

**Landgericht Hamburg**

Az.: 403 HKO 152/14



**Beschluss**

In der Sache

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 3 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 23.02.2016:

1. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 57,70 je Stückaktie werden zurückgewiesen.
2. Die Gerichtskosten sowie die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen.
3. Im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt.
4. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters werden auf EUR 200.000,00 festgesetzt.

## Gründe:

### I.

Die Antragsteller gehören zur Gruppe der nach § 327e Abs. 3 AktG ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der VK MÜHLEN AKTIENGESELLSCHAFT (im Folgenden: VK MÜHLEN).

Die VK MÜHLEN war eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg. Sie war im Handelsregister zur Registernummer HRB 45659 eingetragen. Eingetragener Unternehmensgegenstand ist der Betrieb des Müllereigewerbes, die Verarbeitung von Getreide aller Arten zu Mehl und Nebenerzeugnissen; Herstellung von Mischfutter und die Verarbeitung von Futtermitteln, Getreide und sonstigen Produkten sowie der Handel mit den vorgenannten Erzeugnissen; Beteiligung an Unternehmen der Ernährungswirtschaft, der Lagerhaltung und sonstigen Unternehmen.

Das Grundkapital der Gesellschaft betrug nach einer im Januar 2012 durchgeführten Kapitalerhöhung zuletzt EUR 54.501.798,00. Es ist eingeteilt in 2.096.223 auf den Inhaber lautende Stückaktien, was rechnerisch einer Beteiligung am Grundkapital von EUR 26,00 je Aktie entspricht. Die Aktien waren im regulierten Markt der Wertpapierbörsen in Frankfurt, Hamburg und München zugelassen.

Das Geschäftsjahr von VK MÜHLEN beginnt am 01.10. eines Jahres und endet am 30.09. des Folgejahres.

VK MÜHLEN fungiert als geschäftsleitende Holding der VK MÜHLEN-Gruppe, dem größten Mühlen-Konzern in Deutschland. Die Gesellschaft ist unmittelbar und mittelbar an zahlreichen operativ tätigen Tochtergesellschaften beteiligt, die nach den Grundsätzen der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss der VK MÜHLEN einbezogen werden. Das Geschäft des Konzerns teilt sich im Wesentlichen auf drei Geschäftsbereiche auf.

Der wirtschaftlich bedeutendste Geschäftsbereich des Konzerns ist das Mühlen-Geschäft der Kampffmeyer Milling Group (KMG). Es wird von der Tochtergesellschaft Kampffmeyer Mühlen GmbH wahrgenommen, die Mühlenstandorte in Berlin, Frankfurt, Köln und Mannheim betreibt sowie über weitere operativ tätige Tochtergesellschaften verfügt (u.a. AURORA MÜHLE HAMBURG GmbH mit Mühlenstandort in Hamburg und Nordland Mühlen GmbH mit Mühlenstandort in Jarmen). Der Geschäftsbereich KMG befasst sich mit der Herstellung von Mahlprodukten aus Weichweizen, Hartweizen und Roggen für die Weiterarbeitung. Die Produkte werden im Bäckerhandwerk, der Brotindustrie, in der Nahrungsmittelindustrie eingesetzt und im Lebensmitteleinzelhandel verkauft. Mit rund 90 % wird der wesentliche Teil der KMG-Produkte von der Lebensmittelindustrie abgenommen. Etwa 10 % entfallen auf Produkte für den Lebensmitteleinzelhandel, wo sie unter den Marken Rosenmehl, Diamant, Aurora und Gloria vertrieben werden.

Der weitere Geschäftsbereich Müller's Mühle, zu dem unter anderem die Tochtergesellschaft Müller's Mühle GmbH zählt, bündelt die Aktivitäten des Konzerns im Zusammenhang mit Reis und Hülsenfrüchten wie Erbsen, Linsen und Bohnen. Die Produkte werden vor allem unter der Marke Müller's Mühle und als Handelsmarken an den Lebensmitteleinzelhandel vertrieben. Darüber hinaus werden auch Großverbraucher, Cash & Carry-Märkte sowie Industriekunden mit Produkten aus diesem Geschäftsbereich beliefert.

Der dritte Geschäftsbereich KFI umfasst die Veredelung von Mahlerzeugnissen als funktionellen Spezialzutaten für das Backgewerbe und die Lebensmittelindustrie. Zu diesem Geschäftsbereich gehört die Kampffmeyer Food Innovations GmbH aus Hamburg, bei der es sich um ein Gemeinschaftsunternehmen mit dem dänischen Ingredienthersteller Palsgaard A/S handelt.

Der VK MÜHLEN-Konzern erzielte im Geschäftsjahr 2012/2013 rund 79 % der Umsatzerlöse im Geschäftsbereich KMG, 12 % im Geschäftsbereich Müller's Mühle und 9 % im Geschäftsbereich KFI.

Ende Januar 2014 wurden 2.040.683 Aktien der VK MÜHLEN von der Antragsgegnerin aus Wien gehalten. Dies entsprach einem prozentualen Anteil von 97,35 % der insgesamt 2.096.223 Aktien. Die übrigen 2,65 % (55.540 Aktien) befanden sich in der Hand der Minderheitsaktionäre.

Mit Schreiben vom 15.10.2013 richtete die Antragsgegnerin an den Vorstand der VK MÜHLEN das Verlangen, die Hauptversammlung möge die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf sie (die Antragsgegnerin) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Mit der Erstellung einer gutachterlichen Stellungnahme über den Unternehmenswert als Grundlage für die Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung wurde

(im Folgenden: Bewertungsgutachter) beauftragt. Diese ermittelte in ihrer gutachterlichen Stellungnahme vom 28.01.2014 nach dem Ertragswertverfahren zum Bewertungsstichtag 19.03.2014 einen Unternehmenswert von EUR 90,833 Mio., was einem Betrag von EUR 43,33 je Aktie entspricht. Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs wurde für den Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-out mit EUR 54,70 je Aktie festgestellt und von den Bewertungsgutachtern als angemessene Barabfindung bezeichnet.

Zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung wurde auf Antrag der Antragsgegnerin von der Kammer mit Beschluss vom 16.10.2013

bestellt (im Folgenden: sachverständige Prüfer). Die sachverständigen Prüfer gelangten in ihrem Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung vom 29.01.2014 (im Folgenden: Prüfbericht) zu dem Ergebnis, dass die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung mit EUR 54,70 je Aktie angemessen sei.

In der Hauptversammlung der VK MÜHLEN vom 19.03.2014 wurde gemäß § 327a AktG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin beschlossen. Die Bekanntmachung im elektronischen Handelsregister erfolgte am 27.06.2014. DIE VK MÜHLEN ist nachfolgend im Wege des Formwechsels in mit Sitz in Hamburg umgewandelt worden.

In einem Beschlussanfechtungsverfahren, welches von den Antragstellern zu 69) bis 71) gegen die VK MÜHLEN beim Landgericht Hamburg zum Aktenzeichen 415 HKO 39/14 angestrengt wurde, wurde ein Vergleich geschlossen, mit dem unter anderem die Barabfindung zugunsten aller Minderheitsaktionäre auf EUR 57,70 erhöht wurde.

Die Antragsteller halten diese Abfindung für unangemessen niedrig. Sie kritisieren vor allem die vom Bewertungsgutachter und den sachverständigen Prüfern vorgenommene Unternehmensbewertung. So wenden zahlreiche Antragsteller ein, dass der dabei ermittelte Ertragswert von umgerechnet € 43,33 je Aktie deutlich zu niedrig sei. Bei der Prognose der zukünftig erzielbaren Erträge sei von zu pessimistischen Annahmen ausgegangen worden. Die Planung rückläufiger Umsätze sei nicht nachvollziehbar. Auch seien die Konsequenzen aus den Kartellrechtsverfahren nicht zutreffend abgebildet worden. Gleiches gelte für die Pensionsverpflichtungen.

Die meisten Antragsteller beanstanden ferner die von den Bewertungsgutachtern und den sachverständigen Prüfern zugrunde gelegten Parameter, mit deren Hilfe die künftigen Erträge kapitalisiert wurden. Das betreffe zum einen die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes, bei dessen Bemessung mit einer Marktrisikoprämie von 5,5 % gerechnet wurde sowie den Basiszinssatz von 2,75 %. Zum anderen sei der unternehmensspezifische Beta-Faktor mit 0,5 (unverschuldet) nicht zutreffend bestimmt worden. Bewertungsgutachter und sachverständige Prüfer hätten zu Unrecht nicht den unternehmenseigenen Beta-Faktor zugrunde gelegt, sondern den Beta-Faktor einer Peer Group ausländischer Unternehmen, die aber letztlich nicht mit der VK MÜHLEN-Gruppe vergleichbar sei.

Die Antragsgegnerin macht geltend, dass die Anträge einzelner Antragsteller unzulässig seien. Die übrigen Anträge seien unbegründet, weil die angebotene Barabfindung von € 57,70 über dem maßgeblichen Börsenwert von € 54,70 und dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert von rechnerisch € 43,33 je Aktie liege. Das Ertragswertverfahren sei im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht zutreffend angewandt worden; die hiergegen von den Antrag-

stellern erhobenen Einwendungen seien haltlos. Insbesondere sei die tatsächliche Entwicklung der VK MÜHLEN seit dem Bewertungsstichtag vom 19.03.2014 deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben, die der Unternehmensplanung zugrunde gelegt worden seien. Die Planung habe sich damit als zu ambitioniert erwiesen, weshalb die Antragsteller zulasten der Antragsgegnerin begünstigt worden seien.

Für die weiteren Einzelheiten des in seinen Einzelheiten wesentlich ausführlicheren und hier nur kurz zusammengefassten Vorbringens der Parteien wird auf die von diesen eingereichten Schriftsätze und deren Anlagen verwiesen. Die Kammer hat die sachverständigen Prüfer und in mündlicher Verhandlung angehört. Für das Ergebnis dieser Anhörung wird auf das Protokoll zur Sitzung vom 16.07.2015 Bezug genommen.

## II.

Die auf eine Heraufsetzung der Barabfindung gerichteten Anträge haben keinen Erfolg. Zwar sind bis auf die Anträge der Antragsteller zu 42) und 43) alle Anträge zulässig. Sie sind jedoch in der Sache unbegründet, weil die von der Antragsgegnerin auf € 57,70 je Aktie erhöhte Barabfindung angemessen ist.

1. a) Unzulässig sind die Anträge der Antragsteller zu 42) und 43), denn sie haben dem Gericht ihre Stellung als Aktionäre der VK MÜHLEN nicht durch die Vorlage von Urkunden nachgewiesen.

Gemäß § 3 Nr. 2 SpruchG ist in den Fällen des Squeeze-out nach §§ 327a bis 327f AktG jeder ausgeschiedene Aktionär antragsberechtigt. Die Stellung als Aktionär ist dabei durch die Vorlage von Urkunden nachzuweisen (§ 3 Satz 3 SpruchG). In den Antragsschriften der Antragsteller zu 42) und 43) vom 24.09.2014 heißt es hierzu, dass Bankbestätigungen nachgereicht würden. Das ist auch nach den an die Antragsteller zu 42) und 43) gerichteten Hinweisen des Gerichts in der Terminsverfügung vom 07.05.2015 und in der Verhandlung vom 16.07.2015 (vgl. Seite 9 des Protokolls) nicht geschehen. Diese Anträge sind daher unzulässig.

b) Die Anträge aller anderen Antragsteller sind zulässig.

Insbesondere ist die Antragsfrist eingehalten worden. Diese beträgt drei Monate seit Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB (§ 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG). Die entsprechende Veröffentlichung im elektronischen Handelsregister ist am 27.06.2014 erfolgt.

Die Antragsfrist lief demgemäß am Montag, den 29.09.2014 ab. Zu diesem Zeitpunkt waren alle in diesem Verfahren gestellten Anträge beim Gericht eingegangen.

Auch die Aktionärsstellung ist von den betreffenden Antragstellern durch die Vorlage von Urkunden nachgewiesen worden. In den Fällen des Squeeze-out ist der maßgebliche Zeitpunkt für die Aktionärseigenschaft der Tag der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister (HansOLG AG 2005, 853 juris-Rn. 2). Zwar hat die Antragsgegnerin beanstandet, dass sich die von den Antragstellern zu 12), 13), 15) und 16) eingereichten Ausbuchungsbestätigungen auf den 02.07.2014 beziehen, so dass nicht ausgeschlossen werden könne, dass diese Antragsteller ihre Aktien erst nach dem 27.06.2014 erworben hätten. Diese Möglichkeit scheidet hier aber praktisch aus, denn nach der von den Antragstellern zu 12) und 13) vorgelegten Unterlage der Frankfurter Börse war der Handel von VK MÜHLEN-Aktien an der Börse ab dem 27.06.2014 eingestellt. Die Antragsteller zu 12), 13), 15) und 16) werden deshalb schon zu diesem Zeitpunkt Aktionäre gewesen sein. Genügend sind auch die weiteren von der Antragsgegnerin gerügten Bankbescheinigungen der Antragsteller zu 31), 55) und 72) bis 76), die eine Aktionärseigenschaft „bis“ bzw. „zum“ Zeitpunkt des Vollzug des Squeeze-outs bestätigen. Es bestehen keine Anhaltspunkte dafür, dass die betreffenden Banken bei der Erstellung ihrer Bescheinigungen davon ausgegangen sind, dass der Squeeze-out bereits vor der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister vollzogen ist.

Ferner sind die in diesem Verfahren eingereichten Anträge nicht wegen fehlenden Rechtsschutzbedürfnisses oder Rechtsmissbrauchs unzulässig. Die insoweit von der Antragsgegnerin erhobenen Einwände greifen nicht durch.

Dies betrifft insbesondere die Anträge der Antragsteller zu 38), 40), 41) und 62), die jedenfalls im Zeitpunkt der Antragstellung minderjährig waren und durch ihre Eltern vertreten werden. Auch diese Antragsteller sind durch die angegriffene Strukturmaßnahme in ihren eigenen Rechten betroffen. Sie dürfen sich daher – vertreten durch ihre gesetzlichen Vertreter – aus eigenem Recht an dem Verfahren beteiligen. Sie sind daran insbesondere nicht deshalb gehindert, weil ein Elternteil ebenfalls einen eigenen Antrag eingereicht hat, der – wenn er Erfolg hätte – dazu führen würde, dass sie die erhöhte Barabfindung auch dann erhielten, wenn sie nicht als Antragsteller am Verfahren teilnehmen. In den Fällen des Squeeze-out ist nach § 3 Nr. 3 SpruchG jeder Minderheitsaktionär berechtigt, im Spruchverfahren die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Daran ist er nicht gehindert, weil andere Antragsteller das gleiche Anliegen verfolgen und dies in gleicher Weise begründen. Aus diesem Grund sind – entgegen der

Rechtsauffassung der Antragsgegnerin – auch nicht die Anträge einzelner Antragsteller unzulässig, deren Begründung mit der Begründung anderer Antragsteller weitgehend oder sogar vollkommen identisch ist. Der Antrag auf Nachprüfung der festgesetzten Barabfindung ist zwar gemäß § 4 Abs. 2 SpruchG vom Antragsteller zu begründen. Das bedeutet aber nur, dass er ausführen muss, aus welchem konkreten Grund er die vorgenommene Bewertung beanstandet. Das setzt nicht notwendig eigene Geistesleistung des Antragstellers voraus, die darin zum Ausdruck kommt, dass sich seine Begründung ganz oder teilweise von dem Wortlaut anderer Antragsbegründungen unterscheidet.

2. Die zulässigen Anträge sind jedoch zurückzuweisen, weil die Barabfindung von € 57,70 je Aktie, zu der sich die Antragsgegnerin verpflichtet hat, angemessen ist.

a) Die Barabfindung, die der im Wege der §§ 327a ff. AktG aus der Gesellschaft ausgeschlossene Minderheitsaktionär beanspruchen kann, muss eine wirtschaftlich volle Entschädigung für den Aktienverlust gewähren (BGH ZIP 2006, 2080, Tz. 8; BGHZ 147, 108, Tz. 17; BVerfGE 100, 289, Tz. 50 ff; BVerfG ZIP 2013, 260, Tz. 8 – jeweils zitiert nach juris).

Zur Bestimmung des danach maßgeblichen „wahren“ oder „vollen“ Werts des in der Aktie verkörperten Unternehmensanteils ist zum einen der Unternehmenswert zu ermitteln. Hierfür ist verfassungs- und einfachrechtlich kein bestimmtes Bewertungsverfahren vorgeschrieben. In der Praxis wird aber regelmäßig das Ertragswertverfahren angewandt. Der auf diesem Wege festgestellte Unternehmenswert gibt den anteiligen Unternehmenswert vor, der quotale auf die einzelne Aktie entfällt. Zum anderen ist für die Ermittlung der angemessenen Abfindung der Börsenwert der Aktie zu bestimmen. Denn der Börsenwert kann zumeist mit dem Verkehrswert der Aktie gleichgesetzt werden, der für eine angemessene Abfindung nicht unterschritten werden darf (BGHZ 147, 108 Tz. 17 ff; BVerfGE 100, 289 Tz. 53). Die Gleichsetzung von Börsen- und Verkehrswert ist gerechtfertigt, wenn ein ausreichender Handel mit Aktien des betreffenden Unternehmens stattgefunden hat und davon ausgegangen werden kann, dass sich durch das freie Spiel von Angebot und Nachfrage die Marktbewertung in dem Börsenkurs der Aktie niederschlägt (BGH, a.a.O., Tz. 19 f.).

In Anwendung dieser Grundsätze ist für den hier maßgeblichen Bewertungsanlass Folgendes festzustellen:

Der auf die einzelne VK MÜHLEN-Aktie quotale Anteil am Unternehmenswert beläuft sich auf € 43,33. Diesen Wert haben die vom Unternehmen beauftragten Bewertungsgutachter im Wege des Ertragswertverfahrens ermittelt und die sachverständigen Prüfer haben ihn bestätigt. Die von den Antragstellern hiergegen erhobenen Einwendungen sind unbegründet (vgl. hierzu im Einzelnen nachfolgend b).

Der Verkehrswert der VK MÜHLEN-Aktien liegt über dem anteiligen Unternehmenswert, der sich nach dem Ertragswertverfahren ergibt. Denn der unter Zugrundelegung der STOLLWERCK-Entscheidung (BGH NJW 2010, 2657) ermittelte Börsenwert beträgt € 54,70 je Aktie. Der für den Referenzzeitraum festgestellte Börsenkurs wurde im Bewertungsgutachten (S. 56) und im Prüfbericht (S. 61 f.) als aussagekräftig im Hinblick auf den Verkehrswert beurteilt und – da dieser Wert die Untergrenze für eine angemessene Entschädigung darstellte - als angemessene Barabfindung festgestellt. Soweit einzelne Antragsteller meinen, es hätten bei der Bemessung des Verkehrswerts auch außerbörsliche Umsätze berücksichtigt werden müssen, steht dem entgegen, dass anders als bei den über die Börse getätigten Geschäften, die sich im Börsenkurs niederschlagen, außerbörsliche Geschäfte und die dabei erzielten Kaufpreise nicht – jedenfalls nicht in ihrer Gesamtheit - festgehalten werden und im Nachhinein ermittelt werden können. Sollten einzelne außerbörsliche Transaktionen feststellbar sein, bliebe unklar, ob sie repräsentativ sind. Sofern es sich um Vorerwerbe des Mehrheitsaktionärs handelt, stehen die Preise auch aus diesem Grund regelmäßig in keiner Beziehung zum Verkehrswert der Aktie (BVerGE 100, 289 Tz. 59). Es ist deshalb sachgerecht, sich für die Schätzung des Verkehrswerts der Aktie – wie hier geschehen - grundsätzlich allein an dem objektiv feststellbaren Börsenkurs zu orientieren.

Gegenstand der in diesem Spruchverfahren vorzunehmenden Angemessenheitsprüfung ist indes der gegenüber dem Börsenkurs um weitere drei Euro angehobene Abfindungsbetrag von € 57,70 je Stückaktie. Zu dieser Anhebung hat sich die Antragsgegnerin mit dem im Anfechtungsprozess 415 HKO 39/14 geschlossenen Vergleich vom 20.06.2014 verpflichtet. Diese Regelung konnte im Wege eines Vertrags zugunsten Dritter auch mit begünstigender Wirkung für die an jenem Verfahren nicht beteiligten Aktionäre getroffen werden (vgl. BGH NJW 2010, 2657, Tz. 8). Der daraus resultierende Abfindungsbetrag von € 57,70 ist nicht weiter zu erhöhen, weil er über dem Ertrags- und dem Verkehrswert liegt und damit in jedem Fall angemessen ist. Den Minderheitsaktionären wird mit diesem Betrag eine volle Entschädigung für den Verlust ihrer Aktien zuteil.

b) Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert beläuft sich nach den Feststellungen der Bewertungsgutachter und der sachverständigen Prüfer umgerechnet auf die ein-

zelne Aktie auf € 43,33 und bleibt damit deutlich hinter dem von der Antragsgegnerin angebotenen Abfindungsbetrag von € 57,70 zurück.

Das Ertragswertverfahren ist in der Rechtsprechung als eine mögliche betriebswirtschaftliche Methode zur Bestimmung des Unternehmenswerts anerkannt (vgl. BVerfGE 100, 289 Tz. 61). Es handelt sich dabei um ein geeignetes Verfahren, um den Unternehmenswert im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Diese Bewertung ist – wie üblich – von den Bewertungsgutachtern und den sachverständigen Prüfern als Wirtschaftsprüfern nach dem IDW Standard (IDW S 1 i.d.F. 2008) durchgeführt worden.

Die Ertragswertmethode bestimmt den Ertragswert des Unternehmens nach dem Barwert der dem Eigentümer zukünftig aus der operativen Tätigkeit zufließenden Erträge. Hierfür ist eine Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens anzustellen. Die so ermittelten künftigen Überschüsse sind sodann mit einem geeigneten Kapitalisierungszins auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Zur Bestimmung des Unternehmenswerts ist dem auf diese Weise festgestellten Ertragswert anschließend der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen.

Diese Bewertungsschritte sind im Bewertungsgutachten mit begründeten Ansätzen durchgeführt worden, denen sich die sachverständigen Prüfer im Zuge der von ihnen vorzunehmenden Nachprüfung angeschlossen haben. Die hiergegen von den Antragstellern vorgebrachten Einwände greifen nicht durch. Im Einzelnen:

aa) Die Prognose der künftigen Erträge wurde nach der Phasenmethode vorgenommen (vgl. dazu IDW S 1 Rz. 75 ff.). Hiernach wird für einen überschaubaren Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Jahren basierend auf der Unternehmensplanung ermittelt, mit welchen Erträgen zu rechnen ist. Auf dieser Grundlage wird sodann die Prognose für die anschließende zweite Phase der sogenannten „Ewigen Rente“ angestellt.

(1) Um festzustellen, ob die Unternehmensplanung für den hier gewählten Detailplanungszeitraum der Geschäftsjahre 2013/2014, 2014/2015 und 2015/2016 eine fundierte Schätzgrundlage darstellt, wurde diese Planung im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht mit den Ergebnissen der abgeschlossenen Geschäftsjahre 2010/2011, 2011/2012 und 2012/2013 verglichen. Dabei wurde zutreffend vorgegangen.

Soweit einzelne Antragsteller rügen, dass Geschäftsjahr 2013/2014 hätte nicht als Plan-, sondern als ein Ist-Jahr berücksichtigt werden müssen, ist das nicht stichhaltig. Das Geschäftsjahr der VK MÜHLEN endet nämlich erst am 30.09. eines Kalenderjahres und war zum Bewertungsstichtag 19.03.2014 noch nicht abgelaufen. Soweit bis zum Bewertungsstichtag Änderungen gegenüber der Planung eingetreten waren – dies gilt beispielsweise für die Schließung des Werks in Völklingen – ist dies berücksichtigt worden (Bewertungsgutachten S. 30; Prüfbericht S. 21 f.). Auch das ist methodisch richtig.

Das gilt ferner für die in Bewertungsgutachten und Prüfbericht vorgenommene Bereinigung der Ergebnisse aus der Vergangenheitsjahre 2010/2011 bis 2012/2013 um einmalige oder außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge. Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen (IDW S 1 Tz. 72). Dafür ist es erforderlich, zu ermitteln, ob in den herangezogenen Vergangenheitsjahren außergewöhnliche Geschäftsvorfälle vorlagen, die sich voraussichtlich nicht wiederholen werden. Wenn das der Fall ist, sind die Ist-Zahlen um die aus solchen einmaligen Effekten resultierenden Aufwendungen und Erträge zu bereinigen, um die Planung für die Zukunft daran messen zu können. Die hier vorgenommenen Bereinigungen sind auf Seiten 19 und 20 des Bewertungsgutachtens im Einzelnen erläutert worden. Sie betreffen unter anderem die Aufwendungen für die Schließung der Standorte Hameln und Völklingen und zum Beispiel die Zahlungen von Kartellstrafen. Die sachverständigen Prüfer haben die im Bewertungsgutachten vorgenommenen Bereinigungen für sachgerecht erachtet und haben die dabei angestellten Überlegungen in ihrer Anhörung weiter erläutert. Die von einigen Antragstellern vorgebrachte Rüge, die Bereinigungen führten zu einer zu schlechten Darstellung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, erweist sich vor diesem Hintergrund als unbegründet.

Nicht zu beanstanden ist ferner die im Bewertungsgutachten angestellte Prognose hinsichtlich der Detailplanungsphase, der sich die sachverständigen Prüfer angeschlossen haben. Diese Prognose basiert auf der Unternehmensplanung für die Geschäftsjahre 2013/2014 bis 2015/2016. Der Planungsprozess findet bei VK MÜHLEN Bottom-up/Top-down Verfahren statt. Die Planungsrechnung wurde im Bewertungsgutachten im Einzelnen, insbesondere auch auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche von VK MÜHLEN, eingehend und sorgfältig analysiert (Bewertungsgutachten S. 30 bis 36). Sie wurde danach als nachvollziehbar und plausibel erachtet. Diese Beurteilung wurde von den sachverständigen Prüfern aufgrund ihrer im Prüfbericht wiedergegebenen Feststellungen geteilt, die unter anderem die Marktentwicklung und die Wettbewerbssituation in den drei Geschäftsbereichen betreffen (Prüfbericht S. 21 bis 41).

Die Kammer folgt dieser Einschätzung. Die von einigen Antragstellern erhobenen Einwendungen geben zu keiner anderen Beurteilung Anlass. Soweit beanstandet wird, dass die Umsatzerlöse nach der Planung in der Detailplanungsphase hinter den durch Restrukturierungsmaßnahmen beeindruckten Ist-Werten der Jahre 2010/2011 bis 2012/2013 zurückbleiben, wird dabei übersehen, dass von VK MÜHLEN in dem für das Konzernergebnis wichtigsten Geschäftsbereich KMG in den Jahren 2010/2011 sowie 2012/2013 die Standorte Hameln und Völklingen geschlossen wurden. Daraus erklärt sich ohne weiteres der Rückgang der Gesamtleistung (vgl. Bewertungsgutachten S. 34, Prüfbericht S. 36). Zugleich ist im Blick zu behalten, dass VK MÜHLEN für die Detailplanungsphase ab 2013/2014 im Geschäftsbereich KMG mit einem jährlichen Wachstum des Rohertrags zwischen 1,8 % bis 2,3 % rechnet, was angesichts der festgestellten erheblichen Überkapazitäten auf dem deutschen Mühlenmarkt durchaus eine positive Annahme darstellt, die einen nachhaltigen Erfolg der in der Vergangenheit durchgeführten Restrukturierung bedeuten würde.

Nicht beizutreten ist ferner der Kritik einzelner Antragsteller, wonach die Planung nach einer Zwischenmitteilung der Geschäftsleitung für das III. Quartal des Geschäftsjahrs 2013/2014 vom 14.08.2014 für den Geschäftsbereich KFI und Müller's Mühle hätte angepasst werden müssen. Dabei wird nämlich gleichzeitig unterschlagen, dass das Ergebnis der KMG nach diesem Bericht deutlich hinter der Planung zurückgeblieben war (vgl. Antragserwiderung Rz. 143). Der am Ende tatsächlich 2013/2014 erzielte Rohertrag blieb sogar um € 5,5 Mio. hinter der Planung zurück; das EBIT lag statt bei geplanten rund € 10 Mio. bei - € 22 Mio. (vgl. die Angaben der sachverständigen Prüferin im Termin vom 16.07.2015, S. 11/12 des Protokolls). All das weist nicht darauf hin, dass es sich bei der zugrundeliegenden Unternehmensplanung – wie von zahlreichen Antragstellern in Spruchverfahren immer wieder geltend gemacht - um eine „anlassbezogene“ Planung handelt, in der zulasten der Minderheitsaktionäre von zu pessimistischen Annahmen ausgegangen wurde.

Die von manchen Antragstellern thematisierten Kartellstrafen wurden ebenfalls in der Planungsrechnung berücksichtigt (vgl. sachverständige Prüfer, S. 12 des Protokolls), was auch zutreffend ist, weil solche Abflüsse die den Anteilseignern tatsächlich zufließenden Erträge mindern. Soweit von einem Antragsteller eingewandt worden ist, es bestünden in diesem Zusammenhang Schadensersatzansprüche in Höhe von ca. € 23 Mio. gegen den (insolventen) ehemaligen Vorstand, die über eine D & O-Versicherung abgesichert seien, liegt das schon deshalb nicht nahe, weil bei Bildung von Kartellen ein vorsätzliches Handeln im Raum steht, für welches in der D & O-Versicherung keine Deckung gewährt wird.

Nicht zu beanstanden ist auch, dass die Planungsrechnung für die Zwecke der Ertragswertermittlung insbesondere im Hinblick auf die Pensionsverpflichtungen sowie die Erträge und Aufwendungen aus nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen bereinigt wurden, weil diese in der hier angestellten Bewertung als dem Ertragswert hinzuzurechnende Sonderwerte erfasst wurden. Dies musste geschehen, um eine Doppelerfassung zu vermeiden. Hinsichtlich der Behandlung der Sonderwerte wird auf die nachfolgenden Ausführungen unter cc) (1) verwiesen.

Schließlich greift das von Antragstellern vorgebrachte Argument nicht durch, wonach die Darstellung der Ertragsplanung durch die Bewertungsgutachter und die sachverständigen Prüfer nicht nachvollziehbar sei. Es handele sich – so die Kritik - um eine bewertungstechnische „Blackbox“, weil keine Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Plan-Kapitalflussrechnungen vorgelegt worden seien. Aus den in Bewertungsgutachten und Prüfbericht vorgenommenen Auswertungen und Gegenüberstellungen der Werte für die Ist- und die Planungsjahre (Bewertungsgutachten S. 33, Prüfbericht S. 34 mit einer Konzern-GUV auch für die Planjahre sowie S. 34 bzw. 35 für Gesamtleistung und Rohertrag der einzelnen Geschäftsbereiche) sowie den dazu gegebenen Erläuterungen ergibt sich, dass die Planung des Unternehmens plausibel ist und weshalb sie als Grundlage für die Ertragswertberechnung dienen kann. Die Rechte der Antragsteller sind durch die hierbei eingehaltene Darstellungstiefe gewahrt. Denn wie ihr Vortrag zeigt, sind sie durchaus in der Lage sich im Einzelnen mit den Planungsannahmen auseinanderzusetzen und aufzuzeigen, weshalb sie sie für nicht plausibel halten. Die Vorlage noch detaillierter Unterlagen, auf denen die Planung beruht, verspricht aus der Sicht des Gerichts in diesem Zusammenhang keinen Erkenntnisgewinn. Im Übrigen sind auf Anregung eines Antragstellers die zugrundeliegenden Planbilanzen nachgereicht worden.

(2) Die Ergebnisse aus der Detailplanungsphase wurden für die Zwecke der Ertragswertermittlung in die Phase der Ewigen Rente fortgeschrieben. Der Jahresüberschuss sinkt dabei gegenüber dem letzten Detailplanungsjahr mit T€ 8.378 auf T€ 7.900, was von einigen Antragstellern zum Anlass genommen wird, diese Berechnung anzuzweifeln. Das ist nicht gerechtfertigt. Denn tatsächlich wurde mit durchweg steigenden Ergebnissen vor Steuern geplant (2013/2014: T€ 5.289, 2014/2015: T€ 8.746, 2015/2016: T€ 10.096 und Ewige Rente: T€ 11.296). Das schlechtere Ergebnis nach Steuern für die Phase der Ewigen Rente ergibt sich nur deshalb, weil die Gesellschaft über steuerliche Verlustvorträge verfügt, die sich im Laufe der Zeit aufbrauchen, so dass die Steuerbelastung steigen wird (vgl. Bewertungsgutachten S. 38, Prüfbericht S. 42 sowie Protokoll zur mündlichen Verhandlung S. 13/14).

(3) Die im Rahmen der Prognose angestellte Annahme, dass 50 % der künftigen Erträge ausgeschüttet werden, beruht hinsichtlich des Detailplanungszeitraums auf der Unternehmensplanung und für die Phase der Ewigen Rente darauf, dass eine solches Ausschüttungsverhalten üblich ist. Im Übrigen findet eine Thesaurierung der Ergebnisse statt, die den Anteilseignern über einen entsprechenden Wertbeitrag zugerechnet wird. Dies und die Berücksichtigung der damit verbundenen Steuerbelastungen wurden folgerichtig durchgeführt.

bb) Die auf dieser Grundlage festgestellten künftigen Überschüsse wurden mit einem Kapitalisierungszinssatz abgezinst, der sich aus einem Basiszinssatzes von 2,75 % (vor persönlichen Steuern), einem Risikozuschlag ermittelt anhand einer Marktrisikoprämie von 5,5 % (nach persönlichen Steuern) und einem Beta-Faktor von 0,5 (unverschuldet) sowie – das betrifft nur die Phase der Ewigen Rente – einem Wachstumsabschlag von 1 % zusammensetzt. Die hierfür maßgeblichen Überlegungen der Bewertungsgutachter und der sachverständigen Prüfer verdeutlichen, dass es sich dabei um jedenfalls gut vertretbare Bewertungsansätze handelt, denen die Kammer im Rahmen der nach § 287 ZPO vorzunehmenden Schätzung des Ertragswerts folgt. Es liegt im Wesen einer Schätzung, dass in einer gewissen Bandbreite womöglich auch andere Werte vertretbar wären. Es gibt aber jedenfalls keine überlegenen Argumente dafür, von den Ansätzen der Bewertungsgutachter und der sachverständigen Prüfer als mit der Unternehmensbewertung versierten Fachleuten abzuweichen.

(1) Der Basiszinssatz lag im Zeitpunkt der Fertigstellung des Bewertungsgutachtens und des Prüfberichts bei gerundet 2,75 % vor Steuern. Zum Bewertungsstichtag war der Basiszinssatz zwar gesunken, er lag aber nach den Feststellungen der sachverständigen Prüfer immer noch bei gerundet 2,75 % (Protokoll zur Anhörung vom 16.07.2015, Seite 15). Soweit der Antragsteller zu 33) einen Basiszinssatz von 2,60 % befürwortet, der am Stichtag gegolten habe, kann dahinstehen, ob eine solche Korrektur angebracht wäre. Die Zugrundelegung eines gerundeten Basiszinssatzes von 2,5 % würde bei ansonsten unveränderten Bewertungsparametern nach den Berechnungen des Gerichts zu einem auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Unternehmenswert in der Größenordnung von € 46,10 führen, was angesichts des Barabfindungsbetrags von € 57,70 keine Auswirkungen auf das Ergebnis des Angemessenheitsurteil hätte.

(2) Zur Berechnung des Risikozuschlags wurde von den Bewertungsgutachtern und ihnen folgend den sachverständigen Prüfern eine Marktrisikoprämie von 5,5 % (nach persönlichen Steuern) zugrunde gelegt. Dies entspricht dem Mittelwert der Spannweite von 5,0 % bis 6,0 %, die der

Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW mit seinem Hinweis vom 19.09.2012 empfohlen hat.

Hiergegen wendet sich die Mehrheit der Antragsteller. Die Kammer, die schon bei anderen aktuellen Bewertungsanlässen eine Marktrisikoprämie von 5,5 % unbeanstandet gelassen hat, hat die insoweit vorgetragenen Argumente erneut erwogen. Der Kritik ist einzuräumen, dass eine Marktrisikoprämie in dieser Größenordnung gemessen an den Ansätzen aus der Vergangenheit außerordentlich hoch erscheint und die zum Teil versuchte empirische Herleitung erheblichen Angriffen ausgesetzt ist. Gerade weil es sich dabei um besonders strittige Fragen der Unternehmenswertung handelt, sieht es die Kammer aber als vorzugswürdig an, der Beurteilung der hier beteiligten Wirtschaftsprüfer zu folgen, die ein überlegenes Fachwissen haben und ihrerseits mit den Empfehlungen des IDW eine anerkannte Expertenmeinung zugrunde gelegt haben, die für die Praxis eine überragende Bedeutung hat. Das erscheint insbesondere auch deshalb geboten, weil erhebliche Gründe für die Empfehlung des FAUB des IDW vom 19.09.2012 sprechen, die nicht von der Hand zu weisen sind. Diese werden im Prüfbericht dahin zusammengefasst, dass noch immer am Kapitalmarkt nachwirkende Verwerfungen aus der Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise zu beobachten sind, die zu sehr niedrigen Renditen deutscher Staatsanleihen bei einer gleichzeitig gestiegenen Risikoaversion der Anleger geführt haben. Diese besondere und in der Vergangenheit so noch nicht eingetretene Kapitalmarktlage erfordere eine Anpassung der Marktrisikoprämie. Es erscheint einleuchtend, dass es diese außergewöhnliche Situation rechtfertigen kann, die seit 2009 vom FAUB befürwortete Bandbreite der Marktrisikoprämie von 4,0 % bis 5,0 % (nach persönlichen Steuern) um einen Prozentpunkt zu erhöhen und für den hier maßgeblichen Bewertungsanlass zum 19.03.2014 zu einem Wert von 5,5 % zu gelangen. Diesem Ansatz wird deshalb gefolgt.

(3) Das gilt auch für den so genannten Beta-Faktor der in Bewertungsgutachten und Prüfbericht mit 0,5 (unverschuldet) bestimmt wurde und der im hier angewandten Capital Asset Pricing Model (CAPM) das unternehmensspezifische Risiko wiedergeben soll.

Durch den Beta-Faktor soll das unternehmensspezifische Risiko im Vergleich zum Marktrisiko abgebildet werden. Ein Beta-Faktor von 0,5 ist im Ausgangspunkt für die Anleger ausgesprochen günstig, weil der (allerdings in einem weiteren Schritt noch der an die Verschuldungssituation des Unternehmens anzupassende) Beta-Faktor als Multiplikator der Marktrisikoprämie fungiert. Gleichwohl halten sehr viele der Antragsteller den hier gewählten Beta-Faktor für zu hoch und meinen, es müsse ein niedrigerer unternehmenseigener Beta-Faktor zum Zuge kommen. Der

Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors ist von den Bewertungsgutachtern und den sachverständigen Prüfern verworfen worden, weil der aus dem Börsenkurs der VK MÜHLEN abgeleitete Beta-Faktor nicht repräsentativ sei.

Die Gründe hierfür wurden im Bewertungsgutachten (S. 43 f.) angeführt und in der Anhörung der sachverständigen Prüfer noch einmal ausführlich erörtert. Danach ist festzuhalten, dass der sogenannte t-Test und das sogenannte Bestimmtheitsmaß  $R^2$ , die in der Literatur vielfach als Indikatoren für die Belastbarkeit des aus den Börsenkursen abgeleiteten unternehmenseigenen Beta-Faktors angesehen werden, nicht signifikant waren. Die entsprechenden Werte lagen bei 1,2 (5 Jahre monatlich) und  $-1,1$  (2 Jahre wöchentlich) bzw. 0,02 und 0,01 (vgl. Protokoll S. 16). Die sachverständigen Prüfer haben dabei nicht verkannt, dass der Aussagewert von t-Test und  $R^2$  im betriebswirtschaftlichen Schrifttum höchst umstritten ist und vielfach bezweifelt wird (vgl. z.B. Meitner/Streitfeld in: Peemöller, Handbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 532 f.). Die von vielen Antragstellern geübte Kritik geht in die gleiche Richtung. Das haben jedoch die sachverständigen Prüfer auch nicht verkannt, denn ihre Ausführungen in der Anhörung haben eine gewisse Vorsicht gegenüber der Aussagekraft dieser Testmethoden erkennen lassen. Diese Vorsicht spiegelt sich darin wieder, dass sie vor allem auf die Liquiditätskennzahlen abgestellt haben (vgl. Protokoll S. 17), was im Übrigen offenbar auch die Bewertungsgutachtern so gemacht haben (vgl. Bewertungsgutachten S. 43 f.).

Dass eine Liquiditätsanalyse entscheidenden Aufschluss über die Güte und Verwendbarkeit eines ermittelten Beta-Faktors geben kann, erscheint in der Tat naheliegend. Im Bewertungsgutachten wurde eine Geld-Brief-Spanne von 4,26 % bei einem Handelsvolumen von durchschnittlich 78 Aktien an 501 Handelstagen ermittelt (S. 44). Diese Liquiditätskennzahlen wurden sowohl vom Bewertungsgutachter als auch von den sachverständigen Prüfern dahin gewürdigt, dass keine ausreichende Liquidität bestanden habe. Wie die sachverständigen Prüfer in ihrer Anhörung ausgeführt haben, liege die Liquiditätskennzahl für die Geld-Brief-Spanne, ab der von keiner ausreichenden Liquidität mehr ausgegangen werde, bei 1 % bis 1,25 % (Protokoll S. 16). Auf die in der mündlichen Verhandlung geäußerte Bitte des Gerichts, haben die sachverständigen Prüfer die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen für andere Indizes wie SDAX (1,12%), CDAX (0,7 %) und DAX (0,39 %) nachgereicht (Werte für den Zeitraum 19.03.2009 bis 18.03.2014).

Vor diesem Hintergrund ist die Wertung der Bewertungsgutachter und der sachverständigen Prüfer nachvollziehbar, dass die für den Börsenkurs der VK MÜHLEN festgestellte Geld-Brief-Spanne von 4,26 % deutlich gegen eine Heranziehung eines auf diesem Kurs basierenden Beta-Faktors

spricht. Das durchschnittliche Handelsvolumen von 78 Aktien weist in keine andere Richtung. Es kann daher der dem Bewertungsgutachten und dem Prüfbericht zugrundeliegenden Beurteilung gefolgt werden, dass der Beta-Faktor anhand anderer Kriterien zu bestimmen ist.

Hierfür wurde im Bewertungsgutachten eine Peer Group-Analyse vorgenommen, die von den sachverständigen Prüfern nachvollzogen und als zutreffend beurteilt wurde. Bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen konnte nicht auf deutsche Mühlenunternehmen zurückgegriffen werden, weil es hier keine weiteren börsennotierten Mühlenunternehmen gibt. Auch die in der EU identifizierten börsennotierten Mühlenunternehmen schieden als geeignete Vergleichsobjekte aus, weil sie die dafür festgelegten Kriterien, insbesondere im Hinblick auf eine ausreichende Liquidität der Aktien nicht erfüllten. Letztlich wurde die Peer Group deshalb aus 7 asiatischen und einem südafrikanischen Unternehmen aus dem Müllereigeschäft und einem niederländischen Unternehmen zusammengesetzt, welches für die Vergleichszwecke den Geschäftsbereich KFI abbilden soll. Auf dieser Grundlage ermittelten die Bewertungsgutachter einen Beta-Faktor (unverschuldet) von 0,5.

Dieser Bewertungsschritt ist von der Kammer mit den sachverständigen Prüfern in ihrer Anhörung ausführlich erörtert worden. Denn auch wenn die Mühlenunternehmen der Peer Group in der gleichen Branche tätig sind, stammen sie aus weit entfernten Ländern und betätigen sich räumlich in anderen Teilen des Weltmarkts. Der für sie feststellbare Beta-Faktor mag zudem durch Eigenheiten der ausländischen Börsen beeinflusst sein. All dies wirft die Frage auf, inwieweit eine Vergleichbarkeit tatsächlich gegeben ist.

Am Ende schlagen diese Bedenken jedoch nicht durch, denn das Ergebnis der aufgezeigten Peer Group-Analyse wird durch weitere Kontrollüberlegungen entscheidend bestätigt.

Eine wichtige Stützung erfährt dieses Ergebnis im Bewertungsgutachten zum Beispiel durch die dort (S. 46) angestellte Analyse einer weiteren Peer Group aus börsennotierten europäischen Unternehmen, die in der Lebensmittelbranche tätig sind und vergleichbare Überkapazitäten haben wie die deutschen Mühlen. Dafür wurden Unternehmen der Bäckereibranche, der Molkereibranche und der Speiseölbranche herangezogen. Der für diese Peer Group festgestellte Beta-Faktor (unverschuldet) liegt bei 0,6, was die Bewertungsgutachter als plausibel erachtet haben, weil die Unternehmen dieser Branchen-Peer Group eine längere Wertschöpfungskette und damit ein etwas höheres Risiko haben.

Ferner ist festzuhalten, dass auch die sachverständigen Prüfer den mit Hilfe der vorwiegend asiatisch zusammengesetzten Peer Group ermittelten Beta-Faktor von 0,5 hinterfragt und vor dem Hintergrund ihrer professionellen Erfahrung mit Bewertungssachen eingeordnet haben. So hat die sachverständige Prüferin in ihrer Anhörung betont, dass ihr aufgrund ihrer mehr als 20-jährigen Erfahrung in Bewertungssachen der Beta-Faktor von 0,5 hier absolut angemessen erscheine; es gebe kaum noch Branchen, wo ein Beta-Faktor in dieser Größenordnung üblich sei. Auch seitens der Bewertungsgutachterin wurde in der mündlichen Verhandlung betont, dass zur Plausibilisierung des Beta-Faktors eine Gesamtbeurteilung vorzunehmen sei; die Überschüsse müssten im richtigen Verhältnis zur Kapitalgröße stehen. Der Beta-Faktor von 0,5 erscheine eher niedrig.

Diese Aspekte verdeutlichen, dass es sich bei der Heranziehung oder der Verwerfung eines aus einer Peer Group-Analyse ermittelten Beta-Faktors um eine durchaus komplexe Wertung handelt, die der sachverständigen Beurteilung vorbehalten bleiben muss. Wie die Anhörung der sachverständigen Prüfer verdeutlicht hat, haben diese mit guten Gründen den Beta-Faktor von 0,5 (unverschuldet) zugrunde gelegt. Die Kammer schließt sich daher dieser sachverständigen Schätzung an.

Unter Berücksichtigung der Finanzierungsstruktur der VK MÜHLEN ergibt sich hieraus für die einzelnen Geschäftsjahre der Detailplanungsphase ein Beta-Faktor von 0,70 bis 0,75 und für die Phase der Ewigen Rente von 0,71.

(4) Für die Phase der Ewigen Rente wurde ein Wachstumsabschlag von 1,0 % angesetzt. Dieser Wert wird zwar von vielen Antragstellern als zu niedrig gerügt, weil er unter der erwarteten Inflationsrate liege. Dem ist aber nicht zu folgen. Ein Wachstumsabschlag von 1,0 % erscheint angesichts des Umstands, dass VK MÜHLEN hauptsächlich im Mühlengeschäft tätig ist, in dem Überkapazitäten bestehen, keinesfalls zu niedrig bemessen.

cc) Aus den vorstehend behandelten Bewertungsansätzen ergibt sich ein auf den Bewertungsstichtag 19.03.2014 aufgezinsten Ertragswert der VK MÜHLEN von € 105.168.000. Diesem Wert sind noch die separat bewerteten Sonderwerte sowie die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände und Beteiligungen hinzuzurechnen. Das führt vor allem wegen der sogleich zu erörternden Pensionsverpflichtungen, die als Sonderwert erfasst wurden, zu einem Unternehmenswert von € 90.833.000 bzw. € 43,33 je Aktie.

(1) Um die Pensionsverpflichtungen aus dem geschlossenen Pensionswerk der VK MÜHLEN als Sonderwert behandeln zu können und eine Doppelberücksichtigung zu vermeiden, wurden die aus diesen Verpflichtungen resultierenden Effekte in der Finanzplanung bereinigt. Für die Bewertung der Pensionsverpflichtungen wurden sodann die vom Aktuar der Gesellschaft mitgeteilten jährlichen Rentenzahlungen zugrunde gelegt und mit dem Kapitalisierungszinssatz aus der Ewigen Rente ohne Wachstumsabschlag diskontiert. Gegen dieses Verfahren bestehen keine methodischen Bedenken. Im Gegenteil erscheint es sachgerecht, für die Bewertung der Pensionsverbindlichkeiten auf vorhandene versicherungsmathematische Berechnungen eines Aktuars zurückzugreifen, weil diese eine größere Richtigkeitsgewähr aufweisen. Ferner leuchtet es ein, dass ein sich ergebender Barwert der Pensionsverpflichtungen mit dem in der Ertragswertberechnung verwandten Kapitalisierungszins abzuzinsen ist und nicht etwa mit einem niedrigeren Zins, den Versicherungsmathematiker verwenden mögen. Dieses Berechnungsmodell führt dazu, dass hier statt eines Betrags von € 55.595.000, der als Rückstellung für Pensionsverpflichtungen gebildet worden war, ein Sonderwert von € 38.074.000 für die Pensionsverpflichtungen abzuziehen ist. Diese Zahlen verdeutlichen zugleich, dass diese Form der Berechnung die Antragsteller nicht benachteiligt.

Ferner ist festzuhalten, dass die vorherige Bildung der Pensionsrückstellungen einerseits und der Abzug der kapitalisierten künftigen Zahlungen aufgrund der Pensionsverpflichtungen als Sonderwert andererseits nicht zu einer die Minderheitsaktionäre benachteiligenden doppelten Berücksichtigung der Pensionslasten führen. Für die Ertragswertberechnung sind ausschließlich die dem Anteilseigner künftig zufließenden Überschüsse maßgebend. Die künftige Auszahlung von Pensionen bedeutet ungeachtet vorher gebildeter Rückstellungen einen Abfluss von Liquidität, die von der Gesellschaft finanziert werden muss und die deshalb nicht mehr für Ausschüttungen an die Anteilseigner zur Verfügung steht.

(2) Nicht zu beanstanden ist ferner die vorgenommene Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

Das betrifft zum einen Grundstücke und Anlagen, die nicht mehr für das Geschäft der VK MÜHLEN eingesetzt werden. Diese Vermögensgegenstände sind überwiegend mit dem IFRS-Buchwert angesetzt worden, wogegen keine Bedenken bestehen, weil diese Bewertung auf den Verkehrswerten basiert und das Vorhandensein stiller Reserven verneint wurde. Für das Grundstück in Hameln erfolgte die Bewertung anhand eines vorhandenen Verkehrswertgutachtens und für

das zum Verkauf stehende Grundstück in Berlin anhand des erwarteten Verkaufspreises. Auch dies erscheint sachgerecht.

Zum anderen wurden die nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen der VK MÜHLEN bewertet (vgl. Bewertungsgutachten S. 51, Prüfbericht S. 55). Auch insoweit haben sich keine Anhaltspunkte für eine unzutreffende Bewertung ergeben.

c) Nach allem bleibt als Ergebnis festzuhalten, dass der sich nach der Ertragswertmethode ergebende anteilige Unternehmenswert ebenso wie der Börsenwert hinter dem von der Antragsgegnerin angebotenen Barabfindungsbetrag von € 57,70 zurückbleibt. Dieser Abfindungsbetrag ist angemessen.

### III.

Die Kostenentscheidung folgt aus §§ 15, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach gilt:

Die Gerichtskosten hat die Antragsgegnerin zu tragen. Es gibt keine besonderen Gesichtspunkte der Billigkeit im Sinne von § 15 Abs. 1 SpruchG, die es rechtfertigen würden ausnahmsweise den Antragstellern die Gerichtskosten aufzuerlegen.

Die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters fallen ebenfalls der Antragsgegnerin zur Last (§ 6 Abs. 2 SpruchG).

Ihre außergerichtlichen Kosten haben die Parteien selbst zu tragen. Die Anordnung einer Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin sieht das SpruchG nicht vor. Für die Anordnung einer Übernahme von Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin nach § 15 Abs. 2 SpruchG besteht keine Veranlassung, nachdem die Anträge erfolglos waren.

### IV.

Der Geschäftswert für die Gerichtsgebühren ist auf den in § 74 GNotKG geregelten Mindestwert von € 200.000,00 festzusetzen. Gemäß § 6 Abs. 2 Satz 2 entspricht der Geschäftswert zugleich dem Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

**V.**

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben. Sie ist binnen eines Monats nach Zustellung dieses Beschlusses beim Landgericht Hamburg, Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg, durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen. Die Beschwerde ist nur zulässig, soweit der Wert des Beschwerdegegenstands € 600,00 übersteigt.