damit aufgrund von § 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt, keine Beteiligungen innehatte.

Somit beträgt der Unternehmenswert – mithin die Summe aus Ertragswert und dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens – als Basis der Barabfindung für die nicht börsennotierten Aktien € 149,274 Mio., was bei einer Aktienanzahl von € 1.593.832,-- zu einem Wert von € 93,66 je Aktie führt.

3. Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, inwieweit der teilweise vertretenen Auffassung zu folgen ist, bei einem bestehenden Ausgleichsanspruch aufgrund eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ergebe sich der Barabfindungsbetrag nach § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG aus einer Verrentung oder Kapitalisierung der Ausgleichszahlung (vgl. OLG Frankfurt NZG 2010, 664, 665; Leyendecker NZG 2010, 927 ff.) oder ob nicht ohnehin die besseren Gründe für die Gegenauffassung sprechen, die auch bei bestehendem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag den Ertragswert zur Ermittlung der angemessenen Abfindung heranzieht (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 376; OLG Düsseldorf NZG 2012, 1181, 1182 f. = ZIP 2012, 1713, 1714 ff. = AG 2012, 716, 717 ff.; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 5 zu § 327 b; Popp AG 2010, 1, 8 ff.), weil die Verrentung des Ausgleichsanspruches in Widerspruch zum gesetzlich festgelegten Stichtagsprinzip steht und in die Berechnung des Ausgleichs die Vermögenswerte nicht einfließen, die keinen Einfluss auf den Unternehmenswert haben; bei der Ermittlung des Ausgleichs bleibt nämlich das nicht betriebsnotwendige Vermögen unberücksichtigt.

Die Verrentung der Ausgleichszahlung ergäbe vorliegend indes mit Blick auf die Berechnungen im Bewertungsgutachten einen Wert, der deutlich unter der angemessenen Barabfindung von € 93,66 liegt. Der Zinssatz wird dabei ermittelt aus der Summe des Basiszinssatzes nach Steuern sowie des hälftigen Risikozuschlags nach Steuern. Wenn zum Basiszinssatz der hälftige Risikozuschlag nach Zinsen addiert wird, so ist dies – ähnlich wie bei der Ermittlung des Ausgleichsanspruches – nicht zu beanstanden. Abgesehen davon würde der Börsenwert auch über einen höheren Zinssatz nicht erreicht werden können. Um auf einen Wert von über € 93,66 zu gelangen müsste der Kapitalisierungszinssatz auf etwa 4,01 % sinken angesichts der zugrunde gelegten Rentenformel „Nettoausschlagzahlung dividiert durch Kapitalisierungszinssatz“. Die Annahme eines derartigen Zinssatzes hält die Kammer nicht für angezeigt.

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

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.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; 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 Triumph International 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 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; BGH NZG 2006, 905, 906 f. =

AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als 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, a.a.O., 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
sowie der Abfindungsprüfer vor-
zulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Rege-
lung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren An-
spruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den
Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bun-
gert/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 da-
hinstehen. 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 Ar-
beitspapieren 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 bestell-
ten 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 be-
rufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe
der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge na-
mentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes er-
forderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006,
670, 671 f.; Puzskajler 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. 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 8.2.2012 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 9.2.2012 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 knapp über 18 % bereits bei den nicht börsennotierten Aktien des Antragstellers zu 39) und von fast 49 % bei den börsennotierten Aktien 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 beläuft sich bei den 59.200 betroffenen nicht börsennotierten Aktien auf € 14,44 je Aktie und bei 15.221 außenstehenden börsennotierten Aktien auf € 38,81 je Aktie. Dies ergibt einen Gesamtbetrag von € 1.445.575,01 als Summe aus € 854.858,— und € 590.727,01. Dieser Gesamtwert 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.