

Landgericht München I
5 HK O 22657/12

In dem Spruchverfahren

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen, durch Vorsitzenden Richter am Landgericht , Handelsrichter und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 14.11.2013 am 28.5.2014 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 31,82 je Aktie werden zurückgewiesen.

- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.

- III. Der Geschäftswert sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin zu leistende Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,-- festgesetzt.

Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin hielt am 1.6.2012 93,59 % der Aktien der Graphit Kropfmühl AG (Im Folgenden auch: die Gesellschaft), deren Grundkapital von € 8.640.000,-- in 2.880.000 auf den Inhaber lautende Aktien ohne Nennwert eingeteilt war. Diese beiden Gesellschaften schlossen am 5.7.2012 einen vom Notar beurkundeten Verschmelzungsvertrag, wonach die Antragsgegnerin beabsichtigte, innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrages auf der ordentlichen Hauptversammlung am 27.8.2012 einen Beschluss dahingehend zu fassen, dass die Aktien der Minderheitsaktionäre der Graphit Kropfmühl AG im Zusammenhang mit der Verschmelzung auf die Antragsgegnerin übertragen werden sollen.

Ebenfalls am 27.8.2012 fasste die Hauptversammlung der Gesellschaft auf Verlangen der Antragsgegnerin den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 31,92 je auf den Inhaber lautender Stückaktie zu übertragen. Die geplante Strukturmaßnahme des verschmelzungsrechtlichen Squeeze out wurde von der Gesellschaft mittels ad hoc-Mitteilung vom 1.6.2012 (Anlage AG 8) bekanntgemacht, nachdem die Antragsgegnerin bereits am 2.5.2012 das Überschreiten der 90 %-Schwelle an die Kapitalmärkte publiziert hatte. Der durchschnittliche gewichtete Börsenkurs lag in einem Zeitraum von drei Monaten vor dem 1.6.2012 nach einer Berechnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei € 31,92.

Der Unternehmensgegenstand der Graphit Kropfmühl AG liegt ausweislich der Regelung in § 2 ihrer Satzung (Anlage AG 1) Im Betrieb von Graphitwerken und sonstigen Bergwerksunternehmen im In- und Ausland, ferner

in der Gewinnung, Aufbereitung, Veredelung, Verarbeitung und Verwertung von Graphit und anderen Bodenschätzen sowie im Handel mit derartigen Erzeugnissen. Demgemäß betätigte sich die Graphit Kropfmühl AG mit ihren Tochtergesellschaften in den beiden Geschäftssegmenten Siliziummetall und Graphit, wobei in der Sparte Siliziummetall im Geschäftsjahr 2011 knapp 2/3 der Umsatzerlöse von insgesamt knapp € 120 Mio. erzielt wurden.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 27.8.2012 erstattete

(im Folgenden:) ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Gesellschaft (Anlage AG 2). Dabei ermittelten die Wirtschaftsprüfer in Anwendung der Ertragswertmethode zum Stichtag der Hauptversammlung einen Ertragswert von € 68,795 Mio., zu dem die Sonderwerte der nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen in Höhe von € 357.000,-- und eines Körperschaftsteuerguthabens über € 784.000,-- addiert wurden, woraus sich ein Unternehmenswert von € 69,937 Mio. oder ein Wert von € 24,28 je Aktie ableiten ließ. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse setzten die Wirtschaftsprüfer von

einen Basiszinssatz von 2,25 % vor Steuern; einen in Anwendung des (Tax-)CAPM unter Heranziehung einer Marktrisikoprämie nach Steuern von 5 % und einer sich aus acht Unternehmen zusammensetzenden Peer Group ermittelten Risikozuschlag von 6,92 %, 7,19 % und 7,10 % für die Detailplanungsphase der Jahre 2012 bis 2014 und von 6,67 % in der Ewigen Rente an. In der Ewigen Rente gingen diese Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 1 % aus. Die vom Landgericht München I bestellte Abfindungsprüferin

t gelangte in Ihrem Prüfungsbericht vom 10.7.2012 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin auf der Basis des durchschnittlichen gewichteten Börsenkurses festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten der jeweiligen Unternehmensbewertungen bzw. des Prüfungsberichts wird in vollem Umfang auf das Bewertungsgutachten von _____ vom 9.7.2012 (Anlage AG 2) und den von den Wirtschaftsprüfern _____ und _____ verfassten Prüfungsbericht vom 10.7.2012 (Anlage AG 3) Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 17.10.2012 in das Handelsregister der Graphit Kropfmühl AG eingetragen; die Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister der Antragsgegnerin erfolgte am 19.10.2012. Die Bekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung der Gesellschaft auf die Antragsgegnerin sowie der Eintragung des Übertragungsbeschlusses erfolgten jeweils am 24.10.2012 (Anlagen AG 6). Mit Ausnahme der Antragstellerin zu 47) waren alle Antragsteller am 19.10.2012 Aktionäre der Gesellschaft.
2. Zur Begründung Ihrer spätestens am 24.1.2013 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller geltend, die festgelegte Barabfindung müsse aufgrund Ihrer Unangemessenheit erhöht werden. Dabei macht auch die Antragstellerin zu 47), am maßgeblichen Stichtag Aktionärin der Graphit Kropfmühl AG gewesen zu sein.
 - a. Zur Begründung der Anträge auf Erhöhung der Barabfindung machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, bereits zentrale Planannahmen seien korrekturbedürftig.
 - (1) Die Planung lasse die typische Anbindung an Konjunkturzyklen außer Betracht und wende unzulässiger Weise das handelsrechtliche Vorsichtsprinzip an. Die Detailplanungsphase stelle sich als zu kurz dar; zudem hätte vor dem Beginn des Terminal Value eine Grobplanungsphase eingeschoben werden müssen. Fehlerhaft könne es

auch sein, wegen der späteren Inbetriebnahme der Mine in Mosambik die Planung ohne einen entsprechenden Vorstandsbeschluss zu korrigieren. Der Ansatz von Forward Rates als Basis vorgenommener Korrekturen beim Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar sei unvertretbar.

- (2) Die Planannahmen im Einzelnen seien zu pessimistisch, weil beispielsweise die Verdreifachung der Absatzmenge für Graphit bis zum Jahr 2020 nicht hinreichend berücksichtigt worden sei. Das gleiche gelte für die Aussichten in den Bereichen Elektromobilität (vor allem Akkus für Elektroautos), für die Bauchemie, im Bereich Dispersion mit Bedarf für Schmier- und Trennstoffe sowie für Batterieanwendungen. Ebenso fehle eine ausreichende Berücksichtigung der zunehmenden Bedeutung der Solarindustrie sowie der Brennstoffzellen in der High-Tech-Industrie. Die hohe Diversifikation auf Kundenebene müsse gleichfalls eine positivere Planung nach sich ziehen. Ebenso hätten die Ergebnisse aus der Mine in Simbabwe in die Planung einfließen müssen. Aufgrund des Umstandes endlicher Ressourcen, mangelnden Recyclings und steigenden Verbrauchs müsse ein Preisanstieg bei Graphit mit der Folge eines höheren Umsatzwachstums erwartet werden. Auch hätten die heimischen Graphitvorkommen für mehr als 50 Jahre stärker in die Planung positiv einfließen müssen. Dasselbe gelte für die Auswirkungen der Ausweitung der Eigenproduktion in Mosambik, womit auch die Abhängigkeit von China verringert werde. Ebenso lasse die Planung die Bedeutung von Hochwert-Graphiten ebenso unangemessen außer Acht, wie die Drosselung des Exports „Seltener Erden“ durch China.
- (3) Im Bereich der Umsatzplanung des Segments „Siliziummetall“ stelle sich die Aussage im Prüfungsbericht als fehlerhaft dar, die geplanten Umsatzerlöse seien tendenziell zu hoch ausgefallen. Ebenso sei die Annahme einer Umsatzstagnation bzw. eines Umsatzrückgangs un-

plausibel, weil sich vor allem die Solarenergie positiv entwickle. Ebenso führe die Annahme von Exportrekorden in der Automobilindustrie zur fehlenden Plausibilität dieser Planannahmen. Die Planansätze beim Umsatzerlös stünden zudem im Widerspruch zu den Annahmen von [redacted] mit einer Marktentwicklung eines Wachstums von 10 % bis 2014 und zu einer positiven Entwicklung der Wirtschaft insgesamt. Der Rückgang des Bruttoergebnisses sei angesichts der Ausführungen im Geschäftsbericht 2011 zu guten Wachstumsaussichten nicht plausibel, was vor allem auch mit Blick auf bessere Siliziumpreise und die unverändert guten Wachstumsmöglichkeiten gelte. Angesichts der Bedeutung von Siliziummetall in der Elektronik- und Solarindustrie müsse es zu Steigerungsraten wie in den Jahren 2005 bis 2010 kommen, weshalb die Absatzmengen entsprechend der Entwicklung dieser Jahre fortzuschreiben seien. Zudem berücksichtige die EBIT-Marge unzureichend die Herstellung von Silizium in eigener Produktion mit der Folge des Auftretens von Skaleneffekten. Ebenso fehle eine Berücksichtigung der hervorragenden Wachstumschancen für moderne Akkumulatoren auch im Silizium-Segment. Erhöhte Produktionskosten könnten mit der Folge entsprechender Umsatz- und Gewinnsteigerungen weitergegeben werden. Die Planung lasse zu stark außer Betracht, dass die Gesellschaft einziger deutscher Hersteller von Silizium sei und über eine hervorragende Ausgangslage verfüge. Angesichts des Beruhens von Batterien für Elektroautos auf siliziumbasierter Technik wäre ab 2015 ein deutlicher Preisanstieg zu erwarten, der noch stärker für die CO²-Reduktion relevant wäre. Beim Wachstum hätte die Bedeutung von Silizium als einer der wichtigsten Rohstoffe für die chemische Industrie wie beispielsweise für Wacker stärker einfließen müssen. Zu Bedenken sei auch, ob es nicht zum Stichtag Überlegungen gegeben habe, die Produktionskapazitäten für Silizium auszuweiten. Unklar bleibe die Höhe des Anteils der Umsätze mit Photovoltaikanlagen.

- (4) Bei der Kostenplanung stelle sich die Problematik der verzögerten Inbetriebnahme bei den Abschreibungen ebenso wie die Frage der Anpassung der Finanzierungsrechnung. Unklar bleibe der Grund des deutlichen Anstiegs der Abschreibungen um über 60 % bei einer Umsatzsteigerungen von nur etwa 13 % sowie die Frage der Zugrundelegung dieser Werte auch bei der Reinvestitionsrate. Zudem werde die höhere Abschreibung durch höhere Umsätze ausgeglichen, zumal die Verringerung der Stillstandszeiten damit erstrebt werde. Zu hinterfragen sei auch, ob es zu Korrekturen der Prüfer bei den Beschaffungskosten gekommen sei. Der Anstieg der Vertriebs-, Vermittlungs- und sonstigen Aufwendungen von € 8,215 Mio. im Jahres 2011 auf € 12,576 Mio. stelle sich angesichts eines Umsatzwachstums von nur 17,2 % oder 4 % p.a. als nicht plausibel dar. Ebenso sei es korrekturbedürftig, wenn die Kosten für Rohstoffe stärker stiegen als die Preise der geförderten Rohstoffe, zumal es bei der Graphit Kropfmühl AG eine eigene Mine gebe. Der Ansatz der Materialkosten sei angesichts der schwächeren Entwicklung der Rohstoffpreise 2012 im Vergleich zum Jahr 2011 nicht plausibel; der Kostenansatz sei deutlich zu hoch.

Bei der Planung der Lohn- und Gehaltssteigerungen bestehe die Gefahr einer einseitigen Unterstellung anstelle einer angemessenen Planung. Auch müsse eine höhere EBIT-Marge die Folge bei einem geringeren Anstieg im Vergleich zu der Preissteigerung bei Graphit und Siliziummetall sein.

Im Rahmen des Ansatzes der Energiekosten müsse bereits gefragt werden, inwieweit die sinkenden Preise an der Strombörse beachtet worden seien. Vor allem aber müsse die rechtliche Vorgabe aus § 19 Abs. 2 StromNEV unverändert in die Planung einfließen, nachdem es keinerlei Sicherheit gebe, was seitens des Gesetz- und/oder Verordnungsgebers verändert werde. Ebenso müsse die verbesserte Kos-

teneffizienz aus neuen Öfen bei der Planung der Energiekosten berücksichtigt werden.

Unklar sei, inwieweit der Anstieg der Vorräte und der Gewinnrücklagen beachtet worden sei und welche Auswirkungen dies auf die Planung habe.

- (5) Beim Finanzergebnis sei fraglich, inwieweit der Zinssatz von 4,5 % für das konzerninterne Darlehen einem Drittvergleich standhalte. Der Zinssatz von 7 % für das Darlehen zur Finanzierung der Mine in Mosambik stelle sich als überhöht dar. Angesichts einer Verschlechterung des Finanzergebnisses trotz 100 %-iger Thesaurierung könne dies nicht nachvollziehbar ermittelt werden sein.
- (6) Im Terminal Value müsse beachtet werden, inwieweit die Abschreibungswerte auch als Reinvestitionsrate bei Graphit und Silizium zugrunde gelegt worden seien. Dabei sei die Angemessenheit eines derartigen Vorgehens allerdings fraglich, nachdem keine Großinvestition wie in die Graphit-Mine in Mosambik anstehe und demzufolge auch nicht von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden dürfe. Auch stelle sich der EBIT-Anstieg von nur mehr 1 % in der Ewigen Rente als unplausibel dar angesichts des Umsatzwachstums von über 4 % in den drei Planjahren.
- (7) Angesichts der Eigenkapitalquote der Gesellschaft sei eine 100 %-ige Thesaurierung unangemessen. Zudem führe dieser Ansatz in der Detailplanungsphase zu einem fehlenden Wertbeitrag auf Seiten der Aktionäre. Der Ansatz der Darlehensrückführung sei unplausibel angesichts fehlender Aussagen des Konzernergebnisses zum Cashflow. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % in der Ewigen Rente müsse als unangemessen bezeichnet werden. Die Planung der Rückführung des Darlehens mit einem Zinssatz von 4,5 % und

die Folge eines verbesserten Finanzergebnisses in den Folgejahren führe zusammen mit den hohen Kapitalisierungszinssatz zu einer Reduzierung der thesaurierten Beträge über das erforderliche Maß hinaus, weil es dadurch lediglich zu einer positiven Verzinsung von 4,5 % p.a. komme, gleichzeitig aber mit einem Kapitalisierungszinssatz von ca. 8,8 % diskontiert werde. Der wertneutrale Einbehalt von € 541,000,-- zur Wachstumsfinanzierung könne wegen eines fehlenden Wachstumsansatzes und der Verbesserung der Finanzanlagen nicht sachgerecht sein. Auch komme der Vermögenszuwachs durch Thesaurierung nicht bei den Minderheitsaktionären an. Die Versteuerung der Thesaurierungsbeiträge sei unzulässig, weil dies einen Widerspruch zur Dividendenzahlung bedeute und nach dem Verkauf kein Anspruch auf Dividende bestehe. Zudem hätten die thesaurierten Beiträge aus dem steuerlichen Einlagenkonto geleistet werden können.

- b. Der Kapitalisierungszinssatz stelle sich als deutlich überhöht dar.
- (1) Bereits der Basiszinssatz müsse niedriger angesetzt werden als mit 2,25 % vor Steuern angesichts der aktuell zum Stichtag der Hauptversammlung zur Verfügung stehenden niedrigeren Zinssätze und der Notwendigkeit einer Bereinigung um Credit Default Swaps.
 - (2) Die Ermittlung des Risikozuschlags mit Hilfe des (Tax-)CAPM bilde keine geeignete Basis angesichts der Ungeeignetheit dieses Modells. Die Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern mit dem Ansatz einjähriger arithmetisch gebildeter Mittelwerte sei mit der Verzinsung und dem typischen Anlegerverhalten bei Unterstellung eines einjährigen Anlagehorizonts nicht in Einklang zu bringen. Angesichts der statistischen Signifikanz hätte das originäre Beta der Graphit Kropfmühl AG angesetzt werden müssen. Auf eine Peer Group dürfe daher nicht zurückgegriffen werden; zudem beruhe der zu hoch an-

genommen unverschuldete Beta-Faktor von 1,1 auf eine fehlerhaft zusammengesetzten Peer Group. Nur eines der herangezogenen acht Unternehmen betreibe das Siliziumgeschäft, kein herangezogenes Unternehmen betreibe eine eigene Mine. Die mangelnde Eignung der Peer Group zeige sich auch an der Aufnahme nur eines in Deutschland ansässigen Unternehmens und den unterschiedlichen Absatzmärkten.

- (3) Der angenommene Wachstumsabschlag von 1 % bedürfe einer Korrektur nach oben, weil er unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate liege und die Graphit Kropfmühl AG in einem ausgesprochenen Wachstumsmarkt tätig sei. Auch komme es zu einem realen Schrumpfen der Gesellschaft, wenn im Terminal Value der Wachstumsabschlag unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate liege.
- c. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen hätte für die Mine in Simbabwe ein höherer Wert als 0 angesetzt werden müssen angesichts der Existenz einer Mine im Nachbarland Mosambik mit hohem Potenzial. Fraglich sei zudem das Fehlen nicht betriebsnotwendigen Vermögens in Form von Grundstücken, Kunstgegenständen oder ähnlichen Dingen. In Frage zu stellen sei zudem, ob die mit dem Buchwert angesetzten Beteiligungen über Nutzungs- oder Förderrechte verfügen. Auch hätte möglicherweise das steuerliche Einlagenkonto als Sonderwert erfasst werden müssen. Unklar bleibe die Ermittlung des Werts der Bornwall Graphit Limited mit € 292.000,- sowie der Wert des Körperschaftssteuerguthabens. Denkbar sei auch das Erfordernis der Einbeziehung sonstiger Steuererstattungsansprüche.
- d. Der Börsenkurs sei fehlerhaft ermittelt worden. Vor dem Squeeze out habe er nämlich deutlich über dem festgesetzten Abfindungsbetrag gelegen. Weiterhin müsse berücksichtigt werden, dass möglicherweise bereits vor

der ad hoc-Mitteilung über das Erreichen der maßgeblichen Schwelle von 90 % der Aktienkurs über € 31,92 gelegen habe.

Zu Unrecht fehle eine Ermittlung des Substanzwerts der Graphit Kropfmühl AG und des Liquidationswertes. Ebenso hätte der Wert der Marke „Graphit Kropfmühl“ in die Unternehmensbewertung einbezogen werden müssen.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung, weil der von der Hauptversammlung beschlossene Betrag von € 31,92 je Aktie angemessen sei.
 - a. Zur Begründung beruft sich die Antragsgegnerin im Wesentlichen zunächst darauf, die Planannahmen der Gesellschaft seien plausibel und somit nicht korrekturbedürftig.
 - (1) Die Ertragswertmethode stelle sich als sachgerecht zur Ermittlung des Werts eines Unternehmens dar. Angesichts der ambitionierten und von einer positiven Weltkonjunkturentwicklung ausgehenden Umsatz- und Erlösplanung könne im Vergleich zu den langjährigen Umsätzen und Erträgen diese nur als anspruchsvoll bezeichnet werden. Der Unternehmensplanung einschließlich der Anpassungen der Ist-Zahlen für das erste Quartal 2012 fehle jeglicher Bezug zu einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre. Angesichts des Rekordjahres 2011 in der fast 100-jährigen Unternehmensgeschichte dürfe nicht von einer Nachhaltigkeit des historisch einmaligen Gesamtertragsniveaus von 2011 ausgegangen werden. Zudem weise der Vergleich des Krisenjahres 2009 mit dem Rekordjahr 2011 nicht repräsentative, der konjunkturellen Erholung nach der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 geschuldete Steigerungsraten auf. Ein Überblick der Jahre 2002 bis 2014 mit der Entwicklung bele-

ge die ambitionierte Planung für die Jahre der Detailplanungsphase bis 2014.

Die Länge der Planungsphase I bedürfe keiner Korrektur, wogegen auch nicht die geplante Aufnahme der Geschäftstätigkeit der Mine in Mosambik Mitte 2003 spreche, weil das Jahr 2014 auch bezüglich dieser Mine einen eingeschwungenen Zustand beschreibe. Aus dieser Investition sowie der schrittweisen Modernisierung der vier Öfen der Siliziummetall-Sparte erkläre sich auch der Anstieg der Abschreibungen auf € 5,6 Mio. im Jahr 2014. Die Vergangenheitsanalyse sei gleichfalls ordnungsgemäß durchgeführt worden. Die Anpassung auf den aktuellen Wechselkurs von rund 1,27 US-\$/€ erfolge sachgerecht mit Hilfe der Forward Rates.

- (2) Ambitioniert stelle sich vor allem die Umsatzplanung der Sparte Graphit mit einem konstanten durchschnittlichen Mengenwachstum von 4,5 % p.a. auf der Basis einer Bottom up-Planung dar, wobei diese auch ohne Top down-Anpassungen des Vorstandes durchgeführt worden sei. Demgemäß sei das Ist-Ergebnis für 2012 um rund 6,3 % hinter der Planung zurückgeblieben. Bei den Verkaufspreisen müsse die langjährige enge Zusammenarbeit mit den wesentlichen Kunden beachtet werden, bei denen ein hohes Maß an Wissen über interne Produktionsprozesse bestehe, weshalb gerade wegen des starken internationalen Wettbewerbs Steigerungen der Verkaufspreise nur bei entsprechenden Steigerungen auf Kostenseite begründbar und durchsetzbar seien. Steigende Graphitpreise könne man zudem nicht mit steigenden Erträgen gleichsetzen. Die Gesellschaft erwirtschaftete in der Graphit-Sparte Erträge im Wesentlichen aus der eigenen Wertschöpfung, nicht aber aus Änderungen der Rohstoffpreise. Graphit sei kein knapper Rohstoff; bei ihm gebe es teilweise auch eine Überversorgung. Zudem konkurriere Naturgraphit in vielen Bereichen unmittelbar mit synthetischem Graphit, wobei eine Substitution durch

synthetisches Graphit vor allem im Bereich der Elektromobilität erfolgen könne. Angesichts der weltweit erheblichen Graphitvorkommen, der Vielzahl neuer Abbauvorhaben und der weitgehenden Substituierbarkeit könne man nicht mit einer Preisexplosion rechnen. Die Entwicklung der Elektromobilität sei für die Graphit Kropfmühl AG unmittelbar ohne Bedeutung, weil sie in dem von chinesischen Anbietern dominierten Segment der Spherical Graphite für Batteries (SGB) nicht aktiv sei. Auch der Bereich der Brennstoffzellen habe sich trotz langjähriger und kapitalintensiver Forschungsprojekte nicht durchsetzen können und stehe in Konkurrenz zu anderen regenerativen Energiequellen. Der Bereich Energieeffizienz stelle einen der wesentlichen Wachstumstreiber dar; auch im Bereich Dispersion plane die Unternehmensleitung mit einem durchgängig soliden Wachstum.

- (3) In der Sparte Siliziummetall gehe die Planung von einer durchgehenden Volllauslastung der bestehenden Kapazitäten über alle drei Planjahre aus, wobei bei der Entwicklung der Verkaufspreise abzu-sehen gewesen sei, dass sich diese nach dem Rekordhoch im Jahr 2011 normalisieren würde. Angesichts langjähriger, ca. 2/3 der Pro-duktion abdeckender Verträge sei der Vorstand davon ausgegangen, das Verkaufspreisniveau insgesamt halten zu können. Parallel zur Volllauslastung der vorhandenen Kapazitäten komme es in der Pla-nung zum Ansatz weitgehend konstanter Verkaufspreise für die Zeit von 2012 bis 2014. Auch bei Silizium handele es sich nicht um einen knappen Rohstoff, weshalb dieses Argument nicht zur Begründung der Notwendigkeit steigender Preise in der Planung taue. Der Hin-weis in den VDI-Nachrichten vom 5.10.2012 beziehe sich auf die in der Photovoltaik-Industrie eingesetzten Siliziummetalle mit einem Marktanteil in Europa von weniger als 5 % des Gesamtmarktes.

- (4) Die Kostenplanung bedürfe in beiden Unternehmenssegmenten keinerlei Korrekturen. Ausgangspunkt sei der aktuelle Marktpreis der jeweils benötigten Rohstoffe im Dezember 2011 gewesen. Der Ansatz für Graphit liege in den einzelnen Jahren jeweils unterhalb der historischen Preisentwicklung. Auch führe das Absinken von Rohstoffpreisen wegen der kurzen zeitlichen Verzögerung der Weitergabe an Kunden auch bei einem Zurückbleiben der Rohstoffe hinter der geplanten Entwicklung nicht zu einer Ergebnisverbesserung. Der intendierten Kostenersparnis durch die eigenen Minen in einer Größenordnung von ca. 5 bis 10 % stehe das Risiko überproportional steigender eigener Kosten für den Betrieb der Mine gegenüber. Mit diesem Betrieb eigener Minen gehe es um die Absicherung des Rohstoffbezuges, aber nicht um immense Potenziale zur Ertragssteigerung. Die Steigerungen der Personalkosten für die Minen in Sri Lanka und Mosambik seien nicht zu vernachlässigen, weshalb man insgesamt keine Ertragssprünge erwarten dürfe.

Die Bruttomarge der Graphitsparte sinke nicht, sondern steige von 21,2 % im Jahr 2011 über 21,3 % und 21,7 % in den beiden Folgejahren auf 25 % im Jahr 2014 an, was sich auch aus der Einbeziehung der vollen Kapazität der Mine in Mosambik in die Planung ergebe. In gleicher Weise verbessere sich auch die EBIT-Marge von 5,4 % geplant auf 8,6 % in 2014. Die Mine in Kropfmühl decke vom Bedarf der Gesellschaft nur etwas mehr als 5 % ab und beeinflusse das Ergebnis daher nur in geringem Umfang.

Die Planung der Abschreibungen sei sachgerecht anhand der vorhandenen Abschreibungspläne bestehender Wirtschaftsgüter und eines detaillierten Investitionsplanes erfolgt. Der Anstieg erkläre sich aus der Investition in die Mine in Mosambik sowie in eine Ofenmodernisierung in der Spalte Siliziummetall.

Hinsichtlich der Annahmen zu den Stromkosten erwarte die Gesellschaft keine dauerhafte Befreiung vom Netzentgelt. Angesichts massiver Kritik an den Befreiungsmöglichkeiten in der Öffentlichkeit und vor allem auch im politischen Raum sowie den Plänen der Energiewende hin zu regenerativen Energien erscheine es dem Vorstand nicht realistisch, für die mittelfristige Planung von einer (nahezu) vollständigen Befreiung vom Nutzungsentgelt wie in den Jahren 2011 und 2012 auszugehen. Die Regelung in § 19 Abs. 2 StromNEV als Grundlage für die Befreiung von Großkunden vom Netzentgelt sei angesichts des Überschreitens des Rahmens der Verordnungsermächtigung aus § 24 Satz 1 Nr. 3 EnWG nach einem Beschluss des Oberlandesgerichts Düsseldorf nichtig. Auch gebe es immense Bedenken bezüglich der Vereinbarkeit der maßgeblichen Bestimmungen mit den Vorgaben des Beihilferechts der Europäischen Union. Der für die Zukunft geplante Ansatz einer Erstattung des Netzentgelts in Höhe von 55 % für die Siliziumsparte entspreche den historischen Erfahrungen der Jahre zwischen 2006 und 2010. Die Planung berücksichtige die aus der Ofenmodernisierung folgende Senkung des Energieverbrauchs ebenso wie die originäre Entwicklung der Stromkosten.

Bei den Personalkosten gehe der Vorstand von einer plausiblen Entwicklung der Löhne in beiden Sparten aus. Im Ausland herrsche eine höhere Inflation mit der Folge von Steigerungsraten auch im zweistelligen Prozentbereich bei den Personalkosten.

Ein zwingend sprunghafter Anstieg der Ergebnismarge in der Sparte Siliziummetall könne angesichts der detaillierten und plausiblen Planannahmen nicht abgebildet werden. Bei den Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstigen Aufwendungen gebe es keine Steigerung von 15,2 % p.a. oder absolut 53 % bis zum Jahr 2014. Die Verwaltungskostensteigerung um 27 % beruhe zum Großteil auf der Eröffnung

der Mine in Mosambik, wodurch es aber zu einer teilweisen Substituierung des bisher fremdbezogenen Graphits durch eine eigene Förderung mit der Verlagerung von Rohstoff- hin zu den Verwaltungskosten komme.

- (5) Das nachhaltige Ergebnis sei sachgerecht aus dem eingeschwungenen Zustand abgebildet worden, wobei das EBIT des Jahres 2014 angemessen mit einer Wachstumsrate mit 1 % fortgeschrieben worden sei.
- (6) Der Ansatz eines Zinssatzes für das Darlehen der
 von 4,5 % sei als marktgerechter Zinssatz beim Finanzergebnis ebenso wenig zu beanstanden wie die Verzinsung des Darlehens für die Investition in die Mine in Mosambik mit 7 %.
- (7) Der Ansatz einer vollständigen Thesaurierung in der Detailplanungsphase beruhe auf dem durch die Unternehmensplanung dokumentierten Konzept des Vorstandes. Ebenso wenig widerspreche die Entwicklung des geplanten Finanzergebnisses vor allem im Jahr 2013 der Verwendung der thesaurierten Überschüsse; die steigenden Zinsaufwendungen wegen der Mine in Mosambik und der Ofensanierung könne nur teilweise durch den positiven Finanzierungseffekt der Thesaurierung kompensiert werden. Das Geschäftsjahr 2014 zeige wie auch die Ewige Rente eine deutliche Verbesserung des Finanzergebnisses aufgrund der mittels der thesaurierten Beträge erfolgenden Tilgung von Finanzverbindlichkeiten. Die Ausschüttungsquote im Terminal Value mit 50 % entspreche dem marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhalten. Der Beitrag zur Wachstumsfinanzierung in Höhe von € 514.000,-- müsse erfolgen, um ein dauerhaftes Wachstum auch nachhaltig finanzieren zu können. Ebenso müsse typisierend eine Veräußerungsgewinnbesteuerung vorgenommen werden, wobei zugunsten der Minderheitsaktionäre eine

empirisch gesehen lange Haltedauer von 25 Jahren angenommen worden sei. Ein Zugriff auf das steuerliche Einlagenkonto sei ausgeschlossen, weil über dieses nur eine über den sogenannten ausschüttbaren Gewinn im Sinne des § 27 Abs. 1 Satz 5 KStG hinausgehende Ausschüttung erfolgen dürfe.

- b. Der Kapitalisierungszins sei zutreffend ermittelt worden.
- (1) Dies gelte zunächst für den Ansatz des Basiszinssatzes; dieser sei sachgerecht auf der Basis täglicher Zinsstrukturkurven der Deutschen Bank ermittelt und vom Prüfer mittels unabhängiger Berechnungen bestätigt worden. Dabei dürfe auch auf eine Drei-Monats-Durchschnittsbildung abgestellt werden. Die Forderung nach dem Ansatz eines taggenauen Zinssatzes stehe in Widerspruch zur ständigen Rechtsprechung. Die Rundung von 2,22 % auf 2,25 % könne nicht beanstandet werden. Das Anknüpfen an Anleihen der öffentlichen Hand sei sachgerecht, wobei eine Anrechnung von Credit Default Swaps nicht gefordert werde.
 - (2) Ebenso zutreffend angesetzt sei der mit Hilfe des (Tax-)CAPM methodengerecht ermittelte Risikozuschlag; zu diesem Kapitalmarktmodell gebe es keine überlegene Methode. Die am oberen Rand der Empfehlungen des FAUB angesetzte Marktrisikoprämie berücksichtige die durch die aktuelle Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise gestiegene Risikoaversion der Anleger. Die Annahme, die Stehle-Daten hätten ihre Grundlage im arithmetischen Mittel, treffe angesichts der von Stehle selbst vorgenommenen Korrekturen nicht zu. Das geometrische Mittel führe zu Verzerrungen nach unten und stelle daher keine taugliche Alternative dar. Der verwendete Beta-Faktor von 1,10 sei zutreffend ermittelt und sodann unter Berücksichtigung des periodenspezifischen Verschuldungsgrades in Werte zwischen 1,38 und 1,44 in der Detailplanungsphase und 1,33 in der Ewigen Rente über-

geleitet worden. Das originäre Beta könne bereits wegen des geringen Aktienhandels nicht herangezogen werden, weshalb auf die zutreffend zusammengesetzte Peer Group zurückgegriffen werden müsse. Der Beta-Faktor stehe zudem in Einklang mit den Markt- und Wettbewerbsbedingungen, dem die Graphit Kropfmühl AG unterliege; ihre Geschäftstätigkeit zeichne sich durch eine Volatilität und Konjunkturabhängigkeit sowie durch starke Abhängigkeiten von den jeweiligen Kundenbeziehungen bei gleichzeitig globalem Wettbewerb aus.

- (3) Der Wachstumsabschlag von 1 % bedeute eine angemessene Beschreibung des prognostizierten organischen Wachstums der finanziellen Überschüsse. Der Wachstumsabschlag bilde nämlich nur das organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten bedingte Wachstum ab; daneben gebe es das thesaurierungsbedingte Wachstum mit einer Zurechnung des Wertbeitrages aus Thesaurierung, der gleichfalls berücksichtigt werden müsse. Auch könne die Gesellschaft nicht alle Preissteigerungen in den angespannten Markt- und Wettbewerbsumfeld ohne weiteres an ihre Kunden weitergeben.
- c. Bei den Sonderwerten müsse für die Mine in Simbabwe angesichts der bereits in den 90er Jahren erfolgten Abschreibung der Beteiligung auf 0, des fehlenden kontrollierenden Einflusses auf die Geschäftsführung dieser Mine und vor allem auch wegen der erheblichen politischen Unsicherheiten in diesem Land von einem fehlenden Wert der Beteiligung ausgegangen werden. Das Körperschaftsteuerguthaben sei entsprechend dessen wahrem Wert abgebildet worden. Der Wert der Marke „Graphit“ bzw. „Kropfmühl“ sei in der Unternehmensplanung und damit im Ertragswert der Gesellschaft enthalten. Weitere Sonderwerte gebe es nicht. Ein höherer als der Nettobuchwert der inaktiven Gesellschaften könne nicht angesetzt werden.

- d. Die Bewertung auf der Basis des Börsenkurses stimme mit den Vorgaben aus der höchstrichterlichen Rechtsprechung überein. Ein Abstellen auf Stichtagskurse nach dem Tag der Bekanntmachung stehe hierzu in Widerspruch. Der Referenzzeltraum sei richtig gewählt, weil nicht auf den Tag der erstmaligen Veröffentlichung eines Aktienbesitzes von 93,5 % am 2.5.2012 abgestellt werden dürfe, nachdem das bloße Erreichen von Schwellenwerten in keinerlei zwingendem Zusammenhang mit dem Übertragungsverlangen des Hauptaktionärs stehe. Zudem liege der Durchschnittskurs bei einer Vorverlagerung auf diesen ohnehin nicht maßgeblichen Tag unterhalb der angebotenen Barabfindung. Auch liege kein untypischer Verlauf vor, der zu einer Korrektur der Länge des Referenzzeltraums zwingt. Ein längerer Zeitraum zwischen Bekanntgabe und Durchführung der Maßnahme scheide angesichts der Zeitabläufe ohnehin aus.
- e. Der Liquidationswert führe ebenso wenig wie der Substanzwert zu einer höheren Barabfindung, nachdem der Liquidationswert zum einen ohnehin zu erheblichen niedrigeren Werten führe und zum anderen dessen Ermittlung bei fehlender Absicht oder rechtlicher Verpflichtung zur Liquidation ohnehin keine Rolle spielen dürfe und der Substanzwert in einem Spruchverfahren keine geeignete Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes sei. Auf von der Bundesrepublik Deutschland geschlossene Investitionsschutzabkommen könne sich keiner der Beteiligten eines Privatrechtsstreites berufen. Ebenso wenig müsse den Minderheitsaktionären eine Entschädigung in Höhe von 1 % des Abfindungswertes für das Eingehen einer Alternativanlage gezahlt werden.
- f. In Bezug auf die Antragsteller zu 5), zu 6), zu 8), zu 9) sowie zu 12) bis 15) fehle es an einer ausreichenden Darlegung der Antragsbefugnis, weil die Darlegung der Aktionärseigenschaft im Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses am Tag der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses, mithin am 19.10.2012 gefordert werden müsse und nicht die beim umwandlungsrechtlichen Squeeze out nicht maßgebli-

che Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister am 17.10.2012; daher seien diese Anträge unzulässig. Hinsichtlich der Antragstellerin zu 47) fehle es zudem am hinreichenden Nachweis der Aktionärseigenschaft zu dem allein maßgeblichen Stichtag der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 20.6.2013 (Bl. 181 d.A.)
zum ge-
meinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 182 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Bestellung im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt vor allem die fehlerhafte Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sowie die fehlende Überprüfung der Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit, den Widerspruch zwischen den positiven Markterwartungen und der Annahme einer Umsatzstagnation bzw. eines leichten Umsatzrückgangs bei einem beträchtlichen jährlichen Ergebnismrückgang und die Prognose des Wegfalls der Befreiung von den Netzentgelten.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 14.11.2013 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer aus der Prüfungsgesellschaft
(vormals
und , angehört. Zudem hat das Gericht mit Beschluss vom 14.11.2013 (Bl. 284 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, zu einzelnen Fragestellungen aus der mündlichen Verhandlung ergänzende Stellungnahmen und Alternativberechnungen vorzulegen. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung der Abfindungsprüfer wird in vollem Umfang auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 14.11.2013 (Bl. 250/285 d.A.) sowie die ergänzende Stellung-

nahme der Abfindungsprüfer vom 17.12.2013 (Bl. 290/331 d.A.) Bezug genommen.

- c. Soweit die Antragsteller zu 8) sowie zu 73) bis 79) ihre Anträge jeweils zunächst an das Landgericht München I adressiert haben, hat sich die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I mit Beschlüssen vom 28.1.2013, Az. 38 O 24802/12 (Bl. 7/10 d.A. dieses Verfahrens) und vom 28.2.2013, Az. 38 O 1310/13 (Bl. 9/13 d.A. dieses Verfahrens) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren jeweils an die funktionell zuständige 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I verwiesen. Diese hat die Verfahren mit Beschlüssen vom 30.1.2013 (Bl. 11 d.A. des Verfahrens 5 HK O 28402/12) bzw. vom 6.3.2013 (Bl. 14 d.A. des Verfahrens 5 HK O 1310/13) – wie alle anderen bei der 5. Kammer für Handelssachen anhängig geworden Anträge auch – zu diesem führenden Verfahren 5 HK O 22657/12 hinzuverbunden.
5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 14.11.2013 (Bl. 250/285 d.A.).

B.

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

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärseigenschaft kann dabei angesichts der Besonderheiten des auf § 62 Abs. 5 UmwG gestützten umwandlungsrechtlichen Squeeze out indes nicht die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses im Handelsregister der Graphit Kropfmühl AG sein; vielmehr ist die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses am 19.10.2012 in das Handelsregister der Antragsgegnerin maßgebend, weil erst durch diese Eintragung die Minderheitsaktionäre ihre Stellung als Aktionäre der Gesellschaft aufgrund der Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 1 und Satz 7 UmwG verlieren; der Squeeze out-Beschluss wird nach diesen rechtlichen Vorgaben nämlich erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der übernehmenden Aktiengesellschaft, mithin der Antragsgegnerin, wirksam.
 - a. Die Antragstellerin zu 47) hat mit Schriftsatz vom 7.1.2014 (Bl. 342 d.A.) eine Bescheinigung der biw Bank für Investment und Wertpapiere vom 2.1.2014 vorgelegt, aus der sich für die Kammer ohne jeden Zweifel die Aktionärseigenschaft zum Stichtag am 19.10.2013 ergibt.

Dabei musste der Nachweis der Aktionärseigenschaft im maßgeblichen Zeitpunkt nicht bereits innerhalb der am 24.1.2013 endenden Antragsfrist erbracht werden, weshalb die Vorlage der Aktionärsbescheinigungen durch diese Antragsteller auch noch nach Ablauf der Begründungspflicht erbracht werden konnte, ohne dass die Unzulässigkeit der Anträge nach sich ziehen würde.

- (1) Zwar wird in Teilen der Rechtsprechung und Literatur davon ausgegangen, auch der Nachweis der Aktionärsstellung müsse innerhalb

der Antragsfrist erbracht werden, weil es sich bei §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2, 3 Satz 3 SpruchG um eine gesetzliche Zulässigkeitsvoraussetzung und nicht lediglich um eine Beweisregel handele, zumal der Gesetzgeber einen Nachweis nach Fristablauf während des Gesetzgebungsverfahrens und auch in der Folgezeit im Zusammenhang mit dem Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG) abgelehnt habe (so OLG Hamburg AG 2006, 622; KG ZIP 2007, 2352, 2355 ff.; LG Frankfurt am Main ZIP 2005, 859 f.; Klöcker/Frowein, SpruchG, 2004, Rdn. 32 zu § 3; Wasmann in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 12 zu § 4; Bunge/Mennicke BB 2003, 2021, 2025; Redeke EWIR 2008, 123, 124).

- (2) Dieser Auffassung kann jedoch mit der heute insbesondere in der höchstrichterlichen Rechtsprechung vertretenen herrschenden Auffassung nicht gefolgt werden. Es genügt die Darlegung der Aktionärsseigenschaft zum maßgeblichen Zeitpunkt in der Antragsbegründung, während der Nachweis bis zum Erlass der Entscheidung erbracht werden kann (so insbesondere BGHZ 177, 131, 136 ff. = NZG 2008, 658, 659 f. = AG 2008, 659, 660 ff. = NJW-RR 2008, 1355, 1356 = ZIP 2008, 1471, 1473 f. = WM 2008, 1502, 1503 f. = DB 2008, 1735, 1756 ff.; OLG Frankfurt AG 2006, 290 f.; AG 2008, 550, 551; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162 f.; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rdn. 20 zu § 3 SpruchG; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rdn. 14 zu § 3 SpruchG; Weingärtner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Rdn. 16 zu § 3 SpruchG). Dies ergibt eine Auslegung der maßgeblichen Vorschriften in §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2, 3 Satz 3 SpruchG, wobei sich der BGH neben gesetzessystematischen Argumenten auch auf die Entstehungsgeschichte stützt. § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG verlangt begrifflich nur die Darlegung der Antragsberechtigung in der Antragsbegründung. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung

„lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während der Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist. Aus dem Verweis auf § 3 Satz 3 SpruchG ergibt sich nichts anderes, weil diese Norm keine eigenständige Nachweispflicht begründet, sondern den Nachweis der Aktionärsstellung unter Ausschluss anderer Beweismittel auf Urkunden beschränkt. Dem Gesetzgebungsverfahren können zur Stützung der Gegenauffassung keine hinreichenden Anhaltspunkte entnommen werden, nachdem eine entsprechende Klarstellung trotz eines Hinweises durch den Deutschen Anwaltverein nicht vorgenommen wurde und die Ablehnung während des nachfolgenden Gesetzgebungsverfahrens zum SEEG im Wesentlichen mit der erst kurze Zeit zuvor erfolgten Novellierung des Spruchverfahrens begründet wurde. Entscheidend ist daneben auch der Zweck der Einführung der Begründungspflicht zu berücksichtigen, die verhindern soll, dass ohne jede sachliche Erläuterung ein Überprüfungsverfahren in Gang gesetzt wird. Dieser Zweck verlangt indes nicht den Nachweis innerhalb der Antragsfrist. Auch ist ein Nachweis insbesondere dann entbehrlich, wenn der Antragsgegner oder die Antragsgegnerin die Stellung als Aktionär nicht bestreitet, weil sie dort bekannt ist. Weiterhin muss beachtet werden, dass der Zugang zu den Gerichten nicht unzumutbar erschwert werden darf und Fristen demzufolge auch bis zuletzt ausgenutzt werden können. In all den Fällen, in denen es auf die Aktionärsstellung im Zeitpunkt des Eingangs des Antrags bei Gericht ankommt, könnte ein Antragsteller somit diese Frist nicht ausnutzen, wenn er den Nachweis innerhalb der Drei-Monats-Frist erbringen muss, weil er dann noch die Informationen bei Gericht über den Zeitpunkt des Eingangs vorab erfragen muss.

durch die Antragsteller zu 5), zu 6), zu 8), zu 9) sowie zu 12) bis 15). Dabei dürfen an die Tiefe der Darlegung keine überzogenen Anforderungen gestellt werden. Bei einem Spruchverfahren handelt es sich – ungeachtet der sich vor allem aus §§ 8 Abs. 3, 9 SpruchG ergebenden teilweisen Annäherung an zivilprozessuale Grundsätze – um ein solches der freiwilligen Gerichtsbarkeit, für das kein Anwaltszwang besteht. Dieser Umstand muss bei der Auslegung dieser Antragschriftsätze, die durchweg von nicht anwaltlich vertretenen ehemaligen Aktionären stammen, berücksichtigt werden. Das maßgebliche Verfahrensrecht verweist in § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG auf die Antragsberechtigung des ausgeschiedenen Aktionärs, wenn auf die Regelungen in § 1 Nr. 3 SpruchG über die Statthaftigkeit des Spruchverfahrens nach einem Squeeze out verwiesen wird. Entscheidend ist demgemäß die Darlegung des Aktionärs, durch einen Squeeze out die Aktionärseigenschaft verloren zu haben. Zwar musste der Gesetzgeber diese gesetzlichen Regelungen nicht anpassen, weil sich aus der Gesetzessystematik aus § 62 Abs. 5 UmwG ergibt, dass zwingend die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses maßgeblich sein muss, nachdem – wie bereits ausgeführt – erst hierdurch die Aktionärseigenschaft verloren geht. Die Kenntnis dieses Zusammenspiels unterschiedlicher materiellrechtlicher und verfahrensrechtlicher Vorschriften kann aber von anwaltlich nicht vertretenen Antragstellern nicht erwartet werden. Zudem ist bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen zu berücksichtigen, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366, 369 f. = NJW 1992, 105; BGH NJW-RR 2010, 357; Vollkommer/Geimer in: Zöllner, ZPO, 30. Aufl., Einleitung Rdn. 99).

Demgemäß muss es genügen, wenn sich aus der Antragschrift jeweils ergibt, dass der Antragsteller oder die Antragstellerin infolge der aktien-

rechtlichen Strukturmaßnahme eines Squeeze out die Aktionärsstellung verloren hat. Dies haben alle Antragsteller hinreichend dargelegt.

- (1) Der Antragsteller zu 5) verwies auf die Übertragung der Aktien der Graphit Kropfmühl AG und auf seine Antragsberechtigung nach § 3 Nr. 2 SpruchG. Diesem Vortrag ist zu entnehmen, dass er durch den umwandlungsrechtlichen Squeeze out seine Aktionärseigenschaft verloren hat.
- (2) Der Antragsteller zu 6) hat mit seinem Antragsschriftsatz vom 3.12.2012 innerhalb der Antragsfrist dargelegt, ausgeschlossener Minderheitsaktionär zu sein. Er verwies im Rahmen seines Antrags auf die am 19.10.2012 in das Handelsregister eingetragene Übertragung der Aktien der Graphit Kropfmühl AG auf die Antragsgegnerin. Da sich dieser Vortrag ausdrücklich auch auf den maßgeblichen Stichtag des 19.10.2012 bezieht, können an der Darlegung der Antragsberechtigung keinerlei Zweifel bestehen.
- (3) Der Antragsteller zu 8) hat mit Schreiben vom 22.1.2013 (Bl. 6 d.A. des Verfahrens 38 O 24802/12) darauf verwiesen, am Tag der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister der Graphit Kropfmühl AG Aktien dieser Gesellschaft besessen zu haben. Zudem hat er sich auf eine Bescheinigung der bezogen, aus der sich seine Aktionärseigenschaft am maßgeblichen Stichtag der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses ergibt. Danach aber hat unter Berücksichtigung der oben dargestellten Grundsätze der Auslegung von Verfahrenserklärungen der Antragsteller zu 8) seine Aktionärseigenschaft zum maßgeblichen Stichtag hinreichend dargelegt; durch die Vorlage der entsprechenden Bankbescheinigung wäre sie sogar bewiesen gewesen, wobei es jedoch aufgrund von §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO nicht mehr ankommt.

- (4) Der Antragsteller zu 9) stellte in seinem Antrag auch die Bedingung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses dar, auch wenn er daraus die rechtlich nicht zutreffende Schlussfolgerung gezogen hat, es komme auf den 19.10.2012 nicht an. Damit aber hat er gleichfalls unter Berücksichtigung der oben beschriebenen Auslegungsgrundsätze hinreichend dargelegt, infolge des Vollzugs des umwandlungsrechtlichen Squeeze out seine Eigenschaft als Aktionär der Graphit Kropfmühl AG verloren zu haben.
- (5) Ebenfalls ausreichend ist die Darlegung des Antragstellers zu 12), der darauf verwies, als Minderheitsaktionär von dem Squeeze out der Graphit Kropfmühl AG durch den Hauptaktionär betroffen zu sein. Diesem Vortrag ist durch Auslegung zu entnehmen, dass er durch die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses seine Aktio-närsstellung verloren hat.
- (6) Die Antragstellerin zu 13) verwies in Ihrem Antragsschriftsatz auf ihre Stellung als ehemalige Minderheitsaktionärin und stellte daher den Antrag auf gerichtliche Bestimmung der angemessenen Barabfindung für die durch die Übertragung auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin übergegangenen Aktien. Dem ist eine hinreichende Darlegung der Antragsbefugnis zum maßgeblichen Stichtag zu entnehmen.
- (7) Der Antragsteller zu 14) verwies auf die Zwangsübertragung der Aktien infolge des Beschlusses der Hauptversammlung vom 27.8.2012 und die Bekanntgabe der Eintragung. Zudem legte er einen Nachweis seiner Eigenschaft als betroffener Minderheitsaktionär in Form der Abrechnung der OnVista Bank GmbH vor. Auch diesem Vortrag gerade in Verbindung mit den Aktien lässt sich noch mit hinreichender Deutlichkeit durch Auslegung entnehmen, dass der Antragsteller zu 14) am Tag der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsre-

gister der Antragsgegnerin Aktionär der Graphit Kropfmühl AG war und demzufolge auch antragsberechtigt ist.

(8) Eine hinreichende Darlegung der Aktionärserschaft resultiert auch aus dem Vortrag der Antragstellerin zu 15), die darauf verwiesen hatte, Minderheitsaktionärin der Graphit Kropfmühl AG gewesen zu sein, und die sich auf eine Ausbuchungsbescheinigung der Cortal Consors S.A. bezog. Aus dieser ergibt sich aber, dass die Antragstellerin zu 15) bis zum Trenntermin Aktionärin der Gesellschaft war.

- b. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2013, 1664, 1665; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305 § 4 SpruchG Rdn. 8; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 23). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung mit einem Betrag von € 31,92 je Aktie unter Beachtung des Börsenkurses zutreffend festgesetzt wurde, nachdem der mittels der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert der Graphit Kropfmühl AG nicht höher ist.

Aufgrund von §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 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 ZIP 2013, 1664, 1665 f.; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 24).

1. Der Ansatz eines Börsenkurses von € 31,92 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens durch die Graphit Kropfmühl AG mittels ad hoc-Mitteilung vom 1.6.2012 ist rechtlich zutreffend erfolgt und folglich nicht zu beanstanden.
 - a. Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Bör-

senwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 5 und § 305 Rdn. 24 c; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

- (1) Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung

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

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

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

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

Die Kammer folgt nunmehr dieser geänderten höchstrichterlicher 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; Beschluss vom 14.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08).

Eine Ausnahme von diesem Grundsatz der Anknüpfung an den Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe des Abfindungsverlangens kann vorliegend nicht bejaht werden. Zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und deren Umsetzung liegt kein längerer Zeitraum, angesichts dessen eine Anpassung der Börsenkurse an die mit der Bekanntgabe der Maßnahme eingetretene Entwicklung erforderlich wäre (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB

2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Die Bekanntgabe des geplanten Squeeze out erfolgte mittels Ad hoc-Mitteilung am 1.6.2012. Die Hauptversammlung der Graphit Kropfmühl AG fand am 27.8.2006 statt, so dass zwischen den beiden Zeitpunkten ein Zeitraum von nicht einmal drei Monaten lag. Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer börsennotierten Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von knapp drei Monaten am untersten Rand dessen, was realistischerweise – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

Etwas anderes lässt sich auch nicht aus der Mitteilung des Erreichens der Schwelle der für einen Squeeze out nach § 62 UmwG erforderlichen Aktienmehrheit von mindestens 90 % bereits am 2.5.2013 ableiten. Auch wenn durchaus nachvollziehbare Gründe dafür sprechen, man könne bereits in der Bekanntgabe des Erwerbs der 90 %-Schwelle durch die Antragsgegnerin und die anschließende Mitteilung vom 2.5.2012 eine Verlautbarung sehen, aufgrund derer die Beschlussfassung zu einem Squeeze out hinreichend wahrscheinlich sein kann (In diese Richtung Wasmann ZGR 2011, 83, 91) führt dies vorliegend zu keinem anderen Ergebnis. In einem Zeitraum von drei Monaten vor dieser Ad hoc-Mitteilung lag nämlich der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs unterhalb der gezahlten Barabfindung, wie der Grafik der Börsenkursentwicklung entnommen

werden kann, wie sie die Antragsgegnerin vorgelegt hat und wie diese auch unwidersprochen vorgetragen hat. Bis zur Veröffentlichung des Übernahmeangebots der Antragsgegnerin lag der Börsenkurs in dem dreimonatigen Referenzzeitraum zunächst in einer Größenordnung von ungefähr € 25,-- und damit niedriger als dem stets über € 30,-- liegenden Betrag in dem hier gewählten Referenzzeitraum, aus dem dann die Abfindung errechnet wurde. Eine Verkürzung des Referenzzeitraums auf eine Spanne von rund zwei Wochen vor der Bekanntgabe auf den Zeitraum, in dem die Börsenkurse nochmals angestiegen waren, lässt sich nicht rechtfertigen. Darin kann keine außergewöhnliche Entwicklung gesehen werden, die es rechtfertigen könnte, von Dreimonatszeitraum abzuweichen.

- (3) Ohne Bedeutung sind aufgrund der dargelegten höchstrichterlichen Rechtsprechung, der die Kammer folgt, die letzten Höchstwerte vor dem endgültigen Squeeze out mit € 33,-- und Werten von bis zu € 37,50.

2. Eine höhere Abfindung kann nicht auf der Basis des Unternehmenswerts der Graphit Kropfmühl AG angenommen werden, weil dieser nicht so hoch ist, als dass er den Wert von € 31,92 je Aktie erreichen würde. Der Unternehmenswert der Gesellschaft übersteigt keinesfalls den Wert der Marktkapitalisierung, der sich unter Anwendung des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses € 91.929.600,-- beläuft.

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; ZIP 2013, 1664, 1668; 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).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen des Vorstands der Graphit Kropfmühl AG keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen zur Planung.
 - (a) Ausgangspunkt der Planungsplausibilisierung ist dabei stets die Analyse der Entwicklung der Vergangenheit einschließlich der zu beobachtenden Planungstreue. Aus den dabei zu beobachtenden Planabweichungen lässt sich indes kein Rückschluss auf die mangelnde Plausibilität der Planungsvorgänge des Vorstandes der Graphit Kropfmühl AG ziehen. Im Jahr 2009 gab es zwar eine deutliche Planabweichung nach unten, während das Ergebnis des Jahres 2010 demgegenüber ein erhebliches Plus im Vergleich zu den Planungen aufwies. Die Abfindungsprüfer haben in ihrer ergänzenden Stellungnahme dabei die Abweichungen des Jahres 2009 näher dargestellt. Die Gründe für die Verfehlung der Planziele zeigen aber, dass daraus auf die Fehlerhaftigkeit der Planungsprozesse bei der Gesellschaft nicht gezogen werden dürfen. Das Jahr 2009 war geprägt von der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc., der im Zeitpunkt der Planung nicht vorhersehbar war. Demgegenüber kam es gerade in der Bundesrepublik Deutschland zu einer unerwartet schnellen Erholung der gesamtwirtschaftlichen Lage, mit der so gleichfalls nicht gerechnet werden konnte. Gerade der Umstand, dass die Gesellschaft 2011 nach den Turbulenzen der Krise und deren Überwindung ein weitgehend den Planannahmen entsprechendes Ergebnis

erzielte, erhellt, dass sich aus den zuvor stattgefundenen Abweichungen der Ist- von den Planzahlen keine Anzeichen für eine übertrieben optimistische oder pessimistische Planung seitens des Vorstands der Gesellschaft ableiten lassen. Zudem verwiesen die Abfindungsprüfer bei ihrer Anhörung auf die vorgelegte sehr detaillierte Planung, die zudem unterjährig fortentwickelt wurde.

Demgemäß konnten die Prüfer im Rahmen ihrer Prüfungshandlung ebenso von den aktuellen Zahlen ausgehen, wobei sie kurz vor der Hauptversammlung zu dem eine Aktualisierungsprüfung auf der Basis des Forecast 6 + 6 vornahmen, der im Vergleich zum Forecast 3 + 9 ein deutlich schlechteres Ergebnis im Umfang von ca. € 1,5 Mio. vor Steuern aufwies. Andere Sachverhalte wie höhere Aufwendungen im Jahr 2012 für die Umstellung der Siliziumöfen auf Graphitelektroden, Planung mit deutlich oberhalb der aktuellen Preisentwicklung liegenden Erlösen für Silizium sowie deutlich höhere Beschaffungspreise für wesentliche Rohstoffe als in der Planung unterstellt, die sich deutlich negativ auswirken müssten, wurden indes nicht mehr eingerechnet und konnten sich folglich nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirken. Dies haben die Abfindungsprüfer in ihrem Bericht auf Seite 45 unten ausdrücklich dargestellt.

- (b) Der Ansatz von Forward Rates als Basis für die Planung der Entwicklung der Wechselkurse von Euro und US-Dollar muss nicht korrigiert werden. Angesichts der Stichtagsbezogenheit der Ermittlung der Barabfindung und der darauf auch aufbauenden Planannahmen konnte nicht von dem zum Erstellungzeitpunkt der Planung maßgeblichen Wechselkurs ausgegangen werden. Vielmehr sind die Wechselkurse im Prognosewege

zu ermitteln. In der betriebswirtschaftlichen Literatur besteht die Tendenz, für Wechselkursprognosen ungeachtet bestehender Einwendungen eindeutig nachprüfbare Marktdaten und gegenwärtige Terminkurse als erwartungstreue Schätzer für zukünftige Kassakurse zu verwenden. Der zum Bewertungsstichtag beobachtete Forward-Kurs für einen künftigen Zeitpunkt entspricht dem aus heutiger Sicht erwarteten Kassakurs an diesem künftigen Zeitpunkt. Für den Fall, dass diese Relation hält, gibt es ex ante keine Gewinne oder Verluste aus Währungsspekulationen; somit ist der Erwartungswert von Gewinnen oder Verlusten aus der Währungsspekulation gleich Null. Der Forward-Kurs ist folglich ein besserer Schätzer für den künftigen Wechselkurs als der aktuelle, weil er zusätzlich Inflationserwartungen einpreist. Wenn im Rahmen der Planung auf ein derartiges in der finanz- und betriebswirtschaftlichen Literatur wiederholt als gut geeignetes Verfahren zur Planung der Wechselkursentwicklung beschrieben wird, können die daraus abgeleiteten Zahlen nicht als unplausibel eingestuft werden.

Zum Stichtag lagen die Wechselkurse bei € 1,25. Demgemäß trat auch in den Jahren 2013 und 2014 eine Verschlechterung des EBIT von rund € 400.000,– ein. Für 2012 dagegen wurden keine Veränderungen vorgenommen. Einseitige Währungssicherungsgeschäfte waren im Forecast 3 + 9 bereits berücksichtigt gewesen. Wenn die Bewertungsgutachter von

mit einem Wechselkurs von 1,27 gerechnet haben, der Wechselkurs zum Stichtag der Hauptversammlung bei 1,25 lag, so musste deshalb keine neue Berechnung durchgeführt werden, nachdem sich die Wertungsannahmen nahezu täglich ändern.

Die Gesellschaft hatte zudem die Wechselkurse für einen Zeitraum von einem Jahr abgesichert. Danach unterlag der Be-

schaffungsvorgang dem aktuell gültigen Kurs, wobei die Erwartung zum Stichtag bei 1,25 lag. Der Umfang, dass der Wechselkurs mittlerweile wieder deutlich über 1,30 liegt, muss angesichts des Stichtagsprinzips ohne Bedeutung bleiben.

- (c) Auch kann nicht davon ausgegangen werden, die Planung lasse die typische Anbindung an Konjunkturzyklen außer Betracht. Die Abfindungsprüfer erläuterten bei ihrer Anhörung, dass das Jahr 2011 als Aufsatzzpunkt für die Planung ein absolutes Konjunkturohoch gewesen war, in dem man von der besten historischen Ergebnissituation ausgegangen war. Dieses Konjunkturohoch des Geschäftsjahres 2011 zeigt sich vor allem im Segment Silizium; Ende 2010 konnte ein Rahmenvertrag mit einem wichtigen Bestandskunden zu Konditionen neu verhandelt werden, wie sie die Graphit Kropfmühl AG bislang nicht am Markt platzieren konnte. Dies trug wesentlich zu dem sehr guten Ergebnis im Jahr 2011 bei. Zudem war die Preiskomponente in dem Vertrag so ausgestaltet, dass eine Bandbreite für drei Jahre festgelegt war. Zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses waren die Preise sehr hoch, während sie während die Prüfung durch die Wirtschaftsprüfer und bereits wieder unterhalb der Bandbreite dieses Vertrages lagen; Innerhalb dieser Bandbreite gab es indes keine Anpassungen.

Für einen weiteren Preisanstieg konnten die Abfindungsprüfer keine Grundlage erkennen, nachdem sich im Laufe des Jahres 2012 die Konjunkturaussichten wieder eintrübten. Die Plausibilität dieser Annahme wird letztlich durch die tatsächliche Entwicklung bestätigt, bei der die Umsatzziele der Gesellschaft im Jahr 2012 um ca. 5,3 % und die Ertragsziele um knapp 48 % hinter der Planung zurückblieben.

- (d) Für eine unzulässige Anwendung des Vorsichtsprinzips vermag die Kammer gerade unter Berücksichtigung der Aussagen der Abfindungsprüfer keine Anhaltspunkte zu gewinnen.
- (e) Die Detailplanungsphase der Jahre 2012 bis 2014 musste nicht verlängert werden. Es ist in der Unternehmensbewertung allgemein anerkannt, dass für die Phase I ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren ausreichend ist (vgl. Peemöller in: Peemöller/Kunowski, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 309). Wenn Planungsunterlagen für die Jahre 2012 bis 2014 vorliegen, muss dies als ausreichend angesehen werden. Die Abfindungsprüfer verwiesen auf die ihnen vorliegende sehr detaillierte Planung. Auch handelt es sich bei der Graphit Kropfmühl AG nicht um ein Start up-Unternehmen, bei dem die zukünftige Planung von sehr viel größeren Unsicherheiten geprägt ist und verlässliche Zahlen über die künftige Entwicklung fehlen. Vielmehr muss angesichts der jahrzehntelangen Geschichte der Gesellschaft im Grundsatz von einer stabilen und stetigen Entwicklung ausgegangen werden, die eine Verlängerung der Planungsphase I nicht erfordert. Letztlich kann dabei nicht unberücksichtigt bleiben, dass bei weiter entfernt liegenden Jahren die Prognosegenauigkeit naturgemäß eher ab- als zunimmt.
- (f) Für eine anlassbezogene, ausschließlich wegen des Squeeze out erfolgten Planung fehlen hinreichende Anhaltspunkte. Dies zeigt sich schon an den zeitlichen Abläufen. Der Vorstand erstellte die Planung im November 2011; zu diesem Zeitpunkt hatte die Antragsgegnerin noch nicht einmal die erforderliche Aktienmehrheit, um einen Squeeze out durchzuführen. Selbst bei der Aufstellung des Forecast 3 + 9 im Jahr 2012 lag jedenfalls das Verlangen der Antragsgegnerin nicht vor.

(2) Die Planannahmen auf der Umsatzseite der Sparte Graphit können nicht als unplausibel bezeichnet werden und müssen folglich auch nicht angepasst werden.

- (a) Die Planung lässt sich nicht deshalb als zu pessimistisch und damit unplausibel einstufen, weil die Verdreifachung der Absatzmengen für Graphit nicht hinreichend berücksichtigt und Graphit in eine Liste der Europäischen Union für bedeutsame strategische Rohstoffe aufgenommen worden sei.

Die Abfindungsprüfer verwiesen nämlich auf die Bedeutung von insgesamt drei Komponenten, die in die Planung einfließen mussten – Angebotsseite, Nachfrageseite sowie Wettbewerb. Auf der Angebotsseite muss beachtet werden, dass – bezogen auf die Fördermenge – Graphitvorkommen noch eine Reichweite von etwa 70 Jahren haben. Ein Großteil der Vorkommen liegt indes auf dem Gebiet der Volksrepublik China – angesichts dessen hat die Aufnahme von Graphit in die Liste bedeutsamer Rohstoffe folglich vor allem politische Ursachen und hängt nicht mit den vorhandenen Mengen zusammen. Die Explorationsaktivitäten nehmen gerade auch außerhalb Chinas zu, weshalb von der Mengenseite her das Angebot an Graphit keinesfalls mit den knappen Ressourcen „Seltener Erden“ vergleichbar sein kann. Graphit gehört nämlich gerade nicht zu den „Seltener Erden“, weshalb sich aus der Drosselung der Exporte dieser Metalle keine Auswirkungen auf die Planung der Graphit Kropfmühl AG ergeben.

Auf der Nachfrageseite ist ein erheblicher Nachfrageanstieg in bestehenden wie auch neuen Anwendungsbereichen zu erwarten. Ab einem bestimmten Preisniveau lohnt sich eine weitergehende Exploration mit einer Angebotsausweitung. Allerdings darf bei den sich daraus ergebenden Folgen für die Preisent-

wicklung nicht außer Betracht bleiben, dass sich die Preise von 2005 durch das Angebot aus China halbiert haben. Zudem muss beachtet werden, in welchen Einsatzbereichen die Gesellschaft plant. In den Bereichen Energieeffizienz und Dämmstoffen hat die Planung erhebliche Wachstumsraten vorgesehen. Dagegen werden andere Bereiche wie beispielsweise Akkus für Elektroautos von der Gesellschaft nicht bedient. Gerade bei Batterien sind chinesische Anbieter stark am Markt vertreten. Angesichts der Tätigkeit der Gesellschaft als Rohstoffveredler, der Rohstoffe einkauft und diese zu einem hohen Reinheitsgrad mit dem Ziel des anschließenden Verkaufs aufbereitet, führen Preisveränderungen mit steigenden Preisen auf der Beschaffungssseite zu einer Margenverschlechterung, sofern es nicht gelingt, diese beschaffungsseitigen Preissteigerungen auf Kunden abzuwälzen. Dabei muss dann aber auch die Einbindung der Graphit Kropfmühl AG in eine Zulieferkette vor allem zu Unternehmen der Chemie- und Aluminiumindustrie gesehen werden, also in einem Bereich, in dem nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer eine deutliche Margenerhöhung schwerlich zu erwarten ist. Gerade weil es bei der Gesellschaft langjährige Kundenbeziehungen gibt, können diese relativ leicht die Ursachen für geänderte Preisvorstellungen der Gesellschaft erkennen. Dann aber besteht in einem Markt, der nicht von dieser Gesellschaft beherrscht wird, die Möglichkeit des Wechsels von Kunden zu anderen Vertragspartnern.

Angesichts dieser Ausgangsposition mit einer Gemengelage aus unterschiedlichen Faktoren bezeichneten die Abfindungsprüfer die Umsatzplanung im Bereich „Graphit“ als nicht unambitioniert und die Ergebnisplanung sogar als ausgesprochen ambitioniert. Zur Untermauerung dieser Einschätzung verwiesen sie auf die Entwicklung der Jahre 2002 bis 2012, wo die Wachstumsraten beim Umsatz unterhalb der für die Detailpla-

nungsphase bis 2014 angesetzte Wachstumsraten blieben. Ein Widerspruch zu den allgemeinen Aussagen im Prüfungsbericht zur Halbierung der Einkaufspreise und zur Grafik auf Seite 11 des Bewertungsgutachtens von [redacted] vermag die Kammer nicht zu erkennen, weshalb dadurch die Erkenntnisse der Abfindungsprüfer nicht in Frage gestellt werden. Das Bewertungsgutachten von [redacted] weist schließlich ausdrücklich darauf hin, dass es sich dabei um einen Durchschnittspreis verschiedener Graphitarten handelt, der zwar den Trend bei der Gesellschaft zu verzeichnenden Preisentwicklung aufzeigt, aber deutlich unterhalb der Preise der von der Gesellschaft veredelten und vertriebenen Hochwert-Graphite liegt. Zudem weisen gerade die letzten beiden Jahre eine parallele Entwicklung von Preis und weltweiter Produktion auf.

- (b) Die mangelnde Plausibilität der Planung lässt sich nicht durch eine unzureichende Berücksichtigung der Wachstumsaussichten in den Bereichen Elektromobilität mit steigender Nachfrage nach Akkus für Elektroautos, in der Bauchemie, den Bereichen Dispersion mit Bedarf für Schmier- und Trennstoffe sowie für Batterieanwendungen und der unzureichenden Berücksichtigung der Solarindustrie sowie der Bedeutung von Brennstoffzellen in der High-Tech-Industrie ableiten.

Im Bereich der Energieeffizienz ging die Planung der Gesellschaft von erheblich überdurchschnittlichen Zuwachsraten aus; auch im Bereich Dispersion wurde mit erheblichen Steigerungen geplant. Demgegenüber war beim reinen Durchhandel die Planung leicht negativ. Die erhöhte Nachfrage im Bereich der Elektromobilität und sich daraus möglicherweise ergebende Wachstumspotenziale mussten hingegen in der Planung nicht berücksichtigt werden. Abnehmer aus der Automobilindustrie, die Bedarf für Akkus für Elektroautos haben, gehören nicht zum

Kundenkreis der Gesellschaft. Das Unterlassen der Belieferung dieser Industriesparte stellt sich als unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Graphit Kropfmühl AG dar, von der nicht angenommen werden kann, sie beruhe auf sachfremden Erwägungen. Daher muss sie der Entscheidung des Gerichts zugrunde gelegt werden; eine Veränderung der Planung lässt sich folglich nicht rechtfertigen.

Soweit sich der Antragsteller zu 16) auf einen Bericht in der Mittelbayerischen Zeitung über Aussagen eines Vorstandsmitglieds der Antragsgegnerin zum Einsatz von Graphit in der Automobilindustrie und dem damit verbundenen Chancen beruft, lässt sich daraus nicht ableiten, es seien Entwicklungspotenziale der Graphit Kropfmühl AG bei der Planung zum Zeitpunkt des Stichtages nicht hinreichend berücksichtigt worden. Zum einen lässt sich aus der im September 2013 und damit mehr als ein Jahr nach dem Stichtag der Hauptversammlung erfolgten Veröffentlichung kein zwingender Rückschluss auf die Verhältnisse zum 27.8.2012 ziehen. Zum anderen bezieht sich der Presseartikel mit der dort zitierten Aussage auf die Situation bei der Antragsgegnerin und gerade nicht bei der Graphit Kropfmühl AG, wenn es dort heißt, . . . sei einer der weltweit führenden Anbieter von veredeltem Naturgraphit mit Standorten in Europa, Asien und Afrika. Angesichts dessen ist ein Rückschluss auf ein nicht vertretbares Unterlassen des Vorstands der Graphit Kropfmühl AG im Bereich der technischen Entwicklung von Elektroautos nicht möglich. Zudem muss hier nochmals auf den Umstand hingewiesen werden, dass der Bereich der Elektromobilität und damit die Automobilindustrie nicht zum Kundenkreis der Gesellschaft gehörte.

Ebenso wenig gehörten die Abnehmer von Brennstoffzellen zu den Kunden der Gesellschaft, weshalb hier dieselben Erwägungen Platz greifen wie bei der Automobilindustrie.

Die Belieferung der Solarindustrie erfolgt nur zu einem vergleichsweise geringen Teil. Gerade hier muss der Hinweis der Abfindungsprüfer berücksichtigt werden, diese Branche sei mit ihrem Zukunftspotenzial schwierig zu bewerten. Aus einem Wachstumspotenzial dieser Branche sei zwischenzeitlich ein Problembereich geworden. Gerade auch deshalb ergeben sich auch insoweit aus dem Kreis der Abnehmer keine Hinweise darauf, die Planung sei zu pessimistisch erfolgt. Dies lässt sich auch nicht aus der Anzahl der Kunden mit einer hohen Diversifikation ableiten. Daraus ergibt sich nämlich kein besonderes Wachstumspotenzial sondern eher die Möglichkeit eines gewissen Ausgleichs von Konjunkturzyklen.

- (c) Das Vorhandensein von Minen der Gesellschaft oder von Beteiligungen an Minen rechtfertigt keine Änderung der Planung.

- (aa) Eine stärkere Berücksichtigung der heimischen Ressourcen als in die Planung eingeflossen musste nicht erfolgen.

erläuterte im Termin zur mündlichen Verhandlung, das heimische Vorkommen sei im Vergleich zur Gesamtmenge mit nur rund 5 % vernachlässigbar klein und könne sich daher vor allem bei der für die Gewinnentwicklung zentralen Margen nur geringfügig auswirken. Wesentlich sei vielmehr die Preisentwicklung bei Graphit, die sich schon im Prüfungszeitraum nicht mehr auf dem Hochniveau der Jahre 2010/2011 befunden hatte.

(bb) Ebenso ist die Eigenproduktion der Mine in Mosambik in angemessenem Umfang in die Planung eingeflossen, weshalb keine Korrektur erfolgen muss. Die Planung berücksichtigte den Ausbau dieser Mine ebenso sachgerecht wie die Verzögerungen bei der Fertigstellung. Dabei verwies bereits das Bewertungsgutachten von

auf den Anstieg der Bruttoergebnismarge, der seine Ursache gerade auch in der für 2012 geplanten Inbetriebnahme der Mine in Mosambik hat. Dies wird auch im Prüfungsbericht bestätigt. Diese eigene Mine in Mosambik führt zu einem positiven Margeneffekt. Die Abfindungsprüfer verwiesen bei ihrer Anhörung auf eine im Vergleich zur Vergangenheit deutlich erhöhte Marge. Zudem lassen sich die Auswirkungen aus dem Produktmix ableiten, nachdem vor allem bei Dämmstoffen mit höheren Preisen je Tonne geplant werden konnte. Zudem haben sie im Rahmen ihrer ergänzenden Stellungnahme darauf hingewiesen, dass gerade der deutliche Ergebnissprung von 2013 auf 2014 die volle Auslastung der Mine im Jahr 2014 aufzeige, nachdem im Jahr 2013 noch Anlaufverluste bei einer erwarteten Fördermenge von nur 50 % zu verzeichnen waren. Dieser Ergebnissprung ist neben dem Produktmix hin zu margenträchtigeren Produkten auch der Nutzung der eigengeförderten Graphitmengen bei gleichzeitig steigenden geplanten Graphitpreisen geschuldet, auch wenn durch die Inbetriebnahme die Abschreibungen zwangsläufig ansteigen mussten. Die erwartete Verschiebung des Projekts wegen der noch notwendigen Erteilung einer Neulizenz durch die lokalen Behörden wurde in dem im Mai 2012 erstellten Forecast 3 + 9 ausweislich der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer berücksichtigt.

Hinsichtlich der Planannahmen der Mine in Mosambik haben die Abfindungsprüfer vor allem auch in ihrer ergänzenden Stellungnahme ausführlich dargelegt, auf welche Tatsachen sie ihre Schlussfolgerung stützen, im Jahr des Übergangs in die Ewige Rente liege bei der Mine in Mosambik ein eingeschwungener Zustand vor. Dabei verwiesen sie für die Kammer nachvollziehbar vor allem auf den Ergebnissprung und die Entwicklung der Abschreibungsquote. Nicht unberücksichtigt bleiben kann auch der weitere Umstand, dass im Segment Graphit das geplante EBIT mit € 4,864 Mio. um rund 184 % besser geplant war, als die im Jahr 2011 tatsächlich erzielte und dann in der Ewigen Rente fortgeschriebene EBIT-Marge. Der angesetzte Wert von ca. 8,6 % liegt vor allem deutlich über den in den Jahren 2002 bis 2012 durchschnittlich erzielten Werten von 2,1 %.

- (cc) Dagegen musste die Beteiligung der Gesellschaft an einer Mine in Simbabwe nicht in die Ertragswertplanung einfließen. erläuterte zunächst,
dass aus dieser (nicht konsolidierten) Beteiligung in den letzten Jahren kein Ergebnis an die Gesellschaft geflossen war und diese Beteiligung bilanziell auf Null abgeschrieben war. Der Vertreter der Antragsgegnerin wies ergänzend auf das Fehlen eines Beherrschungsvertrages mit dieser Gesellschaft hin, weshalb die Graphit Kropfmühl AG keine beherrschenden Einflussmöglichkeiten hat und auch die Preisentwicklung nicht beeinflussen kann. Vielmehr werden die Preise auf Marktniveau festgelegt. Die Mine in Simbabwe erwirtschaftete zudem keinerlei Gewinne, nachdem sie alt ist und extreme Profitabilitätsprobleme

hat, weshalb eher Kapital nachgeschossen werden müsse.

Allein aus dem Umstand, dass am 26.3.2013 – mithin mehr als ein halbes Jahre nach dem Stichtag der Hauptversammlung – mittels einer Stellenannonnce ein „Mine Captain“ gesucht wurde, kann nicht auf die Profitabilität der Mine geschlossen werden. Die Suche nach Personal mittels einer Stellenanzeige kann auch von keinen Gewinn erwirtschaftenden Unternehmen betrieben werden, wenn ihre Finanzierung und Fortführung auf andere Weise sichergestellt ist, wobei es vorliegend nicht entscheidend darauf ankommt, wer das für den Fortbestand des Betriebs der Mine in Simbabwe notwendige Kapital zur Verfügung stellt.

- (d) Eine mangelnde Plausibilität der Planannahmen lässt sich nicht aus der Endlichkeit der Ressourcen und dem steigenden Verbrauch an Graphit mit der Folge eines zu erwartenden Preisanstieges und daraus resultierend einen höheren Umsatzwachstum ableiten.

Der Sachverständige verwies in diesem Zusammenhang auf den Umstand, dass die Planung der Gesellschaft bereits von einem Preisanstieg ausgegangen war. Allerdings kann nach seiner für die Kammer überzeugenden Einschätzung daraus kein Rückschluss auf ein erhebliches Umsatzwachstum gezogen werden. Der Planungsprozess muss von der Kunden- seite her ausgehen, was dann die Basis für das Beschaffungsvolumen darstellt, das wiederum aus eigenen oder fremden Ressourcen gedeckt wird. Die kunden- und absatzorientierte Planung des Vorstandes spiegelt dessen Einschätzung wider, welche Umsätze mit bestehenden und auch neuen Kunden

aufgrund der Wettbewerbssituation erwartet werden können. Indes fehlt es der Gesellschaft an einer technischen Alleinstellung gegenüber den Kunden. Gerade Bestandskunden haben die Möglichkeit alternativer Bezugsquellen mit Blick auf deren Kenntnis bezüglich der Wertschöpfungsprozesse. Angesichts dieser Ausgangslage muss ein höheres Umsatzwachstum aufgrund des Preisanstieges als vorliegend geplant nicht angesetzt werden, weil es den Planannahmen aus den genannten Gründen nicht an Plausibilität fehlt.

Da das Geschäftsmodell der Gesellschaft gerade im Bereich von Hochwert-Graphiten liegt, floss dieser Umstand bei der Planung hinreichend ein, zumal diese kundenorientiert unter Einschaltung auch der Verkaufsmitarbeiter erstellt wurde.

(3) Die Umsatzplanung im Unternehmenssegment Siliziummetall kann insgesamt nicht als unplausibel eingestuft werden; Korrekturen müssen demzufolge nicht vorgenommen werden.

(a) Die vom Vorstand insoweit zugrunde gelegte Planung wurde hinsichtlich der Umsatzerlöse für das Siliziumsegment von nicht verändert.

wies im Termin vom 14.11.2013 auf die zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung veränderte Marktsituation im Vergleich zum Zeitpunkt der Verabschiedung der Planung hin, die bei ihrer Durchführung zu einer Anpassung zum Nachteil der Minderheitsaktionäre geführt hätte; aus diesem Grunde haben die Abfindungsprüfer dem Vorstand auch um eine Simulationsrechnung gebeten. Zudem war zu berücksichtigen, dass ein Großkunde etwa 2/3 des Siliziums abnimmt. Würde man über das Ende der Vertragslaufzeit hinaus und namentlich für die Ewige Rente einen Rahmenvertrag zu den aktuellen Prei-

Neubau verbundenen immensen Investitionen erachtet die Gesellschaft einen Neubau als nicht realistisch, zumal in anderen Ländern wie beispielsweise Island mittels Geothermie die entsprechenden Energie „quasi vor der Haustür“ – so Herr Müller von der Antragsgegnerin – vorhanden ist. Diese Begründung ist plausibel und nachvollziehbar und muss deshalb der Entscheidung des Gerichts zugrunde gelegt werden, wonach eine weitere Kapazitätserweiterung durch neue Öfen nicht beabsichtigt ist.

Aus der Vorjahresentwicklung lässt sich ein Hinweis auf die mangelnde Plausibilität der Planung nicht ableiten. 2/3 der Produktion gehen an einen Abnehmer aus der chemischen Industrie, weshalb nur das restliche Drittel an den übrigen Markt verkauft werden kann. Angesichts der bereits beschriebenen Unmöglichkeit einer 100 %-igen Kapazitätsauslastung ließe sich ein Umsatzwachstum lediglich über die Preisentwicklung erreichen. Die Preise für Silizium waren indes zum Stichtag der Hauptversammlung im Vergleich zu der Ende des Jahres 2011 erstellten Planung, die dann fortgeschrieben wurde, um 10 % niedriger trotz steigender Nachfrage nach Silizium. Als Grund für die Befriedigung der steigenden Nachfrage ist vor allem die Möglichkeit des Kapazitätsausbaus bei Wettbewerbern der Graphit Kropfmühl AG zu sehen.

- (c) Soweit es um Exportrekorde bei Automobilherstellern geht, kann dies für die Frage der Plausibilität der Planung bei der Graphit Kropfmühl AG keine entscheidende Rolle spielen, nachdem rund 2/3 der Produktion an einen Kunden aus der Chemieindustrie gehen und die Planung ohnehin von einer praktisch vollständigen Kapazitätsauslastung ausgeht. Daher kann die Gesellschaft den beschriebenen Marktentwicklungen

mit der Prognose eines 10 %-igen Wachstums bis 2014 nicht folgen.

Die Bedeutung von Silizium in der Elektronik- und Solarindustrie führt gleichfalls nicht dazu, in Zukunft sei mit Steigerungsraten wie zwischen 2005 und 2010 zu rechnen. Hier gelten dieselben Erwägungen zur Möglichkeit der signifikanten Steigerung des Absatzes ausschließlich über neue Produktionsanlagen. Die Bedeutung der Chemieindustrie für das Segment Silizium zeigt sich gerade an dem Umstand des Kunden, der im Jahr 2010 den Drei-Jahres-Vertrag zu sehr guten Konditionen über den Marktpreisniveau im Vergleich zum Stichtag abgeschlossen hat. Die weitere Preisentwicklung am Siliziummarkt lässt sich von der Graphit Kropfmühl AG nicht beeinflussen, weil sie nicht so stark ist, als dass sie die Preise vorgeben könnte.

- (d) Angesichts der nahezu nicht vorhandenen Möglichkeit von Mengenausweitungen gibt es auch keine Skaleneffekte zur weiteren Verbesserung der EBIT-Marge, weil Skaleneffekte gerade eine Mengenausweitung voraussetzen.
- (e) Weiteres Ertragspotenzial für die Gesellschaft ergibt sich auch nicht aus dem in Photovoltaikanlagen entstehenden Bedarf, weil diese Anlagen Silizium in einer Art benötigen, wie es von Graphit Kropfmühl AG gerade nicht produziert wird. Angesichts dessen kann aus den Aussagen in den VDI Nachrichten vom 5.10.2013 tatsächlich kein Rückschluss auf die mangelnde Planungsplausibilität gezogen werden, weil er sich in allererster Linie mit dem Bedarf von Silizium in dieser Industriesparte beschäftigt.

- (4) Für die unzureichende Berücksichtigung von Synergieeffekten fehlt es an hinreichenden Anhaltspunkten. Im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts finden nämlich angesichts der grundlegenden Stand-alone-Prinzips nur solche Synergieeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme hätten realisiert werden können durch Geschäfte auch mit anderen Unternehmen (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 420; BayObLG AG 1986, 127, 128; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47 f.). Da die Verschmelzung gerade Voraussetzung für den Übergang der Aktien von den Minderheitsaktionären auf die Antragsgegnerin ist, können sich daraus ergebende Vorteile als echte Synergien nicht berücksichtigt werden; andernfalls würde gegen den Stand-alone-Grundsatz verstoßen. Vorteile aus der Verschmelzung können gerade nur mit der Antragsgegnerin, nicht aber mit anderen Unternehmen erzielt werden.
- (5) Die Ansätze der Aufwandsplanung müssen nicht korrigiert werden.
- (a) Dies gilt zunächst für die Planung der Abschreibungen. Die Abfindungsprüfer gingen bei ihren Überlegungen zutreffenderweise von den im Plan hinterlegten Abschreibungsquoten aus, die in Relation zum Umsatz ganz leicht oberhalb des langjährigen Durchschnitts bis 2011 lagen. Der Anstieg der Abschreibungen im Planjahr 2013 auf rund 6,3 % mit einem dann folgenden leichten Rückgang auf 5,8 % im letzten Jahr der Detailplanungsphase ist der Inbetriebnahme der Mine in Mosambik mit einem im Investitionsplan angesetzten Investitionsvolumen von € 7,835 Mio. in 2012 und € 218.000,-- in 2013 geschuldet. Die Abschreibungsquote lag im Geschäftsjahr 2014 dann wiederum noch innerhalb der in den Jahren 2002 bis 2011 erzielten tatsächlichen Quote von etwa 7,7 %.
- Die Berücksichtigung der Inbetriebnahme der Mine in Mosambik zeigt sich zudem aus einer Analyse der Aufwendungen für

den Rohstoffbedarf, die bezogen auf die Absatzmengen von 2012 bis 2014 rückläufige durchschnittliche rechnerische Rohstoffbeschaffungskosten je Tonne von € 792,-- im Jahr 2012 über € 785,-- im Jahr 2013 auf € 767,-- im Geschäftsjahr 2014 betragen sollen. Bei gleichzeitig steigend geplanten Rohstoffpreisen bei Graphit muss daraus insbesondere auch entsprechend den Ausführungen in der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 17.12.2013 auf eine zunehmende Substitution von Fremdeinkauf durch Eigenförderung gezogen werden.

- (b) Die angesetzten Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstigen Aufwendungen bedürfen keiner Anpassung, weil insoweit nicht von einer mangelnden Plausibilität der jeweiligen Ansätze ausgegangen werden kann. Hierbei muss namentlich gesehen werden, dass es durch die Inbetriebnahme der eigenen Mine in Mosambik zu zusätzlichem Personalaufwand kommen muss, weil diese entsprechendes Personal benötigt. Dadurch kommt es indes auch zu einer Kostenreduktion auf der Beschaffungsseite; durch die Substitution tritt folglich nur eine Verschiebung ein.

Namentlich die Planung der Personalkosten bedarf keiner Korrektur. Dies resultiert zum einen aus der Erwägung heraus, dass es durch die Inbetriebnahme der neuen Mine zu einer Zunahme der Mitarbeiter im Produktionsbereich kommen muss. Die Planung der Lohnentwicklung selbst erfolgte differenziert nach in- und ausländischen Mitarbeitern. Bei den ausländischen Mitarbeitern wurden zum Teil Lohnsteigerungen von mehr als 10 % eingeplant. Dabei ist allerdings zu sehen, dass im Ausland teilweise sehr viel höhere Inflationsraten bestehen, die dann durch deutlich höhere Lohnzuwächse ausgeglichen werden müssen. Die Planung der Lohnentwicklung im Inland

orientiert sich in noch nachvollziehbarer Art und Weise an den Tarifabschlüssen der Vergangenheit. Selbst wenn diese unter einem Anstieg von 4 % geblieben wären, kann bei der Entwicklung der Personalkosten insgesamt nicht unberücksichtigt bleiben, dass neben der Fixvergütung durch gute geplante Ergebnisse auch ergebnisabhängige Vergütungen ausgezahlt werden.

- (c) Bei den Annahmen zur Planung der Stromkosten für die Sparte Siliziummetall müssen keine Anpassungen vorgenommen werden, auch wenn die Gesellschaft von der Bundesnetzagentur Ende des Jahres 2011 die Information einer vollständigen rückwirkenden Befreiung vom Netzentgelt und von 100 % des Produktionsstromes für das Jahr 2012 erhielt. Wenn dennoch für die weiteren Jahre der Detailplanungsphase die historischen Daten der Jahre 2006 bis 2010 mit einer Befreiung von Netzentgelt in Höhe von 55 % geplant wurde, ist dies aus Rechtsgründen nicht zu beanstanden.

Für die vollständige Befreiung vom Netzentgelt fehlt es nämlich an einer wirksamen Rechtsgrundlage. Die der Gesellschaft Ende des Jahres 2011 gewährte vollständige Befreiung von den Netzentgelten für die Jahre 2011 und 2012 beruhte auf § 19 Abs. 2 Satz 2 StromNEV in der am 4.8.2011 in Kraft getretenen Fassung. Erreicht die Stromabnahme aus dem Netz der allgemeinen Versorgung für den eigenen Verbrauch an einer Abnahmestelle die Benutzungsstundenzahl von mindestens 7000 Stunden und übersteigt der Stromverbrauch an dieser Abnahmestelle 10 Gigawatt-Stunden, sollte der Letztverbraucher nach dieser Vorschrift insoweit grundsätzlich von den Netzentgelten befreit werden.

Diese Regelung ist indes nicht von der für eine Verordnung aufgrund von Art. 80 Abs. 1 Satz 2 GG notwendigen gesetzlichen Ermächtigungsgrundlage gedeckt und konnte daher nicht die Basis der Planung einer vollständigen Befreiung vom Netzentgelt in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente sein.

(aa) Aufgrund von Art. 80 Abs. 1 Satz 2 GG müssen Inhalt, Zweck und Ausmaß der an die Exekutive erteilten Ermächtigung zum Erlass von Rechtsverordnungen im Gesetz bestimmt werden. Dies gilt auch dann, wenn die Neufassung einer Verordnung in einem Gesetz enthalten ist. Ändert der Deutsche Bundestag als Gesetzgeber bestehende Rechtsverordnungen oder fügt in diese neue Regelungen ein, so ist das dadurch entstandene Normgebilde aus Gründen der Normenklarheit insgesamt als Rechtsverordnung zu qualifizieren. Bei der Änderung von Rechtsverordnungen ist der Gesetzgeber an das Verfahren nach Art. 76 ff. GG und vor allem auch an die Grenzen der Ermächtigungsgrundlage gebunden. Da es sich bei der Regelung in § 19 Abs. 2 Satz 2 StromNEV um eine Rechtsverordnung und nicht um ein förmliches Gesetz handelt, kann die Kammer selbst über die Vereinbarkeit bzw. Unvereinbarkeit mit höherrangigem Verfassungsrecht entscheiden und muss das Verfahren nicht nach Art. 100 GG dem Bundesverfassungsgericht zur Entscheidung vorlegen (vgl. BVerfGE 114, 196, 235 ff. = NVwZ 2006, 191, 195 ff.; BVerfGE 114, 303, 312 f.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.3.2013, VI-3 Kart 14/12 (V); OLG Nürnberg, Beschluss vom 14.5.2013, Az. 1 Kart 1518/12).

(bb) Die gesetzliche Ermächtigungsgrundlage des § 24 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 3 EnWG wird den sich aus Art. 80 Abs. 1 Satz 2 GG ergebenden verfassungsrechtlichen Anforderungen nicht gerecht. Nach der Vorschrift des § 24 Abs. 1 Nr. 1 EnWG kann der Ordnungsgeber Methoden zur Bestimmung der Entgelte für den Netzzugang festlegen; die Bestimmung des § 24 Abs. 1 Nr. 3 EnWG überträgt ihm zudem die Befugnis zur Regelung, in welchen Sonderfällen der Netznutzung und unter welchen Voraussetzungen im Einzelfall individuelle Entgelte zulässig sind. Bereits der Wortlaut dieser Ermächtigungsnormen zeigt, dass die Regelungsbefugnis nicht das „Ob“, sondern nur die Bestimmungen zur Ermittlung der Höhe der Entgelte erfasst. Die Ermächtigung, die Methoden zur Bestimmung des Entgelts für die Netznutzung festzulegen und dabei auch die Voraussetzungen für die Entgelte in Sonderfällen individueller Formen der Netznutzung zu bestimmen, gibt vor, dass für die Netznutzung grundsätzlich ein Entgelt zu erbringen ist. Mit diesem Entgelt wird die Nutzung- oder Umspannebene des Netzbetreibers und aller vorgelagerten Netz- und Umspannebenen abgegolten. Die Methode zur Bestimmung der Entgelte soll die Vorgaben aus § 21 Abs. 1 und Abs. 2 EnWG umsetzen, wonach die Bedingungen und Entgelte für den Netzzugang insbesondere, diskriminierungsfrei und transparent sein müssen. Damit soll der Ordnungsgeber aber inhaltlich nur ermächtigt werden, die Methode für die Bestimmung derartiger Netzentgelte, ihre Ausgestaltung und Ermittlung näher festzulegen, mithin zu konkretisieren, auf welche Art und Weise Netzzugangsentgelte ermittelt werden sollen. Dabei muss die Methode die Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung sicherstellen – nur so können nämlich die da-

raus abzuleitenden Entgelte den individuellen Vorgaben des § 21 EnWG genügen.

Auch die Ermächtigungsgrundlage in § 24 Abs. 1 Nummer 3 EnWG will klarstellen, dass zum einen in Sonderfällen auch von der grundsätzlich nach § 24 Abs. 1 Nummer 1 EnWG verwendeten Methode abgewichen werden kann und dass zum anderen in Sonderfällen das Instrument der Genehmigung oder Versagung zur Verfügung steht.

Mit diesen Vorgaben steht die am 4.8.2011 in Kraft getretene Regelung des § 19 Abs. 2 Satz 2 StromNEV, die auch zum Stichtag der Hauptversammlung nicht außer Kraft getreten war, nicht in Einklang. Bei dieser Möglichkeit der Befreiung handelt es sich nämlich gerade nicht um ein solches Individuelles Netzentgelt, wenn bei dem Erreichen bestimmter Schwellenwerte für die Abnahmestunden und des Stromverbrauchs der Letztverbraucher grundsätzlich von den Netzentgelten befreit werden soll. Der befreite Netznutzer entrichtet keine Gegenleistung. Folglich stellt die Befreiung keine von der grundsätzlichen Methodik abweichende Entgeltbildung dar, sondern eine generelle und vollständige Ausnahme von der zugrunde liegenden Entgeltlichkeit der Netznutzung. Bei ihr handelt es sich um eine Privilegierung und folglich um ein aliud zu der Entgeltbildung, weil es mit deren Methode nichts mehr zu tun hat.

Die Möglichkeit der Kompensation von diesen befreiten Netznutzern nicht zu erhebender Entgelte, wie dies in § 19 Abs. 2 Satz 6 und Satz 7 StromNEV in der am 4.8.2011 in Kraft getretenen Fassung vorgesehen ist, rechtfertigt keine andere Beurteilung. Zum einen muss auf den befreiten Netznutzer abgestellt werden, der kein Netzentgelt zu ent-

richten hat. Zum anderen würde eine von allen Letztverbrauchern zu tragende Umlage gerade keine Gegenleistung und damit auch kein Entgelt für deren Netznutzung darstellen, sondern nur ihre Beteiligung an den Kosten der Befreiung und Entgeltermäßigung einzelner (so überzeugend OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.3.2013, Az. VI-3 Kart 65/12 (V), zit. nach juris).

- (cc) Aus § 24 Abs. 1 Satz 1 Nummer 1 und Nummer 3 EnWG lässt sich zudem aus einem weiteren Grund keine Ermächtigung zur Befreiung von Netzentgelten ableiten, nachdem dies gegen die Entgeltgrundsätze aus § 21 Abs. 1 EnWG verstößt und damit auch gegen das Diskriminierungsverbot aus der Richtlinie 2009/72/EG. Die Vorgaben für die Beschaffenheit des Entgelts gestatten nur die Vereinbarung eines individuellen Nutzungsgelds entsprechend den Regelungen durch den Ordnungsgeber bis zum Inkrafttreten der Änderung von § 19 Abs. 2 StromNEV am 4.8.2011. Dabei müssen die Bedingungen und Entgelte für den Netzzugang – wie schon ausgeführt – angemessen, diskriminierungsfrei und transparent sein. Diese sich aus § 21 Abs. 1 und Abs. 2 EnWG ergebenden Vorgaben muss auch der Ordnungsgeber bei seiner konkretisierenden Ausgestaltung der entgelt- und erlös-obergrenzenbezogenen Verordnung beachten. Zugleich stecken diese Vorgaben für die Beschaffenheit der Entgelte den Rahmen für die Methode der Entgeltberechnung und davon abweichende Regelungen für die Bestimmung einer individuellen Netznutzung ab.

Das die Vorgaben der Richtlinie 2003/54/EG umsetzende Diskriminierungsverbot verpflichtet den Netzbetreiber dazu, alle externen Netznutzer gleich zu behandeln, ihnen

also gleiche Nutzungsbedingungen einzuräumen. Demgemäß gelten hier die zum allgemeinen Gleichheitssatz entwickelten Grundsätze auch beim Diskriminierungsverbot als Ausprägung des Gleichheitsgrundsatzes. Differenzierungen bedürfen somit stets der Rechtfertigung durch Sachgründe, die dem Differenzierungsziel und dem Ausmaß der Ungleichbehandlung angemessen sein müssen. Vorliegend geht es um das die Entgelthöhe betreffende Gebot angemessener Entgelte, mithin um den zu zahlenden Gegenwert für den gewährten Netzzugang. Die Befreiung stromintensiver Netznutzer von den Nutzungsentgelten bedeutet einen Verstoß gegen diese Entgeltgrundsätze, mit denen außer der Methode der Entgeltbestimmung auch etwaige Ausnahmen in Einklang stehen müssen. Die Vorgabe diskriminierungsfreier, angemessener und transparenter Netznutzungsentgelte durch ein individuelles Netznutzungsentgelt sind nämlich nur dann erfüllt, wenn sich der Maßstab der Entgeltminderung auf der einen Seite an dem tatsächlichen Umfang der Kostensenkung oder -minderung orientiert, nachdem auf der anderen Seite die übrigen Netznutzer im Umfang der Entgeltminderung zusätzlich belastet werden. Dem besonderen Nutzungsverhalten des einzelnen Netzkunden wird durch einen individuell bestimmten Nutzungsentgelts daher nur dann angemessen Rechnung getragen, wenn der Grund der Entlastung des Netzes, der durch das abweichende Nutzungsverhalten des Netzkunden im Einzelfall bewirkt wird, Maßstab der möglichen Entgeltminderung ist (vgl. BGH NVwZ-RR 2013, 408, 409 – Pumpspeicherkraftwerk II).

Das besondere Nutzungsverhalten der Gruppe der stromintensiven Netznutzer, zu denen angesichts der Silizium-

metallsparte auch die Graphit Kropfmühl AG gehört, kann ihre Befreiung von den Nutzungsentgelten jedoch nicht rechtfertigen. Denkbar wäre allenfalls eine entsprechende Reduktion im Sinne eines individuellen Nutzungsentgelts. Zwar sollen nach der Zielsetzung des Gesetzgebers (vgl. BT-Drucks. 17/6365 S. 34) stromintensive Unternehmen mit einer derart hohen Bandlast – also dem kontinuierlichen Verbrauch von Strom und damit der Netznutzung – angesichts der netzstabilisierenden Wirkung ihrer Bandlast von den Netzentgelten befreit werden. Für die Entgeltbildung könnte darin zwar ein zulässiges Differenzierungskriterium gesehen werden, weil ein solches Nutzungsverhalten die Kosten des Netzes und damit auch die Kosten der übrigen Nutzer mindern oder senken kann. Netzstabilisierende Wirkung kann dabei vor allem die Verlagerung des überwiegenden Teils des Strombezugs in die schwache Lastzeit haben, was dann auch der Netzökonomie dient. Demgemäß kann der Verordnungsgeber dieses Ziel mit einer entsprechenden verhältnismäßigen Reduzierung honorieren, aber nicht mit einer sich von jeder Kostenverursachungsgerechtigkeit lösenden vollständigen Befreiung von den Netzentgelten. Eine Befreiung im Sinne einer Kostenreduktion bis auf Null ist schon deshalb ausgeschlossen, weil das abweichende Nutzungsverhalten auf das Leistungselement der Netzkosten beschränkt ist, es folglich nur zu einer Reduzierung des Leistungs- und nicht auch des Arbeitspreises führen kann (vgl. hierzu auch BGH NVwZ-RR 2013, 408, 409 – Pumpspeicherkraftwerk II).

Zudem sprechen das Anknüpfungsmerkmal der stromintensiven Netznutzer und die zugrunde gelegten Schwellenwerte gegen eine unentgeltliche Netznutzung. Da die

intensive Netznutzung mit erreichten Schwellenwerten von 7000 Nutzungsstunden pro Jahr und einem Stromverbrauch von 10 GWh impliziert, dass sie das Netz auch zeitgleich mit anderen Netznutzern nutzen müssen, kann es nicht sachgerecht sein, sie allein mit Blick auf die Bandlast von den Kosten der Netznutzung freizustellen. Auch hier gilt, dass die damit verbundene netzstabilisierende Wirkung nur zu einer verhältnismäßigen Reduzierung, nicht aber zur vollständigen Befreiung von den Netzentgeltkosten führen kann. Die vollständige Befreiung impliziert, dass durch die intensive Netznutzung keinerlei Netzkosten verursacht würden, was nicht sachgerecht und systemwidrig ist.

Die an die Befreiung geknüpften Schwellenwerte sprechen vielmehr dafür, dass – vergleichbar den Regelungen in § 9 Abs. 7 KWKG und § 41 EEG – Unternehmen aus bestimmten Industriezweigen durch eine Härtefallregelung privilegiert werden sollen, um sie von einer strompreisbedingten Abwanderung ins Ausland abzuhalten mit allen daraus abzuleitenden negativen Folgen für Arbeitsplätze in diesen Industriezweigen. Diese Privilegierung aus wirtschaftspolitischen Erwägungen heraus ist jedoch von der alleine das „Wie“ der Entgeltbestimmung erfassenden Verordnungsermächtigung nicht erfasst (so insgesamt mit überzeugender Begründung OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.3.2013, Az. VI-3 Kart 65/12 (V), zit. nach juris).

- (dd) Zudem resultiert die Nichtigkeit aus der weiterhin vom Oberlandesgericht Düsseldorf in dem zitierten Beschluss herangezogenen Erwägung, der Gesetzgeber habe vorliegend die bestehende Verordnung nicht abändern dür-

fen. Die Änderung einer Verordnung durch den parlamentarischen Gesetzgeber kann nur im Rahmen der Änderung des geregelten Sachbereichs erfolgen. Dabei sind Änderungen von Rechtsverordnungen auf das Ausmaß zu beschränken, dass unmittelbar durch die Änderungen im Gesetzesrecht veranlasst ist (vgl. BVerfGE 114, 196, 237 f.). Die Änderung von § 19 Abs. 2 StromNEV erfolgte durch das Gesetz zur Neuregelung energiewirtschaftlicher Vorschriften, mit dem im Wesentlichen die Richtlinien 2009/72/EG und 2009/73/EG in innerstaatliches Recht umgesetzt wurden. Dabei wurden insbesondere die Entflechtungsregelungen für die Transportnetze geändert, um die Netzgesellschaft im Konzern zu stärken; weiterhin sollte neben einer Stärkung von Verbraucherrechten und der Einrichtung einer Schlichtungsstelle eine koordinierte, gemeinsame Netzausbauplanung aller Übertragungs- bzw. Fernleitungsnetzbetreiber gewährleistet werden. Die beabsichtigte Befreiung industrieller Großabnehmer steht mit dem Regelungsgehalt des Gesetzes dagegen in keinerlei sachlichem Zusammenhang. Der einzige Anknüpfungspunkt für einen sachlichen Zusammenhang, dass es sich bei der Änderung des § 19 Abs. 2 StromNEV um eine energiewirtschaftliche Vorschrift handelt, kann nicht genügen.

Angesichts dessen bestand zum Stichtag der Hauptversammlung am 27.8.2012 keine hinreichende Rechtsgrundlage dafür, für die Jahre ab 2013 von einer vollständigen Befreiung von den Nutzungsentgelten auszugehen. Damit konnte aber auch diese vollständige Befreiung im Sinne der Wurzeltheorie keinesfalls zugrunde gelegt werden. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind entsprechend den Grundsätzen der Wur-

zeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09, S. 20; Beschluss vom 24.5.2013, S. 34; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Wie der Verordnungs- oder Gesetzgeber die Möglichkeit einer ganz oder teilweisen Befreiung stromintensiver Unternehmen vom Netzentgelt regeln würde, war zum Stichtag der Hauptversammlung gerade angesichts der viel weitreichenderen politischen Diskussion um die Energiewende nach der Reaktorkatastrophe in Fukushima keinesfalls absehbar, zumal auch die Vereinbarkeit mit dem Beihilferecht der Europäischen Union aus Art. 107 AEUV problematisch ist, weil in der vollständigen Befreiung vom Netzentgelt sehr wohl eine unzulässige Beihilfe gesehen werden kann. Wenn der Vorstand der Gesellschaft in dieser rechtlichen Ausgangssituation die Angaben zugrunde legt, die bis zur Änderung von § 19 Abs. 2 StromNEV galten, muss dies als plausible Planungsentscheidung eingestuft werden. Der Wert von 55 % bedarf daher weder in der Detailplanungsphase noch anschließend in dem einen eingeschwungenen Zustand voraussetzenden Terminal Value diesbezüglich keiner Korrektur.

- (d) Soweit von den Antragstellern zu 37) und 38) geltend gemacht wurde, aufgrund der größeren Verfügbarkeit regenerativer Energie müsse in Zukunft von fallenden Strompreisen ausgegangen werden, vermag dies die Plausibilität der Planung nicht

infrage zu stellen. Die Antragsgegnerin hat nämlich vorgetragen, was diese Antragsteller auch nicht mehr bestritten haben, weshalb der entsprechende Sachvortrag gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt, dass die Strompreise für die Jahre 2012 bis 2014 aufgrund des hohen Verbrauchs des benötigten elektrischen Stroms bereits eingekauft waren und die Strompreise für die Detailplanungsphase feststanden. In der Ewigen Rente konnte angesichts der im Zeitpunkt der Hauptversammlung bereits begonnenen Energiewende mit hohen Kosten, die die Netzbetreiber für den weiteren Ausbau der Stromtrassen aufwenden müssen, eine Reduzierung der Strompreise nicht annehmen.

- (6) Die Planansätze für das Finanzergebnis der Graphit Kropfmühl AG sind plausibel.
- (a) Das konzernintern zu einem Zinssatz von 4,5 % abgeschlossene Darlehen beruht auf einem abgeschlossenen Vertrag. Geht man vom Basiszinssatz zum Stichtag oder der Prüfung aus, besteht eine Marge von rund 200 Basispunkten, die beim Vertragsabschluss durchaus geringer gewesen sein kann. Diese Werte sind nach der nicht anzuzweifelnden Einschätzung der Abfindungsprüfer durchaus auch bankenüblich und halten demzufolge einem Drittvergleich stand. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die durch diesen Darlehensvertrag abgelöste Finanzierung sogar etwas höher lag und ein von der Gesellschaft eingeholtes Gutachten darüber hinaus die Angemessenheit der Konditionen bestätigt hatte. Im Rahmen ihrer Anhörung begründeten die Abfindungsprüfer überzeugend, warum ein höherer Darlehensbetrag als € 15 Mio. zwischen der Antragsgegnerin als Darlehensgeberin und der Graphit Kropfmühl AG als Darlehensnehmerin vereinbart war. Das Vo-

lumen des Darlehens erklärt sich daraus, dass neben der Rückführung von Verbindlichkeiten auch Investitionen vor allem für die Sparte Silizium geplant waren und damit finanziert werden sollten. Die Richtigkeit dieser Erkenntnis zeigt sich gerade auch am Anstieg der Zinsaufwendungen im Geschäftsjahr 2013 trotz einer vollständigen Thesaurierung. Zudem muss das für die Investitionen in die Mine aufgenommene Darlehen berücksichtigt werden. Angesichts steigender Umsatzerlöse im Bereich Graphit stieg das Working Capital ebenfalls an.

- (b) Ebenso angemessen waren die Konditionen für das zur vollständigen Finanzierung der Investition in die Mine in Mosambik aufgenommene Darlehen mit einem Zinssatz von 7 %. Dieser Darlehensvertrag wurde mit der DEG abgeschlossen, also gerade nicht mit einer konzernangehörigen Gesellschaft, sondern mit einer öffentlich-rechtlich organisierten Gesellschaft, die Investitionen deutscher Unternehmen im Ausland fördert. Da im Land der Investition in Afrika eine andere Risikostruktur als in Deutschland herrscht, muss der im Vergleich zu dem angesprochenen konzerninternen Darlehen höhere Darlehenszinssatz als angemessen betrachtet werden.
- (7) Die Ansätze in der Ewigen Rente ab 2015 ff. müssen nicht angepasst werden.
- (a) Ab dem Jahr 2015 konnte von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden. Der Annahme dieses Gleichgewichtszustandes steht vor allem die Inbetriebnahme der Mine in Mosambik nicht entgegen. Bereits bei ihrer Anhörung verwiesen die Abfindungsprüfer darauf, dass bei der Planung des Vorstandes im November 2011 eine Vollausslastung ab 2014 angesetzt wurde, nachdem die Auslastung im Laufe des Jahres

2013 hochgefahren werden sollte. Zur Untermauerung wiesen die Vertreter der Antragsgegnerin im Termin zur mündlichen Verhandlung ergänzend darauf hin, dass in den Graphitminen keine hochtechnisierte Ausstattung benötigt werde, sondern in den Flözen nach wie vor sehr viel mit Unterstützung durch Pressluftschlämmer von Hand gebrochen wird. Daraus kann zur Überzeugung der Kammer der Schluss gezogen werden, dass nach Fertigstellung der Mine tatsächlich nach einer kurzen Übergangszeit, die der Prüfung dient, ob Probleme auftauchen, rasch mit voller Auslastung geplant werden kann.

Anpassungen im operativen Geschäft wurden bei der Planung gerade nicht vorgenommen. Auch lag im Jahr 2014 im Vergleich zur Geschichte der Gesellschaft keine ungewöhnlich hohe Abschreibungsquote vor. Dann aber konnte ab den Jahren 2015ff. ohne Einschaltung einer Grobplanungsphase von einem Gleichgewichtszustand der Gesellschaft ausgegangen werden.

- (b) Die Höhe der Reinvestitionsrate muss in der Ewigen Rente nicht verändert werden. Durch ihren Ansatz wird der Notwendigkeit der Substanzerhaltung im Terminal Value Rechnung getragen. Annahmegemäß kann es in der Ewigen Rente nur noch zu Ersatzinvestitionen kommen, nachdem sich das Unternehmen im eingeschwungenen Zustand befindet und daher keine Erweiterungsinvestitionen angesetzt werden (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 331). Der vorgenommene Ansatz einer rechnerischen Ableitung aus den Abschreibungen des Jahres 2014 unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlages von 1 % ist adäquat erfolgt. Dies resultiert namentlich aus der Erwägung heraus, dass die Abschreibungsquote des Jahres 2014 unter dem Durchschnitt der in den letzten 10 Jahren vorgenommenen Investitionen lag und sich dieser Ansatz damit

auch nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre ausgewirkt hat.

- (c) Der Ansatz des EBIT in der Ewigen Rente mit einer Wachstumsrate von 1 % angesichts eines Umsatzwachstums von 4,1 % in der Detailplanungsphase muss nicht korrigiert werden, nachdem gerade auch das thesaurierungsbedingte Wachstum berücksichtigt werden muss. Bezüglich weiterer Einzelheiten hierzu wird auf die nachfolgenden Ausführungen unter B. II. 2. b. (3) verwiesen.
- (8) Die Annahmen zur Ausschüttungs- und Thesaurierungsquote bedürfen weder in der Detailplanungsphase noch in der Ewigen Rente einer Korrektur.
- (a) Der Ansatz einer vollständigen Thesaurierung in der Detailplanungsphase entspricht dem Unternehmenskonzept und kann vom Grundsatz her nicht infrage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12). Die nachvollziehbaren Annahmen des Vorstandes der Gesellschaft sahen für den Zeitraum der Jahre 2012 bis 2014 eine vollständige Thesaurierung der Jahresüberschüsse vor, wobei diese Mittel dem Abbau der Fremdverbindlichkeiten ebenso wie der Finanzierung der Geschäftstätigkeit dienen sollte. Diese unternehmerische Entscheidung kann nicht in Frage gestellt werden, weil die zugrunde liegenden Erwägungen sachgerecht sind und das Gericht nicht möglicherweise andere ebenfalls nur sachge-

rechte Erwägungen an die Stelle des für die Planung originär zuständigen Organs einer Aktiengesellschaft setzen kann.

Diese Entscheidung für eine vollständige Thesaurierung steht nicht im Widerspruch zur Entwicklung des Finanzergebnisses, wie erläutert hat. Die Finanzbedarfsberechnung für die Detailplanungsphase erfolgte auf der Basis eines integrierten Modells mit Bilanzplanung, G+V-Planung und Cashflow-Planung. Der Anstieg der Aufwendungen im Geschäftsjahr 2013 beruht dabei neben dem Geschäftsanstieg mit einem Anstieg des Nettoumlaufvermögens vor allem auf der Investition in Mosambik mit einem Darlehenszinssatz von 7 % sowie auf der Modernisierung der Öfen in der Siliziumsparte. Weiterhin war zu berücksichtigen, dass das Jahr 2012 im Finanzergebnis angesichts des Erfordernisses der Eliminierung von Rückstellungen aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse nicht idealtypisch für die Gesellschaft war. Bei einem Vergleich von 2011 und 2013 nivelliert sich dagegen das Finanzergebnis deutlich. Zudem führte die Investition in Mosambik in einer Größenordnung von insgesamt € 8 Mio. zu einem Finanzbedarf, der höher lag als die thesaurierten Beträge. Angesichts dessen konnte die Thesaurierung nicht zu einer Verbesserung des Finanzergebnisses namentlich im Geschäftsjahr 2013 führen.

Die Eigenkapitalquote ist nicht geeignet, das Geschäftsmodell mit steigenden Umsätzen und damit steigendem Working Capital zu steuern. Dies geschieht vielmehr mit Hilfe der integrierten Planungsrechnung, in der nach den Feststellungen der Abfindungsprüfer auch die Veränderungen von Vorräten und der Gewinnrücklagen berücksichtigt wurden.

Ebenso wenig lässt sich die Annahme rechtfertigen, als Folge der vollständigen Thesaurierung komme es zu einem völligen Ausschluss eines Wertbeitrages auf Seiten der Aktionäre. Im Falle von Ausschüttungen hätte die Gesellschaft höhere Aufwendungen für die dann notwendige erhöhte Aufnahme von Fremdkapital gehabt und hätte folglich vermehrt Zinsen zahlen müssen, die sich wiederum ertragsmindernd auswirken. Zudem würde diese Ausschüttung an die Aktionäre wiederum mit Einkommenssteuer in Höhe der Abgeltungssteuer belastet. Angesichts des höheren Verschuldungsgrades müsste im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes zudem mit einem höheren Risikozuschlag gerechnet werden, weil die zunehmende Verschuldung eines Unternehmens auch ein gesteigertes Risiko nach sich zieht. Dieser würde zu einem höheren Kapitalisierungszinssatz und folglich zu einem niedrigeren Ertragswert führen.

- (b) Die Höhe der Thesaurierung mit 50 % in der Ewigen Rente und demgemäß einer Ausschüttungsquote von 50 % bedarf keiner Korrektur. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote liegt zwischen 40 und 70 %. Aus einer Reihe von Spruchverfahren ist der Kammer bekannt, dass der Ansatz niedrigerer Ausschüttungs- und demgemäß höherer Thesaurierungsquoten vor allem bei Unternehmen in einer dynamischen Wachstumsbranche zu beobachten ist, die vergleichsweise hohen Risiken ausgesetzt sind. Die vorliegend vorgesehene Ausschüttungsquote von 50 % liegt innerhalb der Bandbreite, wie sie aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtsbekannt angenommen wird. Ange-

sichts dessen konnte im Terminal Value keine vollständige Thesaurierung der Überschüsse angenommen werden. Anders als in der Detailplanungsphase, in der auf die konkreten Planungen abzustellen ist, die hier von einer vollständigen Thesaurierung ausgegangen sind, ist dieser Ansatz in der Ewigen Rente nicht möglich, weil es keine Planansätze des Unternehmens mehr gibt.

- (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 objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; 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).

Soweit teilweise darauf verwiesen wird, nach dem Squeeze out und dem damit verbundenen Rückzug von der Börse könnten die Kursgewinne nicht mehr realisiert werden, übersieht dies den Stand alone-Ansatz der hier vorzunehmenden Unternehmensbewertung.

- (c) Der vorgenommenen Abzug eines Betrags von € 514.000,-- in der Ewigen Rente zur Wachstumsfinanzierung erfolgte systemgerecht. Aufgrund der Ausschüttung der Dividende und einer fiktiven Zurechnung der Thesaurierung können die finanziellen Überschüsse nur noch in Höhe der branchentypischen Preissteigerung wachsen. 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 Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zu-

stand befindenden Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll.

- (e) Aus dem steuerlichen Einlagenkonto müssen die thesaurierten Beträge nicht entnommen werden. Hierfür ist zum einen die Erwägung maßgeblich, dass die Art und Weise, wie mit dem steuerlichen Einlagenkonto im Sinne des § 27 KStG verfahren wird, eine unternehmerische Entscheidung ist, die im Rahmen eines Spruchverfahrens allenfalls eingeschränkt überprüfbar ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.2.2012, Az. 21 W 17/11, zit. nach juris; LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12). Zum anderen kann aus dem steuerlichen Einlagenkonto vorliegend eine Ausschüttung aufgrund der gesetzlichen Vorgaben in § 27 Abs. 1 Satz 3 und Satz 5 KStG nicht vorgenommen werden. Eine über den ausschüttbaren Gewinn hinausgehende Ausschüttung ist vorliegend nicht möglich, weil mit dem ausgeschütteten und ausschüttbaren Gewinnen gerade keine Einlagenrückgewähr verbunden wäre.

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

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenselgner unterliegen, ist der Kapitalisie-

rungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474AG 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 2,25 % vor Steuern und demzufolge auf 1,66 % nach Steuern festzusetzen.
 - (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe

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

Dabei ist es auch nicht geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen, die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06).

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 Zeit-

punkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. In einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung als maßgeblichem Stichtag betrug der Basiszinssatz 2,19 %.

Die vorgenommene (Auf-)Rundung von 2,22 % auf 2,25 % vor Steuern kann nicht beanstandet werden. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 2,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt. (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.). Abgesehen davon ist bei einer Differenz von 0,03 Prozentpunkten bei dem Bruttozins auch bei einem Ansatz von 2,22 % vor Steuern nur eine Scheingenauigkeit zu erreichen.

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

anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12).

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

ler/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).

- (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., § 305 Rdn. 126; 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. Großfeld, 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 Graphit Kropfmühl AG. Der Ansatz des eigenen Beta setzte eine liquide Aktie voraus, wovon bei der Gesellschaft hier nicht ausgegangen werden kann.

Es zeigte sich bei der Gesellschaft für einen zwei- wie einen dreijährigen Betrachtungszeitraum vor dem 1.6.2012 und auch vor dem 29.2.2012, also dem Zeitpunkt der Abgabe eines öffentlichen Erwerbsangebots, verschuldete Beta-Faktoren in einer Größenordnung zwischen 0,28 und 0,33, während für einen 5jährigen Beobachtungszeitraum signifikante Beta-Faktoren überhaupt nicht ermittelt werden konnten. Die statistisch signifikanten Werte wiesen ein Bestimmtheitsmaß zwischen 0,038 bis 0,044 auf. Auch wenn ein niedriges Bestimmtheitsmaß nicht ohne Weiteres zum Verwerfen der Regressionsanalyse führen kann, zeigen diese Werte an, dass die Entwicklung der Rendite der Graphit Kropfmühl AG im betrachteten Zeitraum zum überwiegenden Teil von anderen Faktoren als nur von der Entwicklung der Rendite des Marktes bestimmt wurde. Wenn die Variabilität der Rendite des CDAX lediglich zu maximal 4,4 % die Variabilität der Rendite der Gesellschaft erklärt, kann nicht davon ausgegangen werden, dass das sehr niedrige unternehmenseigene Beta, das sonst allenfalls bei nahezu nicht kon-

junkturabhängigen Unternehmen wie beispielsweise der Grundversorgung und der Immobilienbranche zu beobachten ist, nicht hinreichend geeignet sein kann, das individuelle Unternehmensrisiko der Graphit Kropfmühl AG zu erklären. Hinzu kommt ganz wesentlich, dass die Aktien seit dem Erwerb von rund 80 % der Aktien durch [redacted] im Jahr 2008 nur mehr unregelmäßig und in geringem Umfang gehandelt wurden. Dies führt zu einer nicht mehr zu bejahenden Aussagekraft des originären Beta-Faktors der Graphit Kropfmühl AG.

Wenn die beteiligten Wirtschaftsprüfer von einem unverschuldeten Beta von 1,1 aus einer Peer Group ausgingen, wobei sich die Gruppe von [redacted] sowie der Abfindungsprüfer unterschieden haben, muss das daraus abgeleitete und unternehmensindividuelle Risiko der Graphit Kropfmühl AG nicht korrigiert werden. Die Zusammensetzung der Peer Group kann auch nicht als fehlerhaft angesehen werden. Allein aus dem Umstand, dass mit SGL Carbon SE nur jeweils ein in Deutschland ansässiges Unternehmen in die jeweilige Peer Group aufgenommen wurde, lässt sich kein Grund für die fehlerhafte Zusammensetzung ableiten. Es ist in der obergerichtlichen Rechtsprechung weithin anerkannt, dass in eine Peer Group auch ausländische Unternehmen aufgenommen werden können. Aus denkbaren Währungsschwankungen lässt sich gerade hier kein Argument gegen die Berücksichtigung von im Ausland ansässigen und an ausländischen Märkten tätigen Unternehmen ableiten. Dies resultiert vor allem aus der Erwägung heraus, dass Währungsschwankungen gegen den MSCI World Index insbesondere zwischen Euro- und Dollar-Raum nicht so gravierend sein können, nachdem es bei der Graphit Kropfmühl AG ebenfalls Währungsschwankungen gibt - sie kauft wie ihre Wettbewerber die Rohstoffe auf Dollarbasis ein. Allein die Vornahme

von Absicherungsgeschäften zu bestimmten Kursen kann dies nicht entkräften, weil dies ein international übliches Vorgehen ist und bei lebensnaher Betrachtung davon auszugehen ist, dass die Wettbewerber ähnliche Absicherungsgeschäfte vornehmen wie die Gesellschaft.

Wenn nur ein Silizium produzierendes Unternehmen in der Peer Group erscheint, vermag dies deren Eignung nicht auszuschließen. Dabei muss nämlich gesehen werden, dass große Verarbeiter von Silizium wie beispielsweise Wacker Chemie je nach Betrachtungszeitraum Beta-Faktoren von 0,9 bis 1,4 aufweisen. Wenn aber auf der Abnehmerseite der Verarbeiter von Silizium ein allenfalls geringfügig unter dem Marktdurchschnitt liegendes Risiko, für andere Zeiträume doch nicht unerheblich überdurchschnittliche Risiken im Vergleich zum Markt ausgewiesen werden, macht dies deutlich, dass auch bei Produzenten von Silizium ein stark unterdurchschnittliches Risiko nicht angenommen werden kann.

Der auf dem adjusted Beta beruhende Ansatz von

führt zu einer stärkeren Annäherung des Beta-Faktors hin zum Marktdurchschnitt im Vergleich zu dem raw Beta, dass die Abfindungsprüfer favorisieren. Daher fällt der Ansatz über das adjusted Beta nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus.

- (b) Dieser Einschätzung zur alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM zur Festlegung des Risikozuschlags kann jedoch in dieser Allgemeinheit nicht gefolgt werden. Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemen-

te für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 694 f.; auch

Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich In: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

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

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

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzu-

setzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21362/12). Angesichts dessen muss ein Abschlag von dem von angesetzten Wert der Marktrisiko­prämie von 5 % nach Steuern vorgenommen werden. Die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer wiesen bereits in ihrem Prüfungsbericht darauf hin, dass auch bei einer Marktrisiko­prämie von 4,5 % nach Steuern der Wert der Marktkapitalisierung verfehlt werde. Ausweislich der Alternativberechnung in der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer würde erst bei einer Marktrisiko­prämie von 4 % nach Steuern ein Ertragswert erreicht, der mit 32,53 geringfügig über dem Wert von € 31,92 je Aktie liegt, also um 1,91⁶⁵ über der festgesetzten Abfindung. Bei einer vorgenommenen Korrektur um 1,91 % nach oben mittels der Ertragswertberechnung kann indes nicht davon ausgegangen werden, dass die festgesetzte Barabfindung von € 31,92 unangemessen wäre. Eine Abweichung von 1,91 % liegt innerhalb der Bandbreite, die von Aktionären noch als angemessen hingenommen werden muss. Es ist nämlich nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig Ungenauigkeit vom Gericht auf der Basis von § 287 Abs. 1 ZPO nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (in diese Richtung: OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puzkajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst

bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11).

Ein Risikozuschlag von 5,6 % in der Detailplanungsphase I und von 5,2 % in der Ewigen Rente, wie er sich beim Ansatz einer Marktrisikoprämie nach Steuern von 4 % und der gegebenen Risikosituation aus dem (Tax-)CAPM errechnet, muss als absolute Untergrenze gesehen werden, wenn man die Gesamtpositionierung der Gesellschaft am Markt beurteilt. Die Kammer sieht bei der Graphit Kropfmühl AG ein leicht über dem Marktdurchschnitt liegendes operatives Risiko. Die Produktion von Graphit und Silizium ist in hohem Maße abhängig von der Entwicklung von der Gesamtkonjunktur, weil es sich bei der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft um die Belieferung verarbeiteter Rohstoffe an die weiterverarbeitende Industrie handelt. Gerade auch die Abnehmer aus der Chemie- und Aluminiumindustrie sind in starkem Maße von der gesamtkonjunkturellen Entwicklung abhängig. Dabei steigert sich das Risiko der Graphit Kropfmühl AG noch dadurch, dass in dem umsatzstärkeren Siliziumsegment das Wachstum der Gesamtkonjunktur angesichts der kaum mehr zu steigenden Kapazitätsauslastung nicht zu Umsatz- und Ertragssteigerungen bei der Gesellschaft führen kann. Andererseits wirken sich dann Konjunkturreinbrüche deutlich negativ aus. Allein der Umstand, dass zu Beginn der Detailplanungsphase ein erheblicher Teil des Absatzes durch den Vertrag mit dem Großkunden gesichert war, rechtfertigt keine grundlegend andere Beurteilung, weil mit Auslaufen dieses Vertrages Ende 2013 diese Absatzsicherheit so nicht mehr gegeben war. Ebenso gibt es bei beiden Produktgruppen keine sehr hohe Zahl potenzieller Abnehmer, was die Position bei Preisverhandlungen gerade auch angesichts der schon beschriebenen Kundenstruktur nicht stärken kann. Zudem muss

das wettbewerbsintensive Umfeld gesehen werden, durch das das Risiko der Gesellschaft gleichfalls erhöht wird.

In der Detailplanungsphase wird das anzusetzende operative Risiko durch den nicht unerheblichen Verschuldungsgrad der Gesellschaft noch erhöht. Da die Verschuldung in der Planungsphase I allerdings insgesamt relativ stabil bleiben soll, erscheint es gerechtfertigt, insoweit einen einheitlichen Risikozuschlag anzusetzen. Erst in der Ewigen Rente sinkt der Verschuldungsgrad, weshalb es gerechtfertigt ist, im Terminal Value auch einen etwas niedrigeren Risikozuschlag anzusetzen.

Eine Herabsetzung des Kapitalisierungszinssatzes rechtfertigt sich nicht aus der Verwendung thesaurierter Beträge zur Darlehensrückführung. Entscheidend für das unternehmensindividuelle Risiko bleiben nämlich stets die zinstragenden Verbindlichkeiten, zu denen neben den Pensionsrückstellungen insbesondere das innerhalb des Konzerns aufgenommene Darlehen gehört. Daher ändert sich nichts an dem für das Finanzierungsrisiko insgesamt maßgeblichen Betrag von rund € 24 Mio., auch wenn die Investition in die Mine in Mosambik, die Erhaltungsinvestitionen und das zu finanzierende Working Capital angesetzt werden, wodurch die zinstragenden Verbindlichkeiten zwischenzeitlich auf ca. € 33 Mio. anstiegen. Bei der Ermittlung des Finanzierungsrisikos müssen auch die Pensionsrückstellungen in der Detailplanungsphase als zinstragend beim Verschuldungsgrad einfließen (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 475; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06).

Diesem Ansatz kann namentlich nicht das von den Antragstellerinnen zu 66) und 80) zitierte Sachverständigengutachten von aus einem anderen, beim

Landgericht Hannover geführten Verfahren entgegengehalten werden. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht in Frage gestellt. Allerdings sieht

die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von 3 bis 5 Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkten unter dem Wert der Stehle-Studie liegt. Dabei verweist er aber im Folgenden auf weitere Aspekte, die wiederum zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie führen sollen, ohne diese dann allerdings hinreichend exakt zu beziffern. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von

auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 27.8.2012, also fast auf den Tag genau dreieinhalb Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes deutlich nach unten bewegt hatte.

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

nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

- (3) In der Ewigen Rente konnte ein Wachstumsabschlag von 1 % angesetzt werden.
 - (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. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Die Positionierung der Graphit Kropfmühl AG am Markt zeigt, dass ein vollständiges Überwälzen von Preissteigerungen auf die Kunden angesichts der Strukturen der Kundenbeziehungen mit langjährigen Bindungen und darauf bestehenden guten Kenntnissen von den Abläufen innerhalb der Gesellschaft bei den Kunden eine vollständige Überwälzung von Preissteige-

rungen deutlich erschwert oder auch unmöglich macht. Gerade im Siliziumbereich kann ein ausgesprochener Wachstumsmarkt nicht erkannt werden, zumal die Graphit Kropfmühl AG an einer Expansion aus den bereits wiederholt genannten Kapazitätsgründen nicht teilnehmen können.

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

- (b) Selbst wenn dieses inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte, von der zum Stichtag ausgegangen wurde, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf ein dauerhaft real schrumpfendes Unternehmen. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung

zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, sodass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingtem Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/05; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 12386/12).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus anderen Verfahren bekannt ist. Dies gilt zunächst für eine Dissertation von Bork. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork die Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von Creutzmann lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.

- c. Die Sonderwerte bzw. das nichtbetriebsnotwendige Vermögen wurden zutreffend mit einem Betrag von maximal € 1,141 Mio. angesetzt.
 - (1) Nicht korrigiert werden muss der Wert der nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen, der zum bewertungstechnischen Stichtag am

31.12.2013 mit einem Betrag von € 338.000,-- angesetzt wurde, der dann entsprechend mit dem Kapitalisierungszinssatz aufgezinnt werden. Ein Herabsetzen des Kapitalisierungszinssatzes würde zudem zu einer leichten Reduzierung des ursprünglich mit € 357.000,-- angesetzten Werts dieser Beteiligungen führen.

Bei der wertmäßig größten Beteiligung der Gesellschaft an der Bornwall Graphit Limited mit € 292.000,-- handelt es sich um eine Cash-Gesellschaft, bei der der Wert über eine reine Bilanzbetrachtung festgestellt wurde, indem die Differenz aus Vermögen und Verbindlichkeiten errechnet wurde. Anlagevermögen ist bei dieser Gesellschaft nicht vorhanden, wie die Abfindungsprüfer in Ihrer ergänzenden Stellungnahme nochmals bekräftigt haben.

Keine der insgesamt fünf nicht aktiven Beteiligungen verfügt über Nutzungs- oder Förderrechte, die einer gesonderten Bewertung zugänglich gewesen wären. Die Abfindungsprüfer gelangten durch eine Auswertung der geprüften Daten des Konzernabschlusses für das Jahr 2011 zu diesem Ergebnis, indem sie mit den geprüften Bilanzdaten per 31.12.2011 abgestimmten Konsolidierungstabellen für das Anlagevermögen einsahen, in denen auf Kostenebene die einzelnen Positionen des Anlagevermögens aller Konzerngesellschaften summarisch zusammengeführt und anschließend konsolidiert wurden. Danach verfügten diese inaktiven Beteiligungen weder über immaterielle Vermögenswerte noch über Sachanlagevermögen. Der geprüfte Konzernanhang für das Geschäftsjahr 2011 weist unter dem Posten „Immaterielle Vermögenswerte“ im Wesentlichen selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte, Explorationskosten und übrige immaterielle Vermögenswerte aus; von den inaktiven Beteiligungen gehaltene Nutzungs- oder Förderrechte wurden dagegen hiernach gerade nicht aktiviert. Nichts anderes ergibt sich aus den Erläuterungen des geprüften Konzernanhangs, wonach der Posten „Grundstücke und

Bauten" keine derartigen Rechte bei den inaktiven Beteiligungen auswies.

Genannt war hier lediglich das Graphitvorkommen der Beteiligung an der Bogala Graphite Lanka plc. in Sri Lanka, wobei diese Beteiligung als betriebsnotwendig eingestuft werden muss und demgemäß in die Ableitung des Ertragswerts eingeflossen ist, nachdem die Lieferung von Graphit aus diesen Graphitvorkommen bereits in der Vergangenheit erfolgte und unverändert fortgesetzt werden soll. Eine nochmalige Erfassung dieser Beteiligung beim nichtbetriebsnotwendigen Vermögen muss folglich ausscheiden.

- (2) Das Körperschaftsteuerguthaben wurde zum bewertungstechnischen Stichtag zutreffend mit einem Betrag von € 743.000,-- angesetzt; es war mit dem Barwert im IFRS-Abschluss bilanziert und wurde dann mit dem Kapitalisierungszinssatz aufgezinnt. Angesichts der notwendigen Herabsetzung des Kapitalisierungszinssatzes reduziert sich auch hier der Wert des Körperschaftsteuerguthabens, ohne dass dies angesichts des Gesamtergebnisses exakt beziffert werden müsste.
- (3) Darüber hinausgehende Sonderwerte, die den Unternehmenswert beeinflussen könnten, sind bei der Graphit Kropfmühl AG nicht vorhanden.
 - (a) Die Mine in Simbabwe floss zu Recht nicht als Sonderwert ein, nachdem ihr kein Wert zukommt. Zur Vermeidung von Wiederholungen kann auf die obigen Ausführungen unter B. II. 2. a. (2) (c) (cc) verwiesen werden. Ergänzend ist zudem darauf hinzuweisen, dass der fehlende Wert dieser Beteiligung auch vom Abschlussprüfer bestätigt wurde. Dabei konnten die Abfindungsprüfer den testierten Jahresabschluss zum 31.12.2011 sehr wohl als Basis ihrer Prüfungstätigkeit zugrunde legen. Es

gibt keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, dass der testierte Abschluss zum 31.12.2011 unzutreffend gewesen sein könnte, weshalb die Abfindungsprüfer darauf aufbauen konnten und durften (vgl. hierzu auch OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az.: 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5 HK O 19183/09).

- (b) Weiteres nichtbetriebsnotwendiges Vermögen in Form von Grundstücken, Kunstgegenständen oder ähnlichen Sachen konnten die Abfindungsprüfer nicht feststellen. Sie leiteten dieses Ergebnis vor allem aus den von ihnen Prüfungsbericht der Abschlussprüfer ab, aus denen sich keinerlei Anhaltspunkte für das Vorhandensein derartiger Vermögenswerte gab und die – wie soeben ausgeführt – durchaus zur Grundlage der Entscheidung gemacht werden können.
- (c) Die im Konzernabschluss zum 31.12.2011 unter dem Posten „sonstige kurzfristige Vermögenswerte“ ausgewiesene Position „sonstige Steuererstattungsansprüche“ mit einem Betrag von € 460.000,– durfte nicht als Sonderwert in die Ermittlung der Unternehmenswertes der Graphit Kropfmühl AG einfließen, weil es anderenfalls zu einer Doppelerfassung käme. Bei dieser Position handelt es sich um Erstattungsansprüche der Gesellschaft aus Nicht-Ertragsteuern und aus Umsatzsteuer. Diese Positionen sind als nicht unüblich im Rahmen des operativen Geschäfts zu beurteilen und mussten folglich als betriebsnotwendig eingestuft werden. Da die Unternehmensbewertung auf der integrierten Planungsrechnung aufsetzt, wurden diese Forderungen zu Beginn des Planungszeitraums als Ausgangswert für die Finanzbedarfsrechnung verwendet, weshalb auch eine gesonderte bewertungstechnische Berücksichtigung ausscheiden muss. Für das Vorhandensein relevanter stiller Reserven bei dieser Position bestehen keinerlei Anhaltspunkte. Aus Verein-

fachungsgründen konnte die pauschale Fortschreibung ab 2013 bzw. 2012 sehr wohl erfolgen. Diese Vorgehensweise achtet die Kammer als sachgerecht, zumal auch in den Vorjahren Erstattungsbeiträge aktiviert waren, worauf die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme hingewiesen haben.

- (d) Der Wert der Marke „Graphit Kropfmühl“ 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; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

3. Eine Korrektur der Barabfindung von € 31,92 je Aktie kann auch aus anderen Gründen nicht stattfinden.

a. Der Liquidationswert führt gleichfalls nicht zu einer weiteren Erhöhung der angemessenen Barabfindung.

- (1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11). In Rechtsprechung und Literatur wird bereits vielfach die Auffassung vertreten, der LI-

liquidationswert gelange dann überhaupt nicht zur Anwendung, wenn eine Fortführung des Unternehmens geplant ist und nicht deren Liquidation und wenn keine finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht untervertretbar ist und der Unternehmer dem Anspruchsgegner auch nicht zur Betriebsliquidation verpflichtet war (vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2004, 753, 757 f. = NZG 2005, 280, 284 = AG 2004, 324, 327 f.; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82; a.A. BayObLG NJW-RR 1997, 34, 35 = AG 1995, 509, 510; Hannes in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1139). Dabei sprechen gute Gründe für die letztgenannte Auffassung, weil bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

- (2) Allerdings muss die Kammer diese Streitfrage vorliegend nicht abschließend entscheiden. Die Abfindungsprüfer führten auf Seite 17 ihres Prüfungsberichts aus, eine überschlägige Prüfung des Liquidationswertes habe einen deutlich niedrigeren Wert in Relation zu dem über die Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert ergeben. Dies erachtet die Kammer als überzeugend, weil bei einer Liquidation der Graphit Kropfmühl AG vor allem Kosten für Abfindungen und Sozialpläne sowie Ertragsteuern von dem Liquidationserlös zwingend abzuziehen wären.
- b. Der Substanzwert stellt keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne der §§ 327 a ff. AktG dar und musste deshalb auch nicht gesondert ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unter-

nehmensbewertung, a.a.O., S. 655; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286).

- c. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12).

- d. Für den Ansatz eines Aufschlags auf die von der Hauptversammlung Abfindung wegen der entstehenden Kosten einer Alternativanlage fehlt es an einer hinreichenden Rechtsgrundlage. Diese kann nicht in der zur Bemessung der Angemessenheit der Barabfindung allein maßgeblichen Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, § 327 b Abs. 1 AktG gesehen werden. Ein Aktionär kann nur den Wert seines Anteils ersetzt verlangen, der hier von der Hauptaktionärin auf der Basis des Börsenkurses festgelegt wurde, was aus den oben genannten Gründen nicht zu beanstanden ist. Bei den Aufwendungen, die einem Aktionär für die Beschaffung einer Alternativanlage erwachsen, handelt es sich nicht um die Verhältnisse der Gesellschaft, weshalb dieses Verlangen im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben der §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 AktG steht und folglich bei der Frage nach der Angemessenheit der Barabfindung nicht berücksichtigt werden kann.
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 Prü-

fer nach § 327 c Abs. 2 Satz 4 AktG in Verbindung mit §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilshabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; OLG München, Beschluss vom 18.2.2014, Az. 31 Wx 211/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6).

- (1) Die Kammer hat keine Zweifel an der Richtigkeit der Ausführungen der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer und
- ∴ Diese haben bei ihrer Anhörung überzeugend dargelegt, warum die von ihnen angesetzten Werte zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Graphit Kropfmühl AG namentlich bei der Planung plausibel sind. An ihrer Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel. Sie haben sich insbesondere im Rahmen ihrer Anhörung eingehend und ausführlich mit den von den Antragstellern vorgebrachten Rügen gegen die Angemessenheit der Barabfindung und deren Argumentation auseinandergesetzt. Ebenso haben sich die Abfindungsprüfer in den allen Beteiligten zur Verfügung gestellten ergänzenden Stellungnahmen eingehend mit den noch offenen Fragen insbesondere auch zu den Effekten aus der Inbetriebnahme der neuen Mine, zur Peer Group, zu Steuererstattungsansprüchen oder zum steuerlichen Einlagenkonto auseinandergesetzt. Eine mangelnde Kompetenz der Abfindungsprüfer lässt sich auch nicht aus ihren

Aussagen im Termin zur mündlichen Verhandlung zum Einsatz von Batterien ableiten. Diese muss nämlich im Gesamtzusammenhang mit den Rügen der Antragsteller gesehen werden, bei denen es sich um die Problematik drehte, inwieweit die Planung dieses Einsatzgebietes und diese potenziellen Kunden unzulässiger Weise unberücksichtigt ließ.

- (2) Auch kann nicht davon ausgegangen werden, die Abfindungsprüfer sowie die Bewertungsgutachter von _____ hätten unzulässig in die Planung des Vorstandes eingegriffen. Die vorgenommenen Änderungen gerade auch bei der Annahme der Wechselkurse beruhten auf Änderungen nach der Verabschiedung der Planung im November 2011 bis hin zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 27.8.2012. Die vorgenommene Änderung hatte ihre Ursache darin, dass sich die Verhältnisse im Laufe eines Zeitraumes von rund neun Monaten verändern können. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, dass hierdurch unzulässiger Weise in die Planungskompetenz des Vorstandes eingegriffen worden wäre. Vielmehr muss dies als technische Anpassung an zeitbedingt geänderte Verhältnisse gesehen werden.

Die Annahmen zur Reinvestitionsrate in der Ewigen Rente stellen die Verwertbarkeit der durch die Abfindungsprüfer gewonnen Erkenntnisse gleichfalls nicht in Frage. Es muss nochmals darauf verwiesen werden, dass die Quote der Reinvestitionsrate unter dem Durchschnitt der Abschreibungsquote der Vergangenheit liegt.

In gleicher Weise technisch bedingt kam es zur Bereinigung der Planung des Finanzergebnisses um nichtzahlungswirksame Aufwendungen aus Währungsdifferenzen sowie zur Anpassung der Bilanzplanung für die Stichtage 31.12.2013 und 31.12.2014 an die Erkenntnisse der Vorausschau „3+9“, wobei dabei vor allem die Verzögerung für den Aufbau der Mine in Mosambik ursächlich war. Wenn

ein Bewertungsgutachter derartige Anpassungen vornimmt, die ihren Grund in aktuellen Entwicklungen haben, muss dies als sachgerecht eingestuft werden, weil anderenfalls zu recht der Vorwurf erhoben werden würde, es seien aktuellere Erkenntnisse ohne Einfluss auf die Ermittlung des Ertragswertes geblieben. Abgesehen davon muss davon ausgegangen werden, dass sich der Vorstand die technischen Anpassungen durch den entsprechenden Beschlussvorschlag zur Hauptversammlung zu Eigen gemacht hat.

- (3) 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.

Damit aber bestand keine Notwendigkeit, zur weiteren Aufklärung des Sachverhalts das Gutachten eines gerichtlich bestellten Sachverständigen einzuholen.

- b. Der teilweise 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., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum SpruchG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften _____ sowie der Abfindungsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den

Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Buntergert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen – wie oben unter B. II. 34. a. (3) ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzebelegung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung der Abfindungsprüfer zusammen mit ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 17.12.2013 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Planannahmen wie beispielsweise zur Auswirkung der Inbetriebnahme der Mine in Mosambik, zu den Folgen der Modernisierung der Siliziumöfen, zur Konkurrenzsituation und zur Preisentwicklung insbesondere auch im Verhältnis zu Wettbewerbern brachte.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 4 SpruchG Anwendung. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen wurde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit. Angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung mit einem nochmals gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des Prüfungsberichts kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage. Nur in einem solchen Fall kann die Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich / Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21).

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

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

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.