

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 1 HK O 7076/15



In dem Rechtsstreit

gegen

wegen Spruchverfahren

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - durch die unterzeichnenden Richter
am 14.03.2024 folgenden

Beschluss

- I. Die Anträge der Antragsteller auf Erhöhung der auf der Hauptversammlung der Forst Ebnath AG vom 04.08.2015 festgesetzten Barabfindung für die auf Verlangen der Antragsgegnerin beschlossene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin werden als unbegründet abgewiesen mit Ausnahme der Anträge der Antragsteller zu 14 und 33, die als unzulässig verworfen werden.

- II. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten sowie die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre.

- III. Die Antragsteller tragen ihre Kosten selbst.

- IV. Die Vergütung der gemeinsamen Vertreterin der außenstehenden Aktionäre wird auf € 5.426,40 incl. der gesetzlichen Mehrwertsteuer festgesetzt.

- V. Der Geschäftswert wird auf € 200.000 festgesetzt.

- VI. Die gesetzlichen Vertreter der Antragsgegnerin haben die Entscheidung im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu machen.

Gründe:

Die Antragsteller waren Minderheitsaktionäre der Forst Ebnath AG. Die Hauptversammlung der Forst Ebnath AG hat am 04.08.2015 (Stichtag) auf Verlangen der Antragsgegnerin beschlossen, die Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen. Die Antragsteller sind der Ansicht, die dabei festgelegte Barabfindung in Höhe von € 1.807,00 je Aktie sei unangemessen niedrig. Sie begehren im vorliegenden Spruchverfahren die gerichtliche Bestimmung einer höheren Barabfindung.

Die Anträge sind zulässig, aber unbegründet. Die den außenstehenden Aktionären zustehende Barabfindung ist nämlich nicht zu erhöhen. Deren hierauf gerichtete Anträge waren daher abzuweisen.

A.

I. Die beteiligten Unternehmen stellen sich wie folgt dar:

Die Forst Ebnath AG (FEAG) ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht. Sie hat ihren satzungsmäßigen Sitz in Ebnath in der Oberpfalz und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Weiden in der Oberpfalz unter HRB 534 eingetragen. Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand der FEAG ist gemäß § 1 Nr. 3 ihrer Satzung der Betrieb von Forstwirtschaft und der Betrieb von Landwirtschaft. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen. Das Geschäftsjahr der FEAG beginnt nach § 1 Nr. 4 ihrer Satzung am 1. Oktober und endet am 30. September. Das Grundkapital der FEAG beträgt EUR 594.000,00. Es ist eingeteilt in 54.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Jede Aktie gewährt eine Stimme.

hielt zum Tag der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts unmittelbar 52.235 auf den Inhaber lautende Stückaktien der FEAG. Dies entsprach rund 96,7 % des Grundkapitals der FEAG. Die restlichen Aktien der FEAG befanden sich in Streubesitz. Die Aktien der FEAG waren zum Handel im regulierten Markt der Börse Berlin zugelassen. Sie wurden unter dem Kürzel „FEB“ unter der Wertpapier-Kennnummer (WKN) 577300 sowie unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE0005773006 gehandelt. Außerdem wurden die Aktien im Open Market (Freiverkehr) der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Das operative Kerngeschäft der FEAG ist die Bewirtschaftung von forstlichem und landwirtschaftlichem Grundbesitz, der sich gemäß Grundbuchstand vom 28. Mai 2015 auf insgesamt rund 3.579 ha erstreckt. Etwa die Hälfte davon befindet sich in der nördlichen Oberpfalz (rund 1.836 ha), der Rest in der südlichen Oberpfalz (rund 464 ha), im angrenzenden Oberfranken (rund 681 ha), im westlichen Oberfranken (rund 278 ha) und im südlichen Thüringen (rund 320 ha). Der Grundbesitz ist zu 95 % bestockt. Nach den Forstinventurerhebungen im Jahr 2012 setzen sich die Holzarten folgendermaßen zusammen: rund 71 % Fichte, 12 % Kiefer, 7 % Buche, 4 % sonstige Laubhölzer (Birke, Aspe, Weide, Erle), 2 % Eiche, 2 % Lärche bzw. Douglasie, 1 % Tanne und 1 % Edellaubhölzer (Ahorn, Esche, Kirsche). Maßgeblich für die Unternehmenssteuerung war nach den Feststellungen der Gutachterin das für den gesamten forstlichen Grundbesitz erstellte Forstbetriebsgutachten 2012. Die daraus resultierenden Er-

kenntnisse, insbesondere der dort ermittelte Holzvorrat und jährliche Hiebsatz (nachhaltige jährliche Einschlagmenge) stellen die Grundlage für die Geschäftsplanung dar. Die FEAG konzentriert sich auf ihr Kerngeschäft und erzielt ihre Umsätze fast ausschließlich aus dem Verkauf von Holz. Die geschäftliche Entwicklung und das Ergebnis hängen daher in erster Linie von der Einschlagmenge und den erzielten Holzpreisen ab.

Die nachstehende Tabelle gibt eine Übersicht über die wesentlichen Kennzahlen der FEAG (nach Handelsgesetzbuch) der drei Geschäftsjahre 2011/2012, 2012/2013 und 2013/2014.

Kennzahlen in Tausend Euro („TEUR“)	Geschäftsjahr 1.10.2011 – 30.9.2012	Geschäftsjahr 1.10.2012 – 30.9.2013	Geschäftsjahr 1.10.2013 – 30.9.2014
Umsatzerlöse	1.811	2.773	2.022
Jahresüberschuss	639	1.253	782
Sachanlagen	9.710	9.967	10.819
Eigenkapital	9.622	10.686	11.252
Dividende / Aktie (in EUR)	3,50	4,00	4,00

Die geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation des Unternehmens im Geschäftsjahr 2013/2014 stellt sich wie folgt dar:

Im Geschäftsjahr 2013/14 kamen 23.824 Festmeter („fm“), im Vorjahr 35.048 fm zum Einschlag, womit FEAG ihr Planungsziel laut Übertragungsbericht der Antragsgegnerin für das Geschäftsjahr von 22.000 fm leicht übertraf. Außerreguläre Einschläge vorwiegend biotischer Art (Käfer) lagen bei ca. 13 % des Einschlages. Dies liegt im Rahmen für eine Fichtenbetriebsklasse. Der Gesamtumsatz betrug TEUR 2.022 (Vorjahr TEUR 2.773). Hiervon wurden durch Holzverkauf TEUR 1.991 (Vorjahr TEUR 2.754) Erlöst. Damit beruhte auch der Jahresüberschuss nahezu ausschließlich auf dem Holzverkauf. Der Durchschnittserlös betrug EUR 83,56/fm (Vorjahr EUR 78,57/fm) und ist leicht angestiegen. Im vergangenen Geschäftsjahr konnten die Preise bei allen Verkaufssortimenten pro Einheit leicht gesteigert werden. Insgesamt war jedoch der Umsatz verglichen zum Vorjahr wegen des reduzierten Einschlags rückläufig. Der Einschlag wurde im Geschäftsjahr 2013/2014 planmäßig reduziert, um den hohen zwangsbedingten Einschlag im Geschäftsjahr 2012/2013 (Sturm- und Schneebruch) auszugleichen. Der Hiebsatz ist laut Forstbetriebsgutachten 2012 mit 25.000 fm bis 30.000 fm – im Mittel 27.700 fm - festgesetzt. Unabhängig von den getroffenen Annahmen für den zukünftigen Holzzuwachs geht FEAG von einem zukünftig maßgeblichen Hiebsatz entsprechend den Vorgaben des Forstbetriebsgutachtens von 27.700 fm aus. Damit sollten sich die Vorräte nach den einschlagsreichen Vorjahren wieder erhöhen. Der laufende jährliche Holzzuwachs beträgt statistisch gesichert 33.188 fm, das sind

9,9 Efm/ha. Aufgrund des reduzierten Einschlages waren die Aufwendungen für Material mit TEUR 447 (Vorjahr TEUR 666) und Steuern mit TEUR 203 (Vorjahr TEUR 247) rückläufig. Bedingt im Wesentlichen durch eine Verschiebung der Rückstellungen in der Altersvorsorge stieg der Personalaufwand auf TEUR 425 (Vorjahr TEUR 388) leicht an. Das im Geschäftsjahr erzielte Jahresergebnis von TEUR 782 (Vorjahr: TEUR 1.253) ist wegen des im Vergleich zum Vorjahr reduzierten Einschlages gefallen, übertraf aber leicht die Erwartung in Höhe von TEUR 700. Im Geschäftsjahr 2013/14 wurden für Grundstücksankäufe incl. Nebenkosten TEUR 922 ausgegeben. Im Durchschnitt wurden der ha Wald, Wiese oder Acker zu einem Preis incl. Nebenkosten von ca. EUR 2,54/Quadratmeter angekauft.

Weiterer Schwerpunkt im Geschäftsjahr 2013/14 war nach den Feststellungen im Übertragungsbericht die Instandhaltung des Lkw-befahrenen Forstwegenetzes der FEAG mit einer Länge von ca. 140 km und die Wiederherstellung des Maschinenwegenetzes; dies sind unbefestigte Maschinenwege mit einer Länge von ca. 15 km. Insgesamt fielen für die Instandhaltung der ca. 155 km Wege Kosten in Höhe von TEUR 144 (durchschnittlich EUR 0,93 pro Meter) an. Grundsätzlich sei versucht worden, die Waldungen auf natürlichem Wege zu verjüngen. Im Geschäftsjahr 2013/14 wurden deshalb 7.000 Pflanzen als Ergänzungspflanzungen in die Naturverjüngungsflächen eingebracht.

Hinsichtlich der Finanz- und Vermögenslage ist im Übertragungsbericht Folgendes festgestellt: Die FEAG war zum Bilanzstichtag 30. September 2014 zu 80,86 % durch Eigenkapital finanziert, wobei der Sonderposten mit Rücklagenanteil gem. Forstschäden-Ausgleichsgesetz in Höhe von TEUR 690 voll dem Fremdkapital zugerechnet wurde. FEAG war zum Bilanzstichtag 30. September 2014 zu 80,86 % durch Eigenkapital finanziert, wobei der Sonderposten mit Rücklagenanteil gem. Forstschäden-Ausgleichsgesetz in Höhe von TEUR 690 voll dem Fremdkapital zugerechnet wurde. Die Hauptversammlung der FEAG hat am 23. Februar 2015 die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von EUR 4,00 je Aktie beschlossen.

Auch den Ausblick für das Geschäftsjahr 2014/2015 bezog der Übertragungsbericht in seine Überlegungen ein. Für das Geschäftsjahr 2014/15 wurde unter Berücksichtigung der Stürme „Mike“ und „Niklas“ mit einem etwas unterhalb des Hiebsatzes nach dem Forstwirtschaftsplan liegenden Holzeinschlag von etwa 24.500 fm gerechnet. Die ursprüngliche Planung lag bei 22.000 fm. Beim durchschnittlich zu erzielenden Holzpreis rechnete die FEAG mit einem leichten Rückgang gegenüber dem Geschäftsjahr 2013/2014 auf rund 83,00 EUR/fm (Geschäftsjahr 2013/14: 83,56 EUR/fm).

Die Mitarbeitersituation stellte sich nach den Feststellungen im Übertragungsbericht äußerst überschaubar dar: Im Geschäftsjahr 2013/14 waren neben dem Vorstand durchschnittlich vier Vollzeitkräfte bei FEAG beschäftigt. Hierbei waren eine Vollzeitkraft im Bereich der Verwaltung sowie drei Vollzeitkräfte im Bereich der Produktion tätig.

Die Übertragungsbericht befasste sich auch mit der Rechtfertigung bzw. dem Anlass des von der Antragsgegnerin betriebenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre. Der erste Gesichtspunkt war der einer Erhöhung der Flexibilität. Nach Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin können nach der Erwartung der Antragsgegnerin Beschlüsse der Hauptversammlung der FEAG kurzfristig und ohne auf-

wendige Vorbereitungen, wie sie für die Durchführung einer Publikumshauptversammlung erforderlich sind, herbeigeführt werden. Dadurch wird es möglich, Maßnahmen, die eine Einbeziehung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen und einfacher durchzuführen. Die langen Vorlaufzeiten und umfangreichen Informationspflichten gegenüber den Minderheitsaktionären entfallen, was sich aus Sicht der Antragsgegnerin ersichtlich positiv darstellt. Ein weiterer positiver Effekt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre ist nach der Antragsgegnerin in die erhöhte Transaktionssicherheit.

Das Risiko, dass sich Strukturmaßnahmen und Kapitalmaßnahmen insbesondere durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt. Gerichtsverfahren einschließlich verfahrensbeendender Vergleiche mit Minderheitsaktionären können personelle und finanzielle Ressourcen einer Aktiengesellschaft in signifikantem Umfang binden. Durch die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin werden aufwendige gerichtliche Auseinandersetzungen zwischen der FEAG und Minderheitsaktionären von vornherein vermieden. Dies ist aus Sicht des Gerichts nachvollziehbar, trifft aber natürlich auf alle Aktiengesellschaften zu, die sich weitgehend in der Hand eines deutlichen Mehrheitsgesellschafters befinden. Auch den Wegfall der Börsennotierung empfindet der Übertragungsbericht - natürlich - als positiv. Dementsprechend ist darin festgestellt: In Folge der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin wird auch die Notierung der FEAG an den deutschen Börsen entfallen. Hierdurch verringern sich die Anforderungen an die Regelpublizität erheblich, die Pflicht zur Ad hoc-Publizität entfällt vollständig. Die mit der Notierung als solcher und hohen Publizitätsstandards nach deutschem Kapitalmarktrecht verbundenen Kosten können eingespart werden. Insbesondere steht der mit der Börsennotierung verbundene Aufwand in keinem angemessenen Verhältnis zur personellen Ausstattung der FEAG. Dazu erkennt der Übertragungsbericht im Ausschlussverfahren auch einen Kosteneinsparungseffekt: Neben dem Gewinn an Flexibilität führt der Ausschluss der Minderheitsaktionäre danach auch zu Kostenvorteilen für die FEAG. So entfallen künftig die Kosten für die Vorbereitung, Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung der FEAG fast vollständig. Neben den Kosten für die Veranstaltung der Hauptversammlung als solche betrifft dies auch Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung, sei es im Zusammenhang mit der Erstellung von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Informationen für Aktionärsfragen. Aber auch dieser Effekt tritt bei jedem Squeeze out ein. Neben dem Gewinn an Flexibilität führt der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach den Feststellungen im Übertragungsbericht auch zu Kostenvorteilen für die FEAG. So entfallen künftig die Kosten für die Vorbereitung, Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung der FEAG fast vollständig. Neben den Kosten für die Veranstaltung der Hauptversammlung als solche betrifft dies auch Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung, sei es im Zusammenhang mit der Erstellung von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Informationen für Aktionärsfragen.

Hinsichtlich der Vorbereitung der Hauptversammlung u. a. zur Beschlussfassung zum Squeeze out stellte der Übertragungsbericht folgende fest:

In den Geschäftsräumen der FEAG sind von der Einberufung der Hauptversammlung an der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und die Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der

Gesellschaft, der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG durch den Hauptaktionär erstattete Übertragungsbericht sowie der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG erstattete Bericht des vom Gericht bestellten Prüfers auszulegen (§ 327c Abs. 3 AktG). Auf Verlangen ist – so konstatiert der Bericht die Gesetzeslage – jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 327c Abs. 4 AktG). Die Verpflichtung, die zuvor genannten Unterlagen auszulegen und zuzusenden, entfällt, wenn die Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind (§ 327c Abs. 5 AktG). Die zuvor genannten Unterlagen sind zudem in der Hauptversammlung zugänglich zu machen (§ 327d Satz 1 AktG).

Die Höhe der Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung der Aktien zu gewähren ist, hat die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin auf EUR 1.807,00 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der FEAG festgelegt.

Dem Antrag der Antragsgegnerin entsprechend hat das Landgericht Nürnberg-Fürth die sachverständige Prüferin ausgewählt und mit Beschluss vom 14. April 2015, berichtigt durch Beschluss vom 13. Mai 2015 bestellt.

Ausgangspunkt der Feststellungen im Übertragungsbericht war das von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebene Gutachten, den die beauftragte Gutachterin wie folgt zusammenfasst: Gegenstand des Auftrags ist die Erstellung einer gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der Forst Ebnath AG für Zwecke des von der Hauptaktionärin zu erstattenden Berichts, in dem die Höhe der angemessenen Barabfindung erläutert und begründet wird. Dabei betont die Gutachterin ausdrücklich, dass die Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG in der Verantwortung der Antragsgegnerin liegt.

Bei der Auftragsdurchführung wurde, wie dies die Gutachterin betont, der IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008 beachtet. Im Sinne dieser Grundsätze erstattete die Gutachterin nach ihren Angaben ihre gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters. Der von ihr ermittelte Unternehmenswert soll demnach eine objektivierte Größe darstellen.

Ablauf und Grundlagen ihrer Prüfung legt die Gutachterin in ihrer Bewertung der Strukturmaßnahme wie folgt dar:

Ihre Arbeiten wurden in den Monaten April 2015 bis Mai 2015 in den Geschäftsräumen der Forst Ebnath AG in Ebnath sowie in ihren Büroräumen in Stuttgart und Frankfurt durchgeführt. Die Gutachterin stellt klar, dass der Umfang ihrer Untersuchungen und Arbeiten keine Prüfung nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Durchführung von Abschlussprüfungen gemäß §§ 316 ff. HGB darstellt. Daher erteilte sie auch keinen Bestätigungsvermerk in Bezug auf die in ihrer gutachterlichen Stellungnahme dargestellten Finanz- und anderen Daten. Sie stellt weiter klar, dass sich ihre Verantwortlichkeit insoweit beschränkt auf die anzuwendende berufsübliche Sorgfalt.

Die Unterlagen, auf die die Gutachterin für die Auftragsdurchführung zurückgreifen konnte, waren im Wesent-

lichen folgende Dokumente:

- Geschäftsberichte 2011/2012-2013/2014 und Halbjahresbericht 2014/2015; Handelsbilanzen 2012-2014
- Steuerbilanzen 2012-2014; Steuerbescheide 2012-2013; Steuerprüfung 2009-2011
- Prüfungsberichte 2012-2014
- Abhängigkeitsberichte für die Geschäftsjahre 2011/2012-2013/2014
- Planung der Forst Ebnath AG mit dem Zeitraum 2014/15-2023/2024 vom 12.05.2015 („Planungsmodell“)
- Forstwirtschaftsplan für die Waldungen der Forst Ebnath AG für den Zeitraum 1.10.2012 bis zum 30.09.2022 (Stand: 1.10.2012) erstellt durch das Forstbüro Ostbayern („Forstwirtschaftsplan“)
- Zusammenstellung der Inventurergebnisse für die Waldungen der Forst Ebnath AG für den Zeitraum 1.10.2012 bis 30.09.2022 („Kurzfassung Forstwirtschaftsplan“)
- Grundbesitzübersicht (Stand 28.05.2015) und Wald-Bodenpreisübersicht
- Wissenschaftliche Kommentierung des Forstwirtschaftsplans für die Waldungen der Forst Ebnath AG – gültig vom 1.10.2012 bis zum 30.09.2022 - erstellt durch
(„Wissenschaftliche Kommentierung des Forstwirtschaftsplans“)
- Wissenschaftliche Analyse der Daten der Waldinventur;
- Handelsregisterauszug der Forst Ebnath AG, HRB 534, Handelsregister Abteilung B des Amtsgerichts Weiden i.d.OPf., vom 26.03.2015
- Versicherungsmathematische Gutachten Forst Ebnath AG zum Bilanzstichtag 30.09.2014
- Entwurf des Übertragungsberichts: Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Forst Ebnath Aktiengesellschaft auf
sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß §
327c Absatz 2 Satz 1 AktG

Weitere Auskünfte erteilten der Gutachterin der Vorstand der Forst Ebnath AG sowie von diesem benannte Personen. Die Gutachterin konstatiert, dass ihr alle für die Bewertung notwendigen Auskünfte bereitwillig erteilt wurden. Sie verweist ferner darauf, dass der Vorstand der FEAG ihr gegenüber eine Vollständigkeitserklärung abgegeben hat mit der Versicherung, dass ihr alle Angaben, die für die Erstattung dieser Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig mitgeteilt wurden.

II. Die streitgegenständliche Strukturmaßnahme wurde wie folgt getroffen:

Mit Schreiben vom 26. März 2015 hat _____ der FEAG auf Grundlage des § 327a AktG das förmliche Verlangen übermittelt, die Hauptversammlung der FEAG möge über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf _____ als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen („Übertragungsverlangen“). Darüber hinaus wurde die FEAG darum gebeten, alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen. Die angemessene Barabfindung in Höhe von EUR 1.807,00 je Stückaktie der FEAG, die den Minder-

heitsaktionären zu zahlen ist, wurde auf Grundlage einer von der Gutachterin erstellten Stellungnahme festgelegt. Diese "Gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Forst Ebnath AG, Ebnath, und zur angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum 4. August 2015" vom 1. Juni 2015 war dem Übertragungsbericht als Anlage beigefügt. Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung hat

ihr Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mit Schreiben vom 3. Juni 2015 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung gegenüber der FEAG konkretisiert. Die außerordentliche Hauptversammlung der FEAG hat am 4. August 2015 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung der von dieser festgelegten Barabfindung beschlossen.

III. Das Vorgehen der Gutachterin:

Die Gutachterin ging bei ihrer Ermittlung des Unternehmenswertes wie folgt vor:

1. Ausgangspunkt der Begutachtung waren die wirtschaftlichen Grundlagen der FEAG, wie sie hinsichtlich der holzwirtschaftlichen Daten bereits dargestellt sind. Ergänzend ist folgendes in die Prüfung des Unternehmenswertes einzustellen:

Grundlage für die Geschäftsplanung und damit für den Unternehmenswert stellt für die Gutachterin die nachhaltige jährliche Einschlagsmenge dar, welche aus dem Holzvorrat und dem jährlichen Hiebsatz im für den gesamten forstlichen Grundbesitz erstellten Forstwirtschaftsplan von 2012 abgeleitet wird. Der Hiebsatz richtet sich nach der durchschnittlichen Zuwachsmenge und kann nach dem sog. Normalwaldmodell, das den Baumbestand nach dem Alter klassifiziert und von der Anpflanzung bis zur Ernte zeichnet, ermittelt werden. Hierbei hat der Forstbetrieb einen Gleichgewichtszustand zum Ziel, der auf Dauer kontinuierliche und möglichst gleich hohe Holznutzungen erlaubt. Im Forstwirtschaftsplan wurde für die Forst Ebnath AG ein durchschnittlicher nachhaltiger Holzeinschlag von 27.700 fm im Jahr ermittelt. Wurde dieses Volumen in den vergangenen Jahren aufgrund außerordentlich hoher Einschläge übertroffen, z.B. im Geschäftsjahr 2006/2007 infolge des Sturms Kyrill (Holzeinschlag von 55.441 fm) oder im Geschäftsjahr 2012/2013 durch Sturm- und Schneebruch, so wurde in den Folgejahren durch reduzierte Einschläge aus nachvollziehbarer Sicht der Gutachterin für Nachhaltigkeit gesorgt.

Die Holzpreisentwicklung stellt sich nach den Feststellungen der Gutachterin wie folgt dar:

Holzpreisentwicklung											
Währung: €	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14
Erlöse Stammholz	311.215	846.271	1.649.628	2.964.449	1.326.126	1.859.081	1.627.939	2.129.794	1.544.457	2.285.050	1.674.452
Fertige Erzeugnisse Holz							27.394	3.085			
Erlöse Industrieholz	557.060	653.225	181.443	291.788	33.288	64.940	56.874	260.549	65.355	294.268	209.238
Erlöse anderes Holz	1.702	1.416	419	677							
Erlöse Brennholz	19.966	24.575	26.763	46.543	39.773	77.740	67.996	189.737	165.008	173.506	107.134
Erlöse Gesamt	889.944	1.625.487	1.858.253	3.303.457	1.399.187	2.001.761	1.780.203	2.583.165	1.774.820	2.753.632	1.990.824
<i>Erlöseentwicklung</i>	23%	71%	22%	78%	-58%	43%	-11%	45%	-31%	55%	-28%
Einschlag gesamt (fm)	20.254	31.843	38.678	55.441	23.882	32.893	25.232	34.124	22.267	35.048	23.824
Durchschnittserlös pro fm	43,94	47,91	48,04	69,69	68,69	60,86	70,55	75,70	79,71	78,57	83,56

Der Gesamtumsatz der FEAG im Geschäftsjahr 2013/14 betrug rund EUR 2,0 Mio. und resultierte, wie auch der Jahresüberschuss, nahezu ausschließlich aus dem Holzverkauf. Der Holzpreis war in den letzten Jahren vor der Begutachtung gestiegen. Dies war, so die Gutachterin nachvollziehbar und plausibel, u.a. auf den damaligen Bauboom und auf freie Kapazitäten der holzverarbeitenden Sägewerke und der damit einhergehenden hohen Nachfrage zurückzuführen. Für die weitere Entwicklung ging die Gutachterin von einer Konsolidierung der Sägewerke aus und sah insoweit Risiken für eine weiter positive Holzpreisentwicklung.

Die Kundenstruktur der Forst Ebnath AG ist regional geprägt. Vermarktet wurde das Holz nach ökologischen Prinzipien. 92% des Holzabsatzes wurde an 13 inländische gewerbliche Kunden geliefert und 8% des Holzabsatzes gingen überwiegend als Energieholz an private regionale Kleinkunden. Die Gutachterin erwähnt in diesem Zusammenhang, dass ihr ein kundenseitiger Nachfrageüberschuss aufgrund von hohen Kapazitäten der Abnehmer und der Nachhaltigkeitsambitionen der Forst Ebnath AG angegeben wurde.

Die Gutachterin erläutert dann, auf welcher Basis sie die Zukunftsprognose für das Unternehmen gestellt hat. Grundlage für die Prognose der Zukunftserfolge ist, so die Gutachterin nachvollziehbar, eine Vergangenheitsanalyse. Denn ohne Kenntnis der in den Jahren vor dem Bewertungsstichtag bei vergleichbarer Geschäftsstruktur erzielten Ergebnisse ist für die Gutachterin eine Prognose zukünftiger Erfolge kaum auf Plausibilität überprüfbar. Die Gutachterin beschreibt weiter, wie sie für die Vergangenheitsanalyse die Finanzkennzahlen und Jahresabschlüsse der Forst Ebnath AG der Geschäftsjahre 2011/12 bis 2013/14 herangezogen hat. Bei der Vergangenheitsanalyse orientierte sie sich an der internen und externen Struktur der Forst Ebnath AG. Ausgehend von der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage analysierte sie die wirtschaftliche Entwicklung der Vergangenheit.

2. Die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der FEAG stellte sich für die Gutachterin für die Geschäftsjahre 2011/2012 bis 2013/2014 wie folgt dar:

- a) Die Vermögenslage:

Bilanz-Entwicklung der Forst Ebnath AG

Währung: €	IST		
	2011/12	2012/13	2013/14
Anlagevermögen	10.440.515	10.693.006	11.535.555
Umlaufvermögen	1.297.129	2.328.839	2.317.332
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	188.232	202.897	176.781
Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten	1.108.897	2.125.942	2.140.551
Rechnungsabgrenzungsposten	3.719	3.860	4.879
Aktive latente Steuern	32.961	48.432	58.383
Bilanzsumme	11.774.324	13.074.136	13.916.150
Eigenkapital	9.622.090	10.685.877	11.252.067
Sonderposten mit Rücklagenanteil	689.766	689.766	689.766
Rückstellungen	1.198.164	1.427.098	1.450.868
Pensionsrückstellungen	1.051.781	1.104.359	1.184.566
Steuerrückstellungen	786	118.193	70.637
Sonstige Rückstellungen	145.597	204.546	195.665
Verbindlichkeiten	198.113	212.371	470.817
Rechnungsabgrenzungsposten	66.191	59.024	52.632
Bilanzsumme	11.774.324	13.074.136	13.916.150
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>88%</i>	<i>87%</i>	<i>86%</i>
<i>Pensionsrückstellungen / Bilanzsumme</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>

Die Grundstücke des Anlagevermögens (gesamt im Geschäftsjahr 2013/14: EUR 11,5 Mio.) sind nach den Feststellungen der Gutachterin jeweils aufgeteilt in unbebaute Grundstücke (Grund & Boden: EUR 5,4 Mio.) und aufstehendes Holz (EUR 5,0 Mio.) und umfasst somit sowohl den Wald als auch Forstwege und Brücken (EUR 0,3 Mio.). Das eigengenutzte Forsthaus ist mit EUR 0,8 Mio. angesetzt. Das vorhandene Grundvermögen bzw. sonstige Anlagevermögen ist nicht mit Grundschulden oder Sicherheiten belastet. Das Umlaufvermögen besteht vornehmlich aus dem Kassenbestand bzw. Guthaben bei Kreditinstituten (EUR 2,1 Mio.). Die Forst Ebnath AG ist zu großen Teilen durch Eigenkapital finanziert und mit einer soliden Eigenkapitalquote (inkl. Sonderposten mit Rücklagenanteil) von rd. 86% ausgestattet. Der Sonderposten mit Rücklagenanteil umfasst nach der Prüfung der Gutachterin die steuerfreie Rücklage für die Bildung eines betrieblichen Ausgleichsfonds gemäß § 3 Forstschäden-Ausgleichsgesetz. Die verzinslichen Verpflichtungen umfassen im Wesentlichen die Pensionsrückstellungen von EUR 1,2 Mio. im Geschäftsjahr 2013/14. Die Diskontierung erfolgt mit

einem Rechnungszins von 4,73% p.a., dem eine pauschale Restlaufzeit von 15 Jahren zugrunde liegt. Das Verhältnis der Pensionsverpflichtungen zur Bilanzsumme beträgt rd. 9%. Die Verbindlichkeiten von EUR 0,5 Mio. im Geschäftsjahr 2013/14 umfassen erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen von EUR 0,3 Mio. und sonstige Verbindlichkeiten von EUR 0,2 Mio.

b) Die Ertragslage:

Zur Ertragslage stellte die Gutachterin Folgendes fest:

aa) Umsatzgenese:

Ihre Umsätze erwirtschaftet die Forst Ebnath AG fast ausschließlich aus den Erlösen durch den Holzverkauf. Im Geschäftsjahr 2013/14 wurden 23.824 fm (Vorjahr 35.048) Holz zu einem durchschnittlichen Holzpreis von EUR 83,56 (Vorjahr: EUR 78,57) verkauft. Der Preis des Holzes schwankt zwischen den genannten Regionen und liegt zwischen EUR 77,63 in der Region „Thurnau“ und EUR 94,86 in der Region „Hessenreuther Wald“. Die Schwankung der Holzerträge über die Jahre korreliert mit der jeweiligen jährlichen Einschlagsmenge. Die Forst Ebnath AG beauftragt für die Ernte und Waldpflege hauptsächlich externe Subunternehmen. Die Materialaufwendungen betreffen in voller Höhe Aufwendungen für bezogene Leistungen und hier insbesondere Aufwendungen für Fäll- und Rückarbeiten (TEUR 301,6) und für Wegeinstandhaltung (TEUR 143,8). Der Personalaufwand betrifft Gehälter, Sozialabgaben und Aufwendungen für Altersversorgung von Vorstand, einer Assistenz und drei Waldarbeitern. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten im Wesentlichen Raumkosten, Versicherungsbeiträge, Reparaturen sowie Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten. Die Abschreibungen beziehen sich im Wesentlichen auf Forstwege, Fahrzeuge und die Betriebs- und Geschäftsausstattung. Das Finanzergebnis ist auf Zinsaufwendungen für Pensionsverpflichtungen zurückzuführen. Bei den Steuern handelt es sich im Wesentlichen um die Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag. Die Gutachterin hat die historischen Ergebnisse im Hinblick auf außerordentliche, d.h. nicht nachhaltige Einflüsse untersucht und keine wesentlichen Sondereffekte identifiziert.

bb) Das Marktumfeld

Die Forst Ebnath AG betätigt sich als forstwirtschaftliches Unternehmen mit der Bewirtschaftung forst- und landwirtschaftlicher Flächen in Deutschland. Dabei ist das Unternehmen hauptsächlich vom Handelspreis des Rohstoffs Holz und von externen Faktoren wie der Nachfrage der nachgelagerten Industrien oder Umwelteinflüsse (z. B. Witterung, Klimawandel) und dem Zustand des Waldes abhängig. Die Forst Ebnath AG verkauft nach den Feststellungen der Gutachterin ihr Holz an regionale Abnehmer und in der Vergangenheit war laut dem Management die Nachfrage stets höher als die durch die Forst Ebnath AG angebotene Menge an Festmeter Holz. Hinsichtlich der weiteren Aussichten der Marktentwicklung griff die Gutachterin auf den ifo-Geschäftsklimaindex zurück. Der ifo-Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft ist danach zum Ende des 1. Quartals 2015 weiter angestiegen. Laut ifo-Institut war die deutsche Wirtschaft zum damaligen Zeitpunkt im Aufschwung

und expandiert weiter. Besonders im Einzel- und Großhandel und im verarbeitenden Gewerbe konnten gute Werte für das vergangene Quartal erzielt werden. Im Bauhauptgewerbe war der Klimaindikator nach wie vor auf einem hohen Niveau, obwohl eine erneute Eintrübung des Geschäftsklimas zu beobachten war. Eine leichte Abschwächung des weiterhin vorhandenen Baubooms war für die Gutachterin zu erkennen. In ihre Betrachtung bezog diese weiter ein die Situation der Holzverarbeitenden Industrie, der Forstwirtschaft und die Preisentwicklung für die jeweiligen Holzkategorien (Nadelstamm-, Laubstamm-, Industrie- und Energieholz).

c) Das Bewertungsverfahren

Die Gutachterin schildert danach die methodischen Grundlagen, auf denen sie die Bewertung der FEAG vollzogen hat.

aa) Das Ertragswertverfahren

Die Unternehmensbewertung erfolgte danach nach dem sog. Ertragswertverfahren und damit auf in dem IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. gefunden, der die Auffassung des Berufsstandes darlegt, nach der Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Da die Bewertung im vorliegenden Fall vor dem Hintergrund gesellschaftsrechtlicher Anforderungen erfolgt, wurde nach Darstellung der Gutachterin ein objektiver Unternehmenswert ermittelt. Gemäß § 327b Abs. 1 AktG müssen – dies konstatiert die Gutachterin zutreffend – bei der Ermittlung der Höhe der Barabfindung für einen Squeeze Out die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigt werden. Die angemessene Barabfindung ist so zu ermitteln, dass die ausscheidenden Minderheitsaktionäre gegenüber einem Verbleib wirtschaftlich nicht schlechter gestellt werden. Dementsprechend ist auch für die Gutachterin die Gesellschaft unter Berücksichtigung des am Bewertungsstichtag vorhandenen Vermögens sowie der daraus erwarteten Ertragskraft zu bewerten. Die Gutachterin erläuterte sodann die einzelnen Elemente der Unternehmensbewertung wie Stichtagsprinzip, die vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensplanung, die Ausschüttungspolitik, die Berücksichtigung von zum Stichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen und dokumentierten Synergieeffekten, ertragsteuerliche Einflüsse, die Methodik der Ermittlung des sich aus den Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag zusammensetzenden Kapitalisierungszinssatzes (Betafaktor eingeschlossen), den Wachstumsabschlag und das nicht betriebsnotwendige Vermögen.

bb) Liquidations- und Substanzwert:

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensteile des Unternehmens gesondert zu veräußern, so ist, wie die Gutachterin zutreffend ausführt, die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse (der sogenannte Liquidationswert) als Unternehmens(mindest)wert anzusetzen. Diese Bewertungsmethode liegt insbesondere bei sehr

schlechter Ertragslage nahe.

cc) Forstwirtschaftliche Bewertungsverfahren:

Die Gutachterin trug auch dem Umstand Rechnung, dass es für die Forstwirtschaft ein eigenes Unternehmensbewertungsverfahren gibt. Als eine verbreitete forstwirtschaftliche Bewertungsmethode fand die Gutachterin das sog. Abtriebswertverfahren. Der Waldwert setzt sich nach dem Abtriebswertverfahren nach den Feststellungen der Gutachterin zusammen aus

- dem erwarteten erntekostenfreien Holzerlös der hiebsreifen Bäume, den man bei Verkauf des Holzes unter Abzug der Kosten der Ernte erzielen kann (Abtriebswert),
- dem Ertragsverlust, der bei sofortiger Ernte entsteht, wenn das Holz noch nicht erntereif ist (Hiebsunreife) und
- dem Ertragswert der nachhaltigen Deckungsbeiträge des holzleeren Waldbodens (Bodenertragswert).

Der nach dem Abtriebswertverfahren ermittelte Waldwert stellt aus Sicht der Gutachterin eine rein kalkulatorische Größe dar, da der sofortige Einschlag des gesamten Holzvorratsvermögens sicherlich nicht mit den waldgesetzlichen Erfordernissen einer ordnungsgemäßen Forstwirtschaft vereinbar wäre. Unternehmensspezifische Vermögenswerte und Verpflichtungen, sonstige Erträge, Aufwendungen und Steuern werden nicht berücksichtigt. Damit kann das Abtriebswertverfahren nicht für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung für Anteile an einem Unternehmen verwendet werden. Dennoch beauftragte die Gutachterin im Rahmen ihrer Unternehmensbewertung

von der Technischen Universität München beauftragt, den Abtriebswert des Holzvorrates der Forst Ebnath AG zu ermitteln, um die Plausibilität wesentlicher forstwirtschaftlicher Inputfaktoren im Rahmen der Unternehmensbewertung sicher zu stellen.

dd) Der Börsenkurs:

Die Aktien der Forst Ebnath AG werden nach den Feststellungen der Gutachterin in Deutschland an der Frankfurter Wertpapierbörse (Freiverkehr) und der Berliner Wertpapierbörse (regulierter Markt) gehandelt. Der Wert der Gesellschaft kann daher – so das Gutachten nachvollziehbar – auch anhand der aus dem Aktienkurs abgeleiteten Marktkapitalisierung der Forst Ebnath AG bestimmt werden. Allerdings lässt die Gutachterin gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung gelten, da der Börsenkurs grundsätzlich auch von zahlreichen Sonderfaktoren abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann. Sonderfaktoren sind für sie insbesondere die Größe und Enge des Marktes, zufallsbedingte Umsätze sowie spekulative und sonstige nicht wertbezogene Einflüsse.

Die Gutachterin bezog auch die einschlägige Rechtsprechung zur Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmenswertbestimmung in ihre Erwägungen ein. Wie sie zutreffend ausführt, hat das Bun-

desverfassungsgericht am 27. April 1999 (Az.: 1 BvR 1613) entschieden, dass die zu gewährende volle Entschädigung bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung für außenstehende Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen darf, der wiederum bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden kann. Der Börsenkurs ist danach eine Untergrenze der Unternehmenswertbestimmung, die – auch dies betont die Gutachterin – ausnahmsweise unterschritten werden kann, wenn der Börsenwert nicht den Wert der Aktie widerspiegelt.

d) Das konkrete Vorgehen der Gutachterin:

Bei ihrer Prüfung ging die Gutachterin wie folgt vor:

aa) Zunächst erfasste sie formal die Ausgangssituation ihrer Begutachtung: Das Bewertungsobjekt war die Forst Ebnath AG. Der Bewertungsstichtag ist der 4. August 2015. Die Forst Ebnath AG wurde nach dem Ertragswertverfahren und dem Liquidationswertverfahren bewertet. Grundlage für die Prognose der Zukunftserfolge ist die bereits dargestellte Vergangenheitsanalyse; denn ohne Kenntnis der in den Jahren vor dem Bewertungsstichtag bei identischer Geschäftsstruktur erzielten Ergebnisse ist eine Prognose zukünftiger Erfolge kaum auf Plausibilität überprüfbar. Die für die Forst Ebnath AG vorgenommene Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung für die vergangenen Geschäftsjahre diente dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse festgestellten unwesentlichen Sondereffekte wirkten sich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung allein auf den Ergebnissen der zukünftigen Geschäftsjahre beruht. Somit diente die Analyse der Vergangenheit lediglich der Einschätzung der Plausibilität der Planung. Grundlage hierfür war eine Analyse der Geschäfts- und Ergebnisentwicklung der vorangegangenen Geschäftsjahre 2011/12 bis 2013/14. Die Vergangenheitsanalyse wurde vor dem Hintergrund der vorherrschenden Marktentwicklung und den Wettbewerbsbedingungen durchgeführt. Die Steuerung und Planung der Forst Ebnath AG basierte auf einem jährlich rollierenden Planungsprozess. Die Planungsrechnung besteht aus einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und einer Bilanzplanung für die Geschäftsjahre 2014/15 bis 2023/24. Die Planungsrechnung vom 12. Mai 2015 enthält die anlassbedingte Änderung der Planung durch die Forst Ebnath AG aufgrund der Stürme Mike und Niklas am 30./31. März 2015 sowie eine Aktualisierung des Aufsatzpunktes auf das tatsächlich erreichte Ergebnis 2013/2014.

bb) Die Ableitung des Ertragswerts basiert nach der Darlegung der Gutachterin auf dieser durch die Geschäftsleitung der Forst Ebnath AG erstellten Unternehmensplanung für das operative Geschäft. Die Ermittlung des Ertragswertes erfolgte dabei nach der sogenannten Phasenmethode, die zwischen dem Detailplanungszeitraum (Phase I) für die Geschäftsjahre 2014/15 bis 2023/24 und der der Geschäftsjahre ab 2024/25 ff. (Phase II) für die Zukunftserfolgswerte als ewige Rente auf Basis des Geschäftsjahrs 2023/2024 unterscheidet. fortgeschrieben und implizit nach Maßgabe des Wachstumsabschlags im Kapitalisierungszinssatz als geometrisch-progressive Wachstumsreihe bewertet. Die Gutachterin betont, die wesentlichen Planungsannahmen kritisch anhand von externen Quellen und der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Informationen geprüft und analysiert zu haben. Sie

nahm danach Plananpassungen vor, um aus ihrer Sicht ungeklärte Steigerungen bei Personalkosten, Abschreibungen und gewährten Skonti zu eliminieren. Als Sonderwert wurde die freie Liquidität und Wertpapiere angesetzt. Der Unternehmenswert der Forst Ebnath AG ergibt sich aus dem Ertragswert sowie dem als Sonderwert erfassten Vermögen. Das Zinsergebnis und die Steuern wurden, so die Gutachterin, aufgrund dieser bewertungsmethodischen Annahmen gutachterlich neu ermittelt.

- cc) In der Detailplanungsphase von 2014/15 bis 2023/24 basiert die Prognose des operativen Geschäfts auf der aktuellen Unternehmensplanung und dem Forstwirtschaftsplan der Forst Ebnath AG. Der Forstwirtschaftsplan wird – so die Gutachterin – für einen Zeitraum von zehn Jahren erstellt. Dort ist neben der Analyse des vorhandenen Waldbestands (Holzvorrat, Zuwachs, Umtrieb) vor allem der künftige (nachhaltige) Holzeinschlag (Hiabsatz) geplant. Der Hiabsatz legt die Holzmenge in Festmetern (fm) fest, die pro Jahr wirtschaftlich genutzt werden kann.

Die geplante Gewinn- und Verlustrechnung der Forst Ebnath AG stellt sich für die Gutachterin wie folgt dar:

Währung: €	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Umsatzerlöse	2.080.500	2.357.981	2.359.920	2.371.720	2.383.579	2.395.496	2.407.474	2.419.511	2.431.609	2.443.767
Sonstige betriebliche Erträge	72.000	73.000	74.000	75.000	76.000	77.000	78.000	79.000	80.000	80.000
Materialaufwand	(450.000)	(495.176)	(495.583)	(498.061)	(500.552)	(503.054)	(505.570)	(508.097)	(510.638)	(513.191)
Personalaufwand	(399.000)	(418.950)	(439.898)	(461.892)	(484.987)	(509.236)	(534.698)	(561.433)	(589.505)	(618.980)
Abschreibungen	(90.000)	(90.000)	(90.000)	(90.000)	(90.000)	(90.000)	(90.000)	(90.000)	(90.000)	(90.000)
Sonst. betriebl. Aufwendungen	(133.159)	(133.825)	(134.494)	(135.167)	(135.843)	(136.522)	(137.205)	(137.891)	(138.580)	(139.273)
Operatives Ergebnis	1.080.341	1.293.029	1.273.945	1.261.600	1.248.197	1.233.684	1.218.002	1.201.090	1.182.886	1.162.323
operative Marge	52%	55%	54%	53%	52%	52%	51%	50%	49%	48%

Diese Planung hat die Gutachterin analysiert. Für Zwecke der Bewertung gewährte Skonti, Personalaufwendungen und Abschreibungen wurden reduziert. Dies führt zu folgender Erhöhung der angepassten operativen Ergebnisse:

Währung: €	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Gutachterliche Anpassungen:										
Skonti	-	-	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.000
Personalaufwand	-	4.253	23.127	43.038	64.038	86.182	109.529	134.138	160.073	187.401
Abschreibungen	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Summe	20.000	24.253	53.127	73.038	94.038	116.182	139.529	164.138	190.073	216.401
Anpassung der operativen Marge	1%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%

Daraus ergibt sich für die Gutachterin die bereinigte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der Forst Ebnath AG wie folgt:

Währung: €	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Geplanter Holzeinschlag in fm	24.500	27.700	27.700	27.700	27.700	27.700	27.700	27.700	27.700	27.700
Geplante Holzpreisentwicklung	83,00	83,42	83,83	84,25	84,67	85,10	85,52	85,95	86,38	86,81
Umsatzerlöse	2.080.500	2.357.981	2.369.920	2.391.720	2.393.579	2.405.496	2.417.474	2.429.511	2.441.609	2.453.767
davon: Holztrag	2.033.500	2.310.596	2.322.148	2.333.759	2.345.428	2.357.155	2.368.941	2.380.786	2.392.690	2.404.653
davon: Pacht	45.000	45.225	45.451	45.678	45.907	46.136	46.367	46.599	46.832	47.066
davon: Wildbret	32.000	32.160	32.321	32.482	32.645	32.808	32.972	33.137	33.303	33.469
davon: Sonstiges	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.200)	(30.401)	(30.603)	(30.806)	(31.010)	(31.215)	(31.421)
Sonstige betriebliche Erträge	72.000	73.000	74.000	75.000	76.000	77.000	78.000	79.000	80.000	81.000
Materialaufwand	(450.000)	(495.176)	(495.583)	(498.061)	(500.552)	(503.054)	(505.570)	(508.097)	(510.638)	(513.191)
Personalaufwand	(399.000)	(414.698)	(416.771)	(418.855)	(420.949)	(423.054)	(425.169)	(427.295)	(429.431)	(431.579)
davon: Löhne & Gehälter	(304.500)	(319.725)	(321.324)	(322.930)	(324.545)	(326.168)	(327.798)	(329.437)	(331.085)	(332.740)
davon: Sozialabgaben	(94.500)	(94.973)	(95.447)	(95.925)	(96.404)	(96.886)	(97.371)	(97.858)	(98.347)	(98.839)
Abschreibungen	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)
Sonst. betriebl. Aufwendungen	(133.159)	(133.825)	(134.494)	(135.167)	(135.843)	(136.522)	(137.205)	(137.891)	(138.580)	(139.273)
Operatives Ergebnis	1.100.341	1.317.292	1.327.072	1.334.637	1.342.235	1.349.866	1.357.531	1.365.228	1.372.960	1.380.724
operative Marge	53%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%

Die Umsatzerlöse werden nach den Feststellungen der Gutachterin nahezu vollständig aus dem Holzverkauf erzielt. Kleine Beträge werden durch den Verkauf von Wildbret und durch Pachteinnahmen erzielt. Somit sind – so die Gutachterin nachvollziehbar und plausibel – die Umsätze von der geplanten Holzeinschlagsmenge und dem Holzpreis und dessen Entwicklung abhängig. Der Vorstand der FEAG hat sich nach der Gutachterin bei der Planung der Einschlagsmengen an den Ergebnissen des Forstwirtschaftsplans orientiert, in dem ein durchschnittlicher nachhaltige Holzeinschlag von 27.700 fm ermittelt wurde. Für das Geschäftsjahr 2014/15 wurde abweichend von dem Forstwirtschaftsplan zunächst mit einem Holzeinschlag von 22.000 fm geplant, um dem überplanmässig hohen Holzeinschlag der vergangenen Jahren Rechnung zu tragen und die nachhaltige wirtschaftliche Nutzung wieder herzustellen. Bedingt durch die Stürme Mike und Niklas im Frühjahr 2015 wurde die Prognose für den Holzeinschlag auf 24.500 fm erhöht. Für die weiteren Geschäftsjahre des Planungszeitraums wird mit dem im Forstwirtschaftsplan definierten Hiebsatz von 27.700 fm geplant. Die Forst Ebnath AG plante danach für das Geschäftsjahr 2014/15 mit einem Holzpreis von EUR 83,00 pro fm und rechnete in den folgenden Jahren mit einer Preissteigerung von jährlich 0,5%. Somit steigen laut Gutachterin die Umsatzerlöse von rd. EUR 2,1 Mio. auf rd. EUR 2,5 Mio.

Die Gutachterin spezifiziert sodann die Materialaufwendungen, den Personalaufwand, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und die Abschreibungen. Das sich ergebende operative Ergebnis weist im Geschäftsjahr 2014/15 einen Wert von EUR 1,1 Mio. auf, was für die Gutachterin eine operative Marge von rd. 53% bedeutet.

- dd) Anschließend befasste sich die Gutachterin mit der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses. Für die Jahre 2024/25 ff. (Phase II, bzw. ewige Rente) wurde ein Ergebnis angesetzt, das im langfristigen Durchschnitt konjunkturzyklusübergreifend für erzielbar erachtet wird. Ausgangspunkt zur Ableitung

des nachhaltigen Ergebnisses war die mit dem Wachstumsabschlag fortgeschriebene Umsatzprognose für das Planjahr 2023/24. Als nachhaltiger Wachstumsabschlag wurde 0,5% angenommen, wie dies auch das Management geplant hatte.

- ee) Diese Betrachtung mündet in die Ableitung der zu erwartenden Jahresüberschüsse auf Basis der jeweiligen operativen Ergebnisse.

Planungsanpassungen der Forst Ebnath AG

Währung: €	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Operatives Ergebnis	1.100.341	1.317.282	1.327.072	1.334.637	1.342.235	1.349.866	1.357.531	1.365.228	1.372.960	1.380.724
Finanzergebnis	(17.205)	(19.285)	(19.049)	(18.808)	(18.633)	(18.526)	(18.419)	(18.313)	(18.206)	(18.099)
Steuern vom Einkommen und Ertrag	(168.956)	(200.995)	(202.619)	(203.882)	(205.160)	(206.422)	(207.689)	(208.962)	(210.240)	(211.523)
Sonstige Steuern (Grundsteuer)	(28.124)	(27.886)	(27.649)	(27.411)	(27.174)	(26.936)	(26.699)	(26.461)	(26.224)	(25.986)
Jahresüberschuss	888.056	1.069.116	1.077.755	1.084.526	1.091.269	1.097.982	1.104.723	1.111.493	1.118.290	1.125.116

Das Finanzergebnis umfasst nach den Feststellungen der Gutachterin Zinsaufwendungen für Pensionen; dem stehen Zinsen aus kurzfristigen Guthaben bei Kreditinstituten von 0,2% gegenüber. Die Steuern vom Einkommen und Ertrag betreffen die Körperschaftssteuer von 15% zuzüglich des Solidaritätszuschlags von 5,5%. Bei den sonstigen Steuern handelt es sich nach der Gutachterin um die Grundsteuern. Die Steigerung bei den Jahresüberschüssen entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg um 2,4%.

- ff) Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze wurden wie folgt von der Gutachterin ermittelt:

Kapitalisierungszinssatz der Forst Ebnath AG

	Phase I										Phase II
	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	TV
Kapitalisierungszinssatz											
Basiszinssatz (vor Steuern)	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Pauschale Abgeltungsteuer (inkl. SolZ)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszinssatz (nach persönlicher Einkommensteuer)	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Marktrisikoprämie (nach persönlicher Steuern)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta Faktor (unverschuldet)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Beta Faktor (verschuldet)	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
Risikozuschlag	2,84%	2,85%	2,85%	2,86%							
Kapitalisierungszinssatz (vor Wachstumsabschlag)	3,58%	3,58%	3,59%	3,59%	3,60%	3,60%	3,60%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%
Wachstumsabschlag											0,50%
Kapitalisierungszinssatz (inkl. Wachstumsabschlag)	3,58%	3,58%	3,59%	3,59%	3,60%	3,60%	3,60%	3,59%	3,59%	3,58%	3,09%

Auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank ergab sich für die Gutachterin bei Abschluss der Bewertungsarbeiten ein Basiszinssatz (vor Abzug der persönlichen Einkommensteuer, gerundet auf 1/4 Prozentpunkt) von 1,00%. Als Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern wurde ein Wert von 5,5% herangezogen. Vor dem Hintergrund der besonderen Langfristigkeit und Nachhaltigkeit des Waldes verminderte die Gutachterin den unverschuldeten Betafaktor für die Forst Ebnath AG anlassbezogen auf 0,5 vermindert, obwohl sich ein höherer Wert ergeben hätte, wäre der Faktor nur anhand der gebildeten Peer-Group ermittelt worden. Hieraus ergibt sich für die Gutachterin ein periodenspezifischer verschuldeter Betafaktor von rund 0,52 und ein Risikozuschlag von 2,84% bis 2,86%.

gg) Für die Geschäftsjahre ab 2024/25 ff. wurde ein Wachstumsabschlag in Höhe von 0,50% angesetzt. Für den Zeitraum davor verzichtete die Gutachterin auf den Ansatz eines Wachstumsabschlags, da die Erträge und Aufwendungen nominal geplant wurden.

hh) Der Ertragswert der Forst Ebnath AG wurde von der Gutachterin auf Grundlage der Planungsrechnungen für die Geschäftsjahre 2014/15 bis 2023/24 ermittelt und ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Ergebnisse. Ausgangspunkt der Berechnung ist der Jahresüberschuss.

Forst Ebnath AG: Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

Währung: € 000	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	TV
Jahresüberschuss	888	1.069	1.078	1.085	1.091	1.098	1.105	1.111	1.118	1.125	1.165
Gewinnverwendung											
Dividende an Anteilseigner	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216	349
Pauschale Abgeltungssteuer auf Dividende (inkl. SoZ)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(92)
Nettoausschüttung	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159	257
Wertbeitrag aus Thesaurierung	672	853	862	869	875	882	889	895	902	909	815
Pauschale Abgeltungssteuer auf Wertbeitrag aus Thesaurierung (inkl. SoZ)	(89)	(113)	(114)	(115)	(115)	(116)	(117)	(118)	(119)	(120)	(108)
Wertbeitrag aus Thesaurierung (nach persönlicher Einkommensteuer)	583	741	748	754	760	766	772	777	783	789	708
Zu kapitalisierende Ergebnisse (in TEUR)	742	900	907	913	919	925	931	936	942	948	965

ii) Ihr weiteres Vorgehen erläuterte die Gutachterin wie folgt: Bei der Ableitung des Ertragswerts wurden die zu kapitalisierenden Ergebnisse zunächst unter Anwendung der abgeleiteten Kapitalisierungszinssätze auf den technischen Bewertungsstichtag 1. Oktober 2014 (Geschäftsjahresbeginn) berechnet. Anschließend erfolgte eine Aufzinsung des Ertragswertes mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 4. August 2015. Der Bewertungsstichtag entspricht dem Datum der außerordentlichen Hauptversammlung der Forst Ebnath AG. Der Ertragswert zum 4. August 2015 beträgt damit rd. EUR 30,3 Mio:

Forst Ebnath AG: Ableitung des Ertragswerts

Währung: € 000	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	TV
Zu kapitalisierende Ergebnisse	742	900	907	913	919	925	931	936	942	948	965
Wertableitung											
Barwertfaktor	0,9654	0,9320	0,8998	0,8686	0,8384	0,8093	0,7812	0,7541	0,7279	0,7027	22,7184
Barwert der zu kapitalisierenden Ergebnisse	717	839	816	793	770	748	727	706	686	666	21.924
Ertragswert zum technischen Bewertungsstichtag 1. Oktober 2014	29.393										
Aufzinsungsfaktor	1,0301										
Ertragswert zum Bewertungsstichtag 4. August 2015	30.278										

Zu diesem Zahlenwerk stellt die Gutachterin fest:

Saisonalität der Ernteperiode in den Monaten September bis März und die schnelle Fakturierung und Zahlung der Kunden führt dazu, dass die Liquidität zum 30. September vollständig als nicht betriebsnotwendig gewürdigt werden kann. Die Forst Ebnath AG verfügte zum Beginn des Geschäftsjahrs 2014/2015 über TEUR 716 Wertpapiere und TEUR 2.141 liquide Mittel. Hiervon wurden auf Basis des Beschlusses der ordentlichen Hauptversammlung Dividenden von TEUR 216 ausgezahlt, die nicht mehr in der Bewertungsbasis enthalten sind. Die Wertpapiere dienen der Besicherung des betrieblichen Ausgleichsfonds gemäß § 3 des Forstschäden-Ausgleichsgesetzes. Für Bewertungszwecke erscheint eine gesonderte Bewertung der Wertpapiere unter Inkaufnahme der steuerpflichtigen Auflösung des Sonderpostens mit Rücklagenanteil vorteilhafter als eine verzinsliche Anlage. Insgesamt ergibt sich für die Gutachterin ein Wert der nicht betriebsnotwendigen Wertpapiere und Liquidität von TEUR 2.532.

jj) Unternehmens- und Aktienwert bestimmte die Gutachtern danach wie folgt:

Der Unternehmenswert der Forst Ebnath AG beläuft sich nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung des gesondert zu bewertenden Vermögens gemäß unten stehender Darstellung zum Bewertungsstichtag auf EUR 32,8 Mio.

Forst Ebnath AG: Ableitung des Unternehmenswertes

Ertragswert zum Bewertungsstichtag 4. August 2015	30.278
Gesondert zu bewertendes Vermögen zum 4. August 2015	2.532
Unternehmenswert zum 4. August 2015	32.810

Quelle: EY

Für den Wert der einzelnen Aktie bedeutet dies:

Forst Ebnath AG: Unternehmenswert pro Aktie	
Unternehmenswert zum 4. August 2015	32.810
Anzahl der Aktien	54.000
Unternehmenswert pro Aktie zum Bewertungsschichtag 4. August 2015 (In EUR)	607,59

Bei Aufteilung des Unternehmenswertes der Forst Ebnath AG zum 4. August 2015 auf 54.000 Stückaktien beläuft sich der Wert damit auf EUR 607,59 je Stückaktie.

jj) Diesen Wert gleich die Gutachterin mit dem Liquidationswert der FEAG ab.

Zur Ermittlung des Liquidationswertes wurde der geprüfte Jahresabschluss nach HGB zum 30. September 2014 zugrunde gelegt. Werterhellende Tatsachen, die sich nach dem 1. Oktober 2014 bis zum Ende der Untersuchungen (Ende Mai 2015) der Gutachterin ergeben haben, wurden bei der Bewertung berücksichtigt. Der ermittelte Liquidationsgewinn zinst die Gutachterin auf den Tag der außerordentlichen Hauptversammlung (04.08.2015) mit dem risikofreien Basiszins nach persönlicher Einkommensteuer auf. Eine isolierte Veräußerung von Holz und Boden war aus Sicht der Gutachterin nicht möglich, da durch die nachhaltige forstwirtschaftliche Bewirtschaftung nur bestockte Flächen veräußert werden können. Bei der Ableitung des Liquidationswertes wird daher auf die Liquidation bestockter forstwirtschaftlicher Flächen abgestellt. Die Vergleichstransaktionen der Forst Ebnath AG beziehen sich auf den Stichtag 11.05.2015.

Auch den Grundbesitz des Unternehmens untersuchte die Gutachterin im Hinblick auf eine hypothetische Liquidation. Die Bodenflächen der Forst Ebnath AG lassen sich danach in Holz- und Nicht-holzbodenflächen (einschließlich Forststraßen und Holzlagerplätze) sowie in landwirtschaftliche Wiesen und Äcker einteilen. Dabei macht die Holzbodenfläche nach der Gutachterin rund 95% der gesamten bewirtschafteten Flächen aus. Die Liquidationswerte hat die Gutachterin zum einen für Holz- und Nicht-holzböden und zum anderen für landwirtschaftliche Wiesen und Äcker separat ermittelt. Ein möglicher Liquidationswert des Waldes hängt – so die Gutachterin plausibel – neben der Qualität des Bestandes (Bestockung, Bodenqualität, Lage und klimatischen Bedingungen) auch von der Zerschlagungsintensität (Grad der Aufsplitterung der Vermögensgegenstände bei Liquidation) sowie subjektiven Einschätzungen potenzieller Käufer ab. Die Gutachterin bedauerte in diesem Zusammenhang, dass sie nicht auf eine valide Datenbasis mit Transaktionen vergleichbarer Waldflächen zurückgreifen konnte. Sie rang sich dazu durch, für die Bestimmung des Liquidationswertes wie folgt vorzugehen:

Die Gutachterin hat danach für die Ableitung des Liquidationswerts den durchschnittlichen volumengewichteten Preis der Holzbodenerwerbe der Forst Ebnath AG seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 von EUR 9.982 pro ha angesetzt. Für eine Holzbodenfläche von

3.356,6 ha ergibt sich hieraus ein Liquidationswert von EUR 33,51 Mio. Für Nichtholzbodenflächen von 118,0 ha ergibt sich ein Liquidationswert von EUR 1,18 Mio. Für Wiesen und Äcker lag der durchschnittliche Kaufpreis bei EUR 21.071 pro ha. Bezogen auf eine Fläche von 114,5 ha ergibt sich für Wiesen und Äcker ein Liquidationswert von EUR 2,41 Mio. Bei einer Veräußerung von größeren Waldflächen kalkulierte die Gutachterin verhältnismäßige Veräußerungskosten ein. Aus diesem Grund wurde ein pauschaler Abschlag für Liquidationskosten in Höhe von 2,0% auf den Liquidationswert aller Grundstücke angenommen. Das relativ neuwertige Gebäude und die Außenanlagen sind mit den historischen Anschaffungskosten angesetzt.

Den Liquidationswert je Aktie ermittelte die Gutachterin wie folgt:

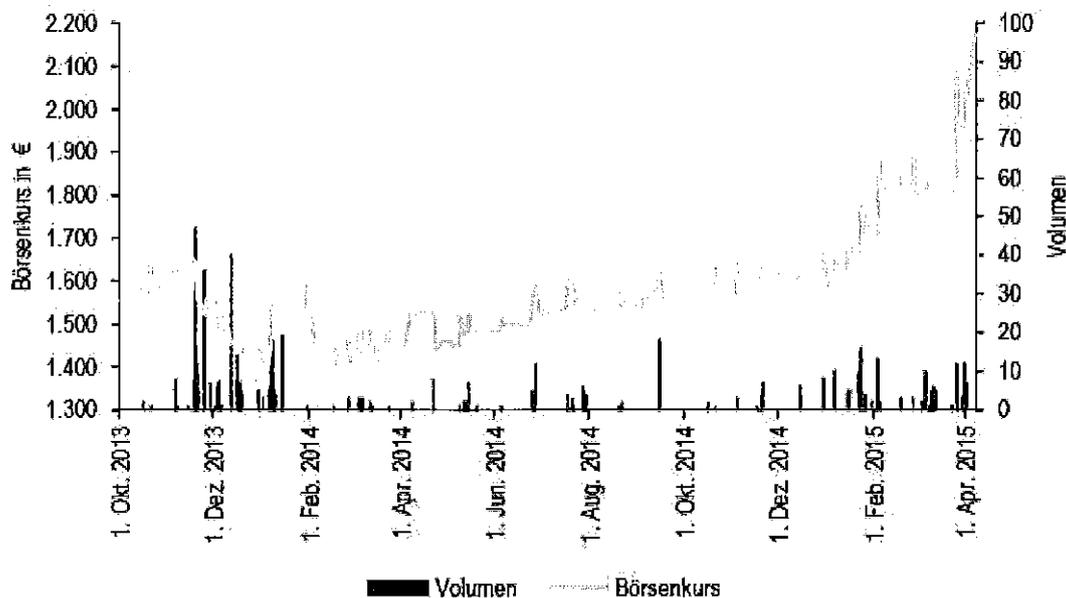
Ermittlung des Liquidationswerts je Aktie	
<i>Währung: € 000</i>	<i>Werte</i>
Liquidationserlöse vor Steuern	39.085
Liquidations- und Abfindungskosten	(742)
Steuerlicher Buchwert	11.563
Unternehmenssteuern auf Liquidationsgewinn	(4.238)
Gewinnanteil Geschäftsjahr 2014/15 bis zum 4. August 2015	930
Liquidationswert zum Bewertungstichtag	35.035
Anzahl der Aktien	54.000
Liquidationswert je Aktie zum Bewertungstichtag	648,80

kk) Auch diesen Wert setzte die Gutachterin in Relation zum Börsenkurs:

Zutreffend führt die Gutachterin aus, dass der Ermittlung des grundsätzlich relevanten Börsenkurses ein Referenzzeitraum zugrunde zu legen ist, der aus dem Mittel der Börsenkurse der letzten drei Monate vor der beschlussfassenden Hauptversammlung gebildet wird. Dabei legte sie folgendes Zahlenwerk ihrer Betrachtung zugrunde:

Börsenkurs der Forst Ebnath AG (1.10.2013 bis 01. 04.2015)

Quelle: Capital IQ



Unter Heranziehung der herrschenden Meinung und einschlägigen Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts definierte die Gutachterin den der Wertermittlung zugrunde zu legenden Dreimonatszeitraum und stellte für die Ermittlung des umsatzgewichteten Durchschnittskurses zutreffend auf den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) errechneten Kurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG Angebotsverordnung ab. Der ermittelte durchschnittliche umsatzgewichtete Börsenkurs der Aktie der Forst Ebnath AG im Dreimonatszeitraum bis einschließlich zum 25. März 2015 („Drei-Monats-Durchschnittskurs“) beträgt danach EUR 1.807,00. Die Gutachterin hinterfragte die Relevanz dieses Wertes im Hinblick auf den Umfang des Handelsvolumens der Aktie an manchen Tagen, erkannte aber trotz entsprechender Indizien keine Marktengung, die die Relevanz des vorgenannten Betrages in Frage stellen könnte.

- II) Die Gutachterin stellte auch weitere Vergleichsbetrachtungen an. So nahm sie eine vergleichende Marktbewertung vor auf der Basis einer von ihr gebildeten Gruppe vergleichbarer Unternehmen und prüfte Abtriebs- und Waldwert nach dem Abtriebsverfahren. Alle Werte blieben weit hinter dem Aktienkurs

zurück.

mm) Der objektivierte Unternehmenswert der Forst Ebnath AG zum Stichtag 4. August 2015 ergab sich für die Gutachterin aus dessen Ertragswert zuzüglich des Wertes des gesondert bewerteten Vermögens. Er beträgt rund EUR 32,8 Mio. Daraus ermittelt sich bei 54.000 Aktien ein anteiliger objektivierter Unternehmenswert pro Aktie in Höhe von EUR 607,59. Der von der Gutachterin ermittelte Liquidationswert je Aktie liegt mit EUR 648,80 über diesem Betrag. Der Börsenwert war damit für die Gutachterin für die Unternehmensbewertung ausschlaggebend.

3. Mit Beschluss vom 14.04.2015, abgeändert durch Beschluss vom 13.05.2015 hat das Gericht zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestellt. Dabei ist es einem entsprechenden Vorschlag der Antragsgegnerin gefolgt. Die Prüfung erfolgte in der Zeit vom 22.04.2015 bis zum 05.06.2015 in den Geschäftsräumen des Unternehmens vor Ort in Bayreuth unter Hinzuziehung von und fachkundigen Mitarbeitern der vollzogen. In ihrem Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Antragsgegnerin kommt sie zu dem Ergebnis, dass die festgelegte Barabfindung in Höhe von 1807 € je Aktie angemessen ist. Wegen weiterer Einzelheiten zu dem Bericht der Prüferin wird zunächst auf den von der Antragsgegnerin übergebenen Bericht über die stattgefundene Prüfung verwiesen.

4. Der Gang des Spruchverfahrens stellt sich wie folgt dar:

Mit Anträgen, bei Gericht eingehend vom 02.10.2015 bis 15.12.2015, haben insgesamt 35 Antragsteller die festgelegte Barabfindung als unangemessen niedrig angegriffen und die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung gem. §§ 327 a Abs.1, 327 b Abs.1, 327 f AktG i.V.m. den Vorschriften des SpruchG verlangt. Im Wesentlichen bringen die Antragsteller vor:

Die Prüferin habe den Liquidationswert falsch berechnet. Das Ertragswertverfahren hätte nicht angewandt werden dürfen (Ast 5, 4, 8, 19-20, 21-22, 23, 27 u 28). Stattdessen hätten waldbewertungsspezifische Praktikermethoden zur Anwendung kommen müssen (Ast. 6). In jedem Fall sei der Liquidationswert zu niedrig angesetzt angesichts der problemlos zu verkaufenden Waldgrundstücke (Ast. 5 und 6). Gerügt wird auch, dass die Liste der Zukäufe von Grundstücken unvollständig ist (Ast. 6) und keine eigenständige Prüfung durchgeführt worden sei (Ast. 19 und 20). Mehrere Antragsteller halten die Planung der FEAG für intransparent und nicht überzeugend und erkennen Verstöße gegen allgemeine Planungsgrundsätze (Ast. 7, 8, 23, 34). Auch die Holzpreisentwicklung sei falsch geplant und gerade kein Preisrückgang, sondern ein Preisanstieg zu erwarten. Die Prüferin habe den Markt zu schlecht eingeschätzt (Ast. 2, 3, 8). Je länger Holz stünde, desto wertvoller würde es (Ast. 8). Zu Unrecht sei ein Rückgang der operativen Marge geplant gewesen (Ast. 2, 3, 8). Die Erwartung von steigenden Personalkosten sei genauso wenig gerechtfertigt wie die eines steigenden Aufwands für Rechts- und Beratungskosten (Ast. 2, 3, 4, 5). Zu Unrecht nicht berücksichtigt seien Gewinnrücklagen von 10 Mio€, die jährlich um 1Mio€ stiegen. Die Gesellschaft „schwimme“ in Liquidität, eine Thesaurierung der Gewinne mache keinen Sinn (Ast. 2, 3). Es rechtfertige

sich deshalb der Antrag gem. § 7 Abs. 7 SpruchG, Unternehmen bei nachhaltiger Ausschüttungsquote von 95% zu planen (Ast, 2, 3). Freie Liquidität läge den Zukauf von weiteren Forstflächen nahe, womit sich der Einschlag erhöhte; gleichwohl sollen Erträge stagnieren bei rückläufigem Hiebsatz. Die Planung sei daher in sich widersprüchlich (Ast 2, 3). Die geplante Wiederaufforstung sei unrealistisch und führte zu einer zu starken Waldverdichtung, wodurch sich das Risiko des Käferbefalls erhöhte. Ferner widerspräche sie der strategischen Unternehmensplanung (Ast. 2, 3). Vor diesem Hintergrund wurde beantragt, folgende Unterlagen in Vorlage zu bringen: Forstwirtschaftsplan 2012-22, Zusammenstellung der Inventurergebnisse in diesem Zeitraum, Grundbesitzübersicht zum 28.05.2015, wissenschaftliche Kommentierung des Forstwirtschaftsplans, wissenschaftliche Analyse der Daten der Waldinventur und das Planungsmodell (Ast. 2, 3). Die mit der Strukturmaßnahme verbundenen Synergieeffekte blieben auch unberücksichtigt (Ast. 7, 34). Angeregt wurde auch, die Vorerwerbe offenzulegen (Ast. 34). Die Planung sei anlassbezogen (Ast. 19-20). Die Planung sei viel zu pessimistisch, stattdessen sei ein überproportionales Gewinnwachstum zu erwarten. Jedenfalls sei es unrealistisch, dass sich Erlöse in den letzten 10 Jahren verdoppelt haben, jetzt aber kein Wachstum mehr zu erwarten sein soll (Ast. 14, 15, 16, 18, 33). Es neutrales Sachverständigengutachten müsse erholt werden idealerweise nicht durch einen Wirtschaftsprüfer (Ast. 8, 19 u 20, 21-22, 23, 30, 32, 33). Es sei auch keine Vergangenheitsanalyse durchgeführt worden (Ast. 5). Der in Ansatz gebrachte Basiszins mit 1,0% (vor Steuern) sei zu hoch (Ast 1,2, 3, 4, 6, 7, 8, 10, 13, 14, 15, 16 (max. 0,91%), 17, 18 21, 22, 24 u 25, 29 (0,25%), 31 (0,12%), 34). Das Gleiche gelte auch für die Marktrisiko prämie, die auf 5,5% taxiert worden sei (Ast 1, 2, 3, 4, 5, 6 (1%), 7, 8 (0,5-2,0%), 9, 10, 11, 12, 13, 14, 14 u 15 (3%), 16 (max. 1,1138%), 17 (1-2%) , 18 (3,07%), 19, 20, 21, 22, 23 (2,2-2,6%), 24 u 25(0,8-1%), 26 (ca. 4%), 29 (0,8 – 1%), 30 (2%), 31 (0,8-1%), 32 (3,21% nach Steuer), 33 (4,0%)). Der Risikoabschlag sei auf 2,0% festzusetzen (Ast. 23). Der geometrische Mittelwert sei für die Marktrisiko prämie maßgeblich, nicht der arithmetische (Ast. 32). Das CAPM-Verfahren sei zu Unrecht angewandt worden (Ast. 1, 2,8, 27, 28). Der mit einem Wert von 0,5 angesetzte Beta-faktor sei zu hoch (Ast 1, 2, 3, 4, 7 (0,45 als unternehmenseigenes beta), 8 (-0,06), 14, 15, 17 (0,0), 19-20, 21, 31, 32 (0,20), 34 (unternehmenseigenes Beta maßgeblich)). Bei Ermittlung des Betafaktors sei ein zu langer Zeitraum angesetzt worden (Ast. 23). Die Peer-Group sei falsch zusammengesetzt bzw. die Zusammensetzung nicht nachvollziehbar und willkürlich (Ast. 2 (Unternehmen nicht vergleichbar), 4, 5, 6, 8,15, 16, 19-20, 23 (2,2-2,6%), 26, 34). Der der Bewertung zugrunde gelegte Wachstumsabschlag von 0,5% sei zu niedrig (Ast 1, 2 u 3(1,0%), 4, 6 (mind. 7%), 7 (2,2-2,6%), 8 (2,4-2,9%), 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17 , 18, 19-20 (2,5%) , 21, 22, 23, 24 u 25 (2,5%), 29 (2,5%), 30 (2-2,6%), 31 (2,5-3%), 32 (1,25%), 33, 34). Die Prüferin verlöre kein Wort zur Ableitung der ewigen Rente als sehr entscheidungserheblicher Wert (Ast. 2, 3). Bei der Bestimmung der Barabfindung sei zu Unrecht auch nicht berücksichtigt worden, dass Minderheitsaktionären Kosten entstehen u. a. durch laufende Überwachung der Investition und sich ein immaterieller Schaden ableite aus Entzug der Aktionärsrechte (Ast. 2, 3). Ebenfalls zu Unrecht seien stille Reserven nicht berücksichtigt bzw. aufgedeckt (Ast. 7, 26) sowie liquide Mittel nicht als Sonderwert angesetzt worden (Ast. 1, 2, 8). Dass der Wert der Grundfläche im Besitz des Unternehmens laut Gutachterin zuletzt niedriger als 2008 anzusetzen sei, sei abwegig (Ast. 23). Es sei im Übrigen keine Grundlage ersichtlich für prognostizierte Verschuldung des Unternehmens (Ast. 19, 20, 23). Es sei eine Markt- und Wettbewerbsanalyse durchgeführt worden als Voraussetzung der Prüfung der Planung. Diese sei zu negativ und hinter dem IST-Daten zurückgeblieben. Auch die Prognose des Wachstums sei viel zu negativ (Ast. 26). Der

maßgebliche Börsendurchschnittskurs unzutreffend ermittelt und zu niedrig festgesetzt worden (Ast. 7 (nicht unter 1850€), 8 (1850€), 16, 19, 20, 17, 19 u 20 (über 2200€), 21-22 (über 2000€), 27 u 28 (1840€), 32 (1989,69€ bzw. 2314,81, aber nicht unter 2350,00), 33 (Wert je Aktie Richtung 1950€)). Der zu berücksichtigende Börsenkurs läge deutlich über Abfindungskurs (Ast. 6, 14, 15). Der Waldbesitz des Unternehmens sei mit 5€ je qm zu bewerten, was eine Abfindung von 3.300€ je Aktie ergebe (Ast. 29). Die Unterlagen zu Grundstückstransaktionen seien auf der streitgegenständlichen Hauptversammlung zu kurz ausgelegt gewesen. Sie seien daher jetzt zur genauen Analyse vorzulegen (Ast. 30). Die Zukäufe von Grundstücken seien im Verfahren nicht offengelegt worden (Ast. 1). Die Bodenrichtwerte seien nachzureichen zur korrekten Errechnung des Liquidationswertes (Ast. 32). Die Berechnung des Liquidationswertes sei zudem offen zu legen genauso wie Ermittlung der Sonderwerte, die in Ertragswertberechnung nicht berücksichtigt worden seien (Ast. 2, 3). Die Bewertung der Grundstücke des Unternehmens sei viel zu niedrig (Ast. 5, 6, 8, 19, 20). Der erfolgte Wertansatz von 14.327,00€ je Hektar zu niedrig. Der Unternehmenswert läge deshalb über 100 Mio€ (32, 6 (18.093€/ha)). Der Wert der verwendbaren Namensrechte/Marke der FEAG sei im ermittelten im Liquidationserlös nicht berücksichtigt. Insoweit müsse ein Sachverständigen-gutachten erholt werden (Ast. 7, 8, 9-13). Liegenschaften seien einzeln von einem Fachgutachter zu bewerten. Dies gelte auch für die Perspektive des lokalen Holzes als Rohstoff. Dementsprechend seien die einzelnen Holzvorkommen zu bewerten (Ast. 9 – 13). Alle Unterlagen, auf denen Bewertung basiert, müssten vorgelegt werden (Ast. 7, 19, 20, 23). Die Marktposition der FEAG sei regelrecht heruntergerechnet worden (Ast. 19, 20). Bei bislang nur 4 Mitarbeitern überproportional steigende Personalaufwendungen zu planen, sei nicht zu rechtfertigen (Ast. 4, 5). Es seien liquide Mittel in Höhe von 2,14 Mio€ vorhanden, dazu noch Finanzanlagen in Höhe von 0,716 Mio€. Es handele sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Dieser Gesichtspunkt sei aber nicht näher untersucht worden (Ast. 6,8). Die Bewertungen seien auf Realwerte zu korrigieren, Abschreibungssätze offenzulegen und auf Realwerte herabzusetzen (Ast. 2, 3). Die stillen Reserven für den aktuellen Flächenbestand müssten erhoben werden. Die aktuellen Verkehrswerte der angeschafften Grundstücke des Anlagevermögens beliefen sich aktuell auf mind. ca. 15 Mio€ (Ast. 2,3). Die Grundstückskaufverträge seien vorzulegen (Ast. 2, 3). Das Gutachten unterschätze die Verkehrswerte der Grundstücke (Ast. 4). Die Liste der Zukäufe sei unvollständig. Die Preise für Waldgrundstücke seien zuletzt deutlich gestiegen (Ast. 4, 5).

5. Die Kammer hat mit Beschluss vom 16.12.2015 Rechtsanwältin Daniela Bergdolt, München, als gemeinsame Vertreterin für die Aktionäre der Forst Ebnath AG, die nicht an dem Verfahren beteiligt sind, bestellt. Der Beschluss wurde im Bundesanzeiger veröffentlicht. Die gemeinsame Vertreterin hat sich mit Schriftsätzen vom 04.03. und 01.04.2016 geäußert und ebenfalls die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung auf einen höheren Wert als vorliegend beantragt. Grundlegenden Bedenken begegnet die vorliegend verwendete Bewertungsmethode. Die Planungsrechnung widerspräche den Angaben der Gesellschaft. Der ermittelte Liquidationswert von 35 Mio€ bilde den tatsächlichen Mindestwert des Unternehmens nicht korrekt ab. Die in der Region der Aktivität der FEAG erzielbaren Preise seien deutlich höher als die Preise, mit denen man einen Vergleich angestellt habe. Es müsse daher auf aktuelle Verkehrspreise abgestellt werden. Der von der Prüferin alternativ angenommene Preis von 17.400€ je Hektar führe zu einem Liquidationswert von 52,069 Mio€, der deutlich realistischer sei als der von der Gutachterin angenommene. Der Unternehmenswert hätte mit einer branchenspezifischen Methode ermittelt werden müs-

sen. Insoweit hätte die Waldwertermittlungsrichtlinie herangezogen werden müssen. Dies belege auch die herangezogene gutachterliche Stellungnahme, die unter Anwendung des Abtriebswertverfahrens einen Waldwert von 65,9 Mio€ annehme. Auch dieser Wert läge deutlich unter dem auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten. Die Planungsrechnung mit einer abnehmenden Marge sei unrealistisch. Der Kapitalisierungszinssatz sei fehlerhaft ermittelt zum Nachteil der Minderheitsaktionäre. Die Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,5% sei nicht zu rechtfertigen. Die Bandbreite läge zwischen 4% und 5%. Die gemeinsame Vertreterin spricht sich insoweit für einen Wert von maximal 4,5% aus. Die Peer Group sei auch zu beanstanden und falsch zusammengesetzt. Stattdessen sei auf den unternehmenseigenen Beta-Faktor abzustellen. Hier befürwortet die gemeinsame Vertreterin einen Wert von 0,4. Nicht vertretbar sei ein Wachstumsabschlag von nur 0,5%, wie ihn Gutachterin und Prüferin angesetzt haben. Bei diesem Wert unterstelle man ein Schrumpfen des Unternehmens. Dafür gebe es indes keine Anhaltspunkte. Der Wachstumsabschlag sei deshalb auf mindestens 2,0% anzuheben. Weiter konstatiert sie, dass der von der Prüferin ermittelte Ertragswert so niedrig unter dem festgestellten Börsenwert liegt. Bereits dieser Umstand lässt sie daran zweifeln, dass die Anwendung der Ertragswertmethode vorliegend sachgerecht war. Der Börsenkurs bilde den Unternehmenswert realistischer ab als der Ertragswert. Die geäußerten positiven Geschäftserwartungen würden in der Planung nicht abgebildet. Die Berechnung der Marktrisikoprämie durch die Prüferin überzeuge nicht. Der Betafaktor sei, wenn schon nicht auf das unternehmenseigene Beta abgestellt wird, im Vergleich zum Marktportfolio zu schätzen. Nicht ausreichend berücksichtigt seien die Qualität des Waldbestandes und der Verkehrswert der zugekauften Waldflächen. 69% der Waldflächen des Unternehmens lägen in der Oberpfalz. Die Erlöse aus Versteigerungen im dortigen Großraum seien ein valider Anhaltspunkt für die Bestimmung aktueller Verkehrswerte. Unter der Annahme einer Marktrisikoprämie von 4,5%, einem Betafaktor von 0,3 – der zunächst auf 0,4 festgesetzt werden sollte –, einem Wachstumsabschlag von 1,25 sowie einem Basiszinssatz von 1,0 und den von der Antragsgegnerin diskontierten Nettoausschüttungen beliefe sich die zutreffende Barabfindung je Aktie auf 1.989,69€. In jedem Fall läge der Wert der Barabfindung deutlich über dem von 1807,00€.

6. Die Antragsgegnerin hat mit Schriftsatz ihrer Bevollmächtigten vom 14.03.2016 die festgelegte Barabfindung verteidigt. Wegen der Einzelheiten insoweit wird auf den Schriftsätze Bl. 51ff. nebst Anlagen Bezug genommen.
7. Die Kammer hat mit Verfügung vom 13.06.2016 (Bl. 194 d. A.) Termin zur mündlichen Verhandlung und Beweisaufnahme auf den 24.11.2016 bestimmt. Wegen Verhinderung der Prüferin wurde der Termin auf den 19.01.2017 verlegt. Im Termin sind drei Mitarbeiter der Prüferin angehört worden. Wegen der Einzelheiten wird auf das Protokoll, aufgenommen in dem Termin, Bl. 223 ff. d. A. verwiesen, berichtigt hinsichtlich der Feststellung der Präsenz durch die Beschlüsse 22.02.2017 (Bl. 246ff. d. A.) und 15.08.2017 (Bl. 271ff. d. A.).
8. Im Nachgang zum Termin nahmen die Antragstellerin zu 18 mit Schriftsatz vom 30.01.2017 und die Antragstellerin zu 34 mit Schriftsatz vom 26.02.2018 ergänzend zur Unternehmensbewertung Stellung.
 - a) Für die Antragstellerin zu 18 sind die bestehenden Zweifel an der Angemessenheit der Barabfindung

auf der Basis von Dreimonatskurs nicht ausgeräumt. Die hervorragende Marktposition der FEAG werde kleingeredet. Die Erläuterungen der Prüferin zur Waldpreisentwicklung entbehrten jeder Realität. Auf die Agrarmarktdaten der BVVG, ein staatliches Unternehmen im Besitz der Bundesrepublik Deutschland mit Sitz in Berlin, die mit der Verwaltung, der Verpachtung und dem Verkauf von land- und forstwirtschaftlichen Flächen auf dem Gebiet der neuen Bundesländer befasst sei. Auftrag sei die Privatisierung ehemals enteigneter Flächen. Deshalb sei die BVVG mit der FEAG in keiner Weise vergleichbar. Es sei mit einer exorbitanten Wertsteigerung von Waldflächen zu rechnen. Die PEER-Group sei völlig falsch zusammengesetzt, da ihr kein einziges Unternehmen aus der Eurozone angehöre. Eine Ertragswertberechnung sei weiterhin nicht sinnvoll. Auch der Dreimonatskurs sei nicht für die Bewertung relevant, da dieser nur einen zufälligen Wert einer stark schwankenden Größe darstelle. Erforderlich sei vielmehr eine Betrachtung der Substanz des Unternehmens. Die Marktrisikoprämie sei auch 4,5% (vor Steuern) und dementsprechend auf 3,24% nach Steuern entspräche. Den Wachstumsabschlag sieht die Antragstellerin zu 18 eher bei 5%. Der Unternehmensplanung sei ein deutlich kürzerer Beobachtungshorizont zugrunde zu legen.

- b) Die Antragstellerin zu 34 schließt sich hinsichtlich der Bemessung der Marktrisikoprämie der Antragstellerin zu 18 an. Das operative Risiko von Forstwirtschaftsbetrieben sei das niedrigste überhaupt. Ein Wachstumsabschlag von lediglich 0,5% führe zu einer Liquidation der Gesellschaft in längstens 100 Jahren. Die Antragstellerin zu 34 errechnet bei einer Marktrisikoprämie von 3,24% nach Steuern, einem unverschuldeten Betafaktor von 0,2 und einem Wachstumsabschlag von 1,0% eine Barabfindung von 4.043€ je Aktie und damit 2.236,78€ über der angebotenen Kompensation. Zu diesem Ergebnis gelangt die Antragstellerin zu 34 in der Einführung ihrer ergänzenden Stellungnahme, die im Folgenden ausführlich nach einer Vorbemerkung begründet wird. Ausgangspunkt ist die grundsätzliche Ungeeignetheit der Empfehlungen von interessenorientierten Verbänden, weshalb sich eine Anwendung des CAPM-Verfahrens erübrige. Die empfohlene, von der Antragsgegnerin unkritisch zugrunde gelegte Marktrisikoprämie verletze das Prinzip der Fristenkongruenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage. Für längere Laufzeiten einer Anlage würden höhere Renditen geboten als für kürzere. Aktienanlagen zeichneten sich demgegenüber durch unendliche Laufzeiten aus. Da von der Gesamtrendite regelmäßig nur kurzfristige Anleihezinsen in Abzug gebracht würden, errechneten sich überhöhte Marktrisikoprämien. Dies gelte umso mehr, als mit der Verwendung von Aktienindizes eine Verfälschung der Datengrundlage vorgenommen werde. Die bekannten Aktienindizes seien eine schlechte Abbildung bzw. Näherung für den Gesamtmarkt. Die von der Antragsgegnerin angenommenen Überrenditen von 5,50% seien am Kapitalmarkt nicht erzielbar. Die Marktrisikoprämie sei maximal auf 3,25% nach Steuern festzusetzen. Auch die Finanz- und Wirtschaftskrise hätte – anders als bei der Antragsgegnerin – nicht der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden dürfen. Die Erhöhung der Risikoprämie sei nur intuitiv erfolgt. Der von der Antragsgegnerin bestimmte Beta-Faktor sei mit einem Wert von 0,50 (unverschuldet) viel zu hoch angesetzt. Angesichts des sehr geringen unternehmerischen Risikos bleibt die Antragstellerin zu 34 bei dem von ihr favorisierten Wert von 0,2. Sie kritisiert weiter den angesetzten Wert des Wachstumsabschlags und hält den von der Antragsgegnerin, der Gutachterin und der Prüferin angesetzten Wert von 0,5 für viel zu niedrig. Es fehle eine Begründung, weshalb das Wachstum der Gesellschaft hinter der allgemeinen Preissteigerung zu-

rückbleiben soll. Das Wachstum des Waldes könne insoweit nicht maßgeblich sein. Niemand behaupte, dass das Unternehmen inflationäre Preissteigerungen nicht den Kunden weiterbelasten könne. Dann müsse aber auch mit der unternehmensinternen Inflationsrate geplant werden. Der angesetzte Wert von 0,5% bedeute letztlich ein Schrumpfen des Unternehmens. Deshalb favorisiert die Antragstellerin zu 34 einen aus Ihrer Sicht zurückhaltenden Wachstumsabschlag von 1,0%. Die angebotene Barabfindung sei deshalb viel zu gering.

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung und einer angemessenen Ausgleichszahlung sind weit überwiegend zulässig und hinreichend substantiiert.

I. Die Anträge sind fast ausnahmslos zulässig.

1. Gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG ist ein Antrag auf Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung, wie einer angemessenen Barabfindung, binnen einer Frist von drei Monaten nach Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister zu stellen. Vorliegend wurde der Beschluss am 14.09.2015 eingetragen und die Eintragung am 15.09.2015 im Handelsregister bekannt gemacht. Die Antragsfrist lief somit am 15.12.2015 aus, §§ 16 Abs.2 FamFG, 222 Abs.1 und Abs.2 ZPO, §§ 187 Abs.1, 188 Abs. 2, 193 BGB. Sämtliche Anträge sind innerhalb dieser Frist eingegangen.
2. Die Antragsteller sind fast ausnahmslos antragsbefugt.
 - a) Nach § 3 Satz 1 Nr. 2 i. V .m. § 1 Nr. 3 SpruchG ist nur der Antragsteller antragsbefugt, der im Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist, § 3 Abs.1 S. 3 SpruchG, und der einen Anspruch auf Zahlung einer Barabfindung gem. § 327b AktG hat. Denn wer ausgeschiedener Aktionär im Sinne des § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG ist, bestimmt sich nach materiellem Recht. Dabei genügen die Antragsteller den Anforderungen einer fristgerechten Antragsbegründung, wenn sie binnen offener Antragsfrist die genannten Voraussetzungen darlegen (vgl. Simon, SpruchG, 2007, Rn. 40 zu § 4 m. w. N.). Nur dann, wenn die Antragsgegnerin die Aktionärsstellung eines Antragstellers in Zweifel zieht, hat der Antragsteller Nachweise durch Urkunden zu erbringen.
 - b) Die Antragsgegnerin zieht in ihrer Antragserwiderung die Aktionärsstellung der Ast. zu 1, 14, 16, 17, 21, 22, 29, 30 und 31 in Zweifel. Abgesehen von den Antragstellern zu 14 und zu 30 haben alle vorgenannten bzw. anderen Antragsteller ihre Aktionärsseigenschaft durch entsprechende Bankbestätigung nachgewiesen. Dementsprechend waren die Anträge der Antragsteller zu 14 und 31 als unzulässig zu verwerfen, weil sie einen entsprechenden Nachweis durch Urkunden nicht erbracht haben.
3. Schließlich steht den Antragstellern auch ein allgemeines Rechtsschutzbedürfnis zur Seite.

II. Die Anträge der Antragsteller sind auch (in vielen Fällen gerade noch) hinreichend substantiiert.

C.

Die Anträge sind aber, auch soweit sie als unzulässig zu behandeln waren, unbegründet, soweit die Antragsteller die Bestimmung einer höheren Barabfindung begehren als bislang festgesetzt.

- I. Gem. §§ 327 a Abs.1, 327 b Abs.1 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin den Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung für deren Aktien zu bezahlen. Eine Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, § 327 b Abs.1 Satz 1 AktG, dem vollen Wert der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs entspricht (st. Rspr. vgl. z.B. BVerfG, Beschluss vom 17.04.1999, 1 BvR 1613/94, Rz. 51 ff, zitiert nach juris, BGH in NJW 2003, 3272 und BayObLG in NJW-RR 1996, 1125, 1126).

Im vorliegenden Fall steht zur Überzeugung des Gerichts fest, dass die erfolgte Barabfindung je Aktie angemessen ist, wie sie die Gutachterin und Prüferin zutreffend auf Basis des maßgeblichen Börsenkurses „festgesetzt“ haben.

- II. Keinen durchgreifenden Bedenken begegnet die Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung des Unternehmenswertes der AG wie von der Gutachterin vorgenommen.
1. Die Gutachterin hat den Unternehmenswert u. a. nach der Ertragswertmethode bestimmt. Diese Methode ist allgemein anerkannt (st. Rspr. vgl. z.B. BGH in AG 2003, 627/628 und BayObLG in BayObLGZ 1998, 231/235). Nach dieser Methode, näher definiert zum Stichtag durch die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1 i. d .F. 2008“, bestimmt sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, wobei dieser Wert durch Diskontierung der den Anteilseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüssen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens. Unter Berücksichtigung dessen bestmöglicher Verwertung wurden dementsprechend nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, die einzeln veräußert werden können, ohne die Fortführung des Unternehmens zu beeinträchtigen, mit dem Barwert der Nettoüberschüsse aus der Einzelveräußerung dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert hinzugerechnet.

III. Die gutachterliche Stellungnahme der

im Rahmen des Berichtes über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin, der Prüfbericht der gerichtlich bestellten Prüferin,

und die Ausführungen ihrer Mitarbeiter einschließlich der zugezogenen und bei ihrer Anhörung durch das Gericht im Erör-

terungstermin am 19.01.2017 sind geeignet und ausreichend, um über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Wert des Unternehmens der AG zu bestimmen. Weiterer Aufklärungsbedarf besteht auch vor dem Hintergrund der nach der Anhörung eingegangenen umfangreichen Stellungnahme verschiedener Antragstellerinnen nicht. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Ausführungen der einvernommenen Mitarbeiter der Prüferin im Anhörungstermin vom 19.01.2017 und den einschlägigen Ausführungen im schriftlichen Prüfbericht. Die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens, die die Kammer neben einer ergänzenden Anhörung der Prüferin zwischenzeitlich erwogen hatte, hat sich nach nochmaliger Bewertung der Kammer als nicht erforderlich herausgestellt.

IV. Nach Auskunft der tätig gewordenen Wirtschaftsprüfer konnte die Prüferin ihrer Arbeit unbeeinträchtigt nachgehen. Ihr hatten sämtliche Unterlagen, die nach ihrer fachlichen Auffassung für die Prüfung erforderlich gewesen seien, zur Verfügung gestanden. Diese ergeben sich aus der Anlage 3 und Seite 9 des Prüfberichts. Sie hatte danach sämtliche Informationen, die sie für notwendig erachtete, erhalten, und es wurden ihr bei der Prüfung in fachlicher Hinsicht keine Einschränkungen auferlegt.

1. Nach den insoweit verständlichen Feststellungen der Prüferin lässt sich die Angemessenheit der Barabfindung grundsätzlich nur durch eine Überprüfung der Unternehmensbewertung beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Abfindungshöhe darstellt. Dabei stellt die Prüferin zum Prüfungsmaßstab zutreffend fest: Der sachverständige Prüfer hat die der Ermittlung der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich Angemessenheit der Methode, Vollständigkeit und inhaltlicher Prämissen zu beurteilen. Insbesondere ist zu untersuchen, ob die wertrelevanten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die in die Bewertung eingehenden zukünftig geplanten Ergebnisse plausibel erscheinen. Es geht also gerade nicht darum, den „einzig richtigen“ Wert zu ermitteln.

2. Die angemessene Barabfindung muss die Verhältnisse der FEAG im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Zutreffend konstatiert die Prüferin, dass es dafür verschiedene Methoden gibt, von denen eine die Ertragswertmethode ist. Der Ertragswert eines Unternehmens bestimmt sich durch den Barwert der erwarteten finanziellen Überschüsse aus dem operativen Geschäft, das den Eigentümern des Unternehmens zusteht. Ihm hinzuzufügen sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen Vermögenswerte und Schulden, die einzeln übertragen werden können, ohne dass die eigentliche Unternehmenstätigkeit davon beeinflusst wird. Die zukünftig zufließenden Überschüsse leitet die Prüferin – wie üblich – aus den geplanten Jahresergebnissen ab. Wie auch von vielen Antragstellern thematisiert stellt diese Prognose das Kernproblem der Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt der Plausibilitätsüberlegungen ist die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft des Unternehmens. Die Prüferin definiert auch nachvollziehbar die Parameter der Prognose: Berücksichtigt werden nur die finanziellen Überschüsse, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Die reine Spekulation über zukünftige Entwicklungen soll damit zu Recht außer Betracht bleiben. Ohne sich zunächst mit den anderen Bewer-

lungsverfahren zu befassen, befürwortet die Prüferin ausdrücklich die Entscheidung der Gutachterin für das Ertragswertverfahren und befasst sich anschließend mit dem nicht betriebsnotwendigen und gesondert zu bewertenden Vermögen. Die Prüferin konstatiert insoweit, dass die Gutachterin solches Vermögen erkannt hat. Sie stellt auch fest, dass die Gutachterin dieses Vermögen separat bewertet und erfasst hat. Das Vorgehen der Gutachterin erachtet die Prüferin im Ergebnis sachgerecht.

3. Die Prüferin vollzieht auch die Berechnung des Liquidationswertes nach und beschreibt vorab das Vorgehen der Gutachterin als sachgerecht. Dem Substanzwert misst sie keine Bedeutung bei. Die Prüferin befasste sich auch mit den sog. branchenspezifischen Bewertungsmethoden, insbesondere der Bodenertragswert- und der Abtriebsmethode sowie der Berechnung nach der Waldwertermittlungsrichtlinie. Sie hat damit all die Verfahren in ihre Prüfung einbezogen, die die Antragsteller zum Teil der Unternehmenswertberechnung zugrunde legen wollte. Aber sie hat sich nachvollziehbar aus mehreren, von ihr ausdrücklich benannten Gründen dagegen entschieden, den Unternehmenswert auf der Basis branchenspezifischer Berechnungsmethoden zu ermitteln. Zunächst sind die Praktikermethoden als stark vereinfachende und viel weniger differenzierende Betrachtungsweisen der Prüferin zu ungenau, um den Unternehmenswert abzubilden. Zeitliche Effekte sieht sie unberücksichtigt. Dass sich im Liquidationsfall der Abverkauf der einzelnen Waldflächen und Grundstücke hinziehen kann, ist plausibel. Weiter hält die Prüferin den Abtriebswert vorliegend für nicht verwendbar. Der nachvollziehbare Grund dafür ist die Einbeziehung von Umständen in die Bewertung, die dafür nicht relevant sind. Das Konzept des Abtriebswertes sehe etwa aus Gründen des Umweltschutzes keine vollständige Verwertung einer Waldfläche vor. Es ist für die Prüferin zu Recht indes kein Grund ersichtlich, weshalb eine solche Verwertung ausgeschlossen bleiben soll, die sich dann auch auf den erzielbaren Holzpreis auswirken kann. Nachvollziehbar stellt die Prüferin auch darauf ab, dass vorliegend nicht nur der Wert der Wälder der FEAG zu bewerten ist, sondern der Wert der FEAG als Unternehmen, das auch Aufwendungen zu leisten hat etwa für die Vergütung von Mitarbeitern oder für die Erfüllung von Verbindlichkeiten aus abgeschlossenen Verträgen. Die Prüferin hält deshalb die Praktikermethoden generell für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung nach Aktienrecht für ungeeignet und pflichtet der Gutachterin ausdrücklich darin bei, nicht auf diese zurückgegriffen zu haben, sondern auf den Ertragswert. Auf die Bedeutung des Börsenwertes als Untergrenze der Abfindung der Minderheitsaktionäre wies die Prüferin in diesem Zusammenhang bereits hin. Die Prüferin setzte sich auch mit der von der Gutachterin vorgenommenen vergleichend orientierten Bewertung auseinander. Von dieser abweichend hielt sie eine solche vorliegend für nicht aussagekräftig. Eher relevant betrachtet sie den Liquidationswert und kündigt im Prüfbericht eine entsprechende Auseinandersetzung mit ihm an. Vorerwerbe konnte sie nicht feststellen.
4. Vor diesem Hintergrund zog die Prüferin folgendes Zwischenfazit: Die von der Gutachterin herangezogenen Methoden sind nicht zu beanstanden. Die Besonderheiten, die den Unternehmensgegenstand der FEAG betreffen, also die Bewirtschaftung umfangreicher Waldflächen, sieht sie in den von der Gutachterin angewandten Bewertungsmethoden angemessen berücksichtigt. Sie wiederholt die Ablehnung der Praktikermethoden, Besondere Schwierigkeiten bei der Ermittlung der Barabfindung hat die Prüferin nicht berichtet.

5. Die Prüferin beschreibt sodann das Bewertungsobjekt. Auch nach ihren Feststellungen hat die FEAG keine Tochtergesellschaften und hält keine Beteiligungen an anderen Unternehmen. Wie die Gutachterin beschreibt sie die Geschäftstätigkeit der FEAG mit der Bewirtschaftung von Waldflächen. Der auf mehrere Forstreviere in der Oberpfalz, in Oberfranken und dem südlichen Thüringen aufgeteilte Waldbesitz umfasst nach den Feststellungen der Prüferin insgesamt 3.579 Hektar. Zur Zeit der Prüfung stand ein Zuerwerb von 10 Hektar im Raum, war aber noch nicht abgeschlossen. Die Prüferin befasste sich auch mit dem jeweiligen Baumbestand und der Zusammensetzung der Wälder differenziert nach Baumarten. Wie viel Holz geschlagen wird, richtet sich – so die Prüferin – nach dem sog. Forstwirtschaftsplan, der auf der Grundlage eines externen Gutachtens aufgestellt wird und vorliegend einen Zehnjahreszeitraum umfasst, der am 30.09.2022 endet. Die Prüferin schlüsselt auch die Einnahmequellen der FEAG auf: Danach liegt das Kerngeschäft des Unternehmens im Einschlag von Rundholz mit den entsprechenden Erlösen. Dazu kommen im Verhältnis zu den Holzverkäufen geringe Erlöse aus der Jagd im Form des Verkaufs von Wildbret, aus forstlichen Nebennutzungen etwa aus dem Verkauf von Christbäumen und aus der Verpachtung von landwirtschaftlichen Nutzflächen. Die Prüferin beschreibt auch die Kundenstruktur der FEAG: Hauptkunden sind danach Sägewerke in der Nähe der jeweiligen Waldgrundstücke. Private Kleinkunden nehmen darüber hinaus noch einen Teil des Holzes als Heizholz ab. Hinsichtlich etwaiger Expansionsabsichten verweist die Prüferin darauf, dass die FEAG zuletzt eher kleinere Flächen zur Verbesserung der Arrondierung erworben hat. Größere Flächen sind laut der Prüferin zuletzt 2008 und früher erworben worden. Auch die personelle Situation hat die Prüferin in ihre Betrachtung einbezogen: Die FEAG beschäftigte zum Prüfungszeitraum fünf Mitarbeiter in Vollzeit und verschiedene Hilfskräfte. Hinsichtlich der steuerlichen Verhältnisse stellt die Prüferin fest, dass die FAUG zum Stichtag 30.09.2014 ein Körperschaftssteuerguthaben in Höhe von TEUR 47,2, das bis 2016 aufgelöst werden kann. Weitere steuerliche Besonderheiten konnte die Prüferin nicht feststellen.
6. Die Prüferin stellt sodann das Datum des Bewertungsstichtags fest und konstatiert insoweit zunächst, dass sie und die Gutachterin vor diesem Tag ihre Arbeiten grundsätzlich abgeschlossen haben. Maßgeblich war für sie war zutreffend der Tag der Hauptversammlung, auf der die Strukturmaßnahme beschlossen werden sollte und letztlich auch wurde, mithin also der 04.08.2015. Die Prüferin beschreibt in diesem Zusammenhang das Vorgehen der Gutachterin bei der Unternehmensbewertung: Diese hat danach die erwarteten Nettoausschüttungen auf den 01.10.2014 als technischen Bewertungsstichtag diskontiert und den so ermittelten Wert dann mit dem Kapitalisierungszins auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Die Prüferin befasst sich auch mit der Wirkung dieser Vorgehensweise auf den Unternehmenswert. Die Gutachterin rechnete die ausschüttungsfähigen Beträge zum Ende des Geschäftsjahres den Anteilseignern unmittelbar zu, obwohl – zumindest für die ausgeschütteten Beträge – eine zeitverzögerte Zurechnung aufgrund der noch nicht stattgefundenen Hauptversammlung aus Sicht der Prüferin realitätsnäher gewesen wäre. Diese Kritik wirkt sich indes für diese nicht auf das Prüfungsergebnis aus; denn die von der Prüferin vereinfachende Annahme bedeutet eine Werterhöhung. Dementsprechend erachtet die Prüferin sie im Sinne der Angemessenheitsprüfung für nicht zu beanstanden.

7. Die Prüferin erläutert die Grundlagen ihrer Prüfung. Ausgangspunkt ist danach die Planungsrechnung der FEAG. Diese erfolgte – so die Prüferin nachvollziehbar – nach den HGB-Rechnungslegungsvorschriften. Relevanz maß die Prüferin der Gewinn- und Verlustrechnung der FEAG und der Plan-Bilanz für zehn Geschäftsjahre bei. Dieser zeitliche Horizont ist plausibel, orientiert er sich doch an dem des Fortwirtschaftsplans. Als Grundlage der Planung ermittelt die Prüferin ein Preis-Mengen-Gerüst für den Erlös aus Holzverkäufen und den Forstwirtschaftsplan unter der Maßgabe eines nachhaltigen Geschäftsmodells. Dementsprechend wird der jährliche Hiebsatz, also der Nutzungssatz, in Abhängigkeit des festgestellten nachhaltigen Wachstums des stehenden Holzes festgelegt. Die Prüferin vollzieht auch nach, wie sich außerordentliche Ereignisse auf die Hiebsätze auswirken. Erhöht sich etwa aufgrund von Sturmschäden das Einschlagvolumen, werden die Hiebsätze in der Folgezeit adjustiert, um ein nachhaltiges Wachstum des Waldbestands zu sichern. Die Prüferin datiert auch den Stand der von ihr analysierten und aktualisierten Planung. Maßgeblich ist danach die Planung der FEAG vom 08.04.2015, die am 12.05.2015 aktualisiert wurde. Die Prüferin stellt klar, dass sie die Planung anhand einer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2011/2012 und 2013/2014 einer Plausibilitätsprüfung unterzogen hat.

8. Die Ertragslage der FEAG stellte sich danach wie folgt dar:

GuV - FEAG	Ist	Ist	Ist
in TEUR (unbereinigt)	2011/12	2012/13	2013/14
Umsatzerlöse	1.811,0	2.773,0	2.022,2
Bestandsveränderungen an (un-) fertigen Erzeugnissen	-3,1	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	67,5	51,4	68,7
Materialaufwand	-408,1	-665,9	-446,9
Bruttoergebnis	1.467,4	2.158,6	1.644,0
Personalaufwand	-399,2	-387,9	-425,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-177,2	-181,1	-130,3
Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (EBITDA)	891,0	1.589,6	1.088,3
Abschreibungen	-88,3	-71,1	-69,0
Ergebnis vor Zinsen (EBIT)	802,7	1.518,4	1.019,3
Finanzergebnis	-8,5	-18,8	-34,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	794,2	1.499,6	985,3
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-136,4	-226,9	-173,9
Sonstige Steuern	-19,2	-19,9	-29,2
Jahresüberschuss	638,6	1.252,8	782,2
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>53,1%</i>	<i>-27,1%</i>
<i>Materialaufwandsquote</i>	<i>22,5%</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,1%</i>
<i>Personalaufwandsquote</i>	<i>22,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>21,0%</i>
<i>Bruttomarge</i>	<i>81,0%</i>	<i>77,8%</i>	<i>81,3%</i>
<i>EBIT Marge</i>	<i>43,9%</i>	<i>54,1%</i>	<i>48,7%</i>
<i>Nettogewinnmarge</i>	<i>35,3%</i>	<i>45,2%</i>	<i>38,7%</i>

Nach den nachvollziehbaren Feststellungen der Prüferin basieren die Umsatzerlöse weit überwiegend aus dem Verkauf von Holz und Wildbret sowie aus Verpachtungen. Mit einem Anteil von 98% stellt der Umsatzanteil aus dem Holzverkauf die mit Abstand größte Einnahmequelle dar. Die Prüferin konstatiert nachvollziehbar, dass die Erlöse von der Qualität des Holzes abhängen sowie den jährlichen Einschlagsmengen, die durch äußere Einflüsse wie Käferbefall oder Sturmschäden beeinflusst werden. Die Prüferin stellt für die Geschäftsjahre 2011/2012 sowie 2013/2014 die jährlichen Einschlagsmengen wie folgt dar:

Übersicht Einschlagsmengen der FEAG	Ist	Ist	Ist
	2011/12	2012/13	2013/14
Umsatzerlöse Holzverkauf in TEUR	1.775	2.754	1.991
Gesamteinschlag in Efm	22.267	35.048	23.824
Durchschnittserlös in EUR/Efm	79,71	78,57	83,56

Die Prüferin erkennt im Geschäftsjahr 2012/2013 zutreffend einen deutlich höheren Umsatzerlös aus dem Holzverkauf und einen massiven Anstieg im Gesamteinschlag. Plausibel führt sie das auf die nicht kalkulierbaren vorgenannten äußeren Einflüsse zurück. Die Prüferin setzte sich auch auseinander mit den sonstigen betrieblichen Erträgen, dem Materialaufwand, dem Personalaufwand, den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, den Abschreibungen und dem Finanzergebnis. Für die letzten drei Geschäftsjahre vor der Strukturmaßnahme stellt sie ein holzschlagabhängiges Ergebnis zwischen TEUR 639 und TEUR 1.253 fest. Identifizierte Sondereffekte wurden in die Prüfung einbezogen. Da sich diese nur sehr gering finanziell ausgewirkt haben, ist die Feststellung der Prüferin nachvollziehbar, dass sie sich weder auf die Planung noch die Bewertung der FEAG ausgewirkt haben.

9. Die Prüferin befasste sich dann mit der Planungstreue der FEAG durch einen Vergleich früherer Planungen mit den erzielten IST-Werten:

Plan/Ist-Vergleich FEAG in TEUR	Plan	Ist	Abw in %	Plan	Ist	Abw in %	Plan	Ist	Abw in %
	2011/12	2011/12		2012/13	2012/13		2013/14	2013/14	
Umsatzerlöse	1.703,0	1.811,0	6,3%	1.745,0	2.773,0	58,9%	1.796,0	2.022,2	12,6%
Bestandsveränderungen an (un-) fertigen Erzeugnissen	0,0	-3,1		0,0	0,0		0,0	0,0	
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	67,5	2150,1%	3,0	51,4	1613,3%	71,0	68,7	-3,3%
Materialaufwand	-315,0	-408,1	29,5%	-315,0	-665,9	111,4%	-398,1	-446,9	12,3%
Bruttoergebnis	1.391,0	1.467,4	5,5%	1.433,0	2.158,8	50,8%	1.468,9	1.644,0	11,9%
Personalaufwand	-370,0	-399,2	7,9%	-423,8	-387,9	-8,5%	-380,0	-425,3	11,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-221,2	-177,2	-19,9%	-221,2	-181,0	-18,2%	-168,6	-130,3	-22,7%
Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (EBITDA)	799,8	891,0	11,4%	788,0	1.589,6	101,7%	920,3	1.088,4	18,2%
Abschreibungen	-54,8	-88,3	61,1%	-54,7	-71,2	30,1%	-100,0	-69,0	-31,0%
Ergebnis vor Zinsen (EBIT)	745,0	802,7	7,8%	733,2	1.518,4	107,1%	820,3	1.019,3	24,2%
Finanzergebnis	31,6	-8,6	-126,9%	30,6	-18,8	-161,5%	17,7	-34,1	-232,7%
Ergebnis vor Steuern (EBT)	776,6	794,2	2,3%	763,8	1.499,6	96,3%	838,0	985,3	17,6%

Die Prüferin erkennt zutreffend, das im ersten Vergleichsjahr das geplante Ergebnis erreicht und in den anderen beiden Vergleichsjahren deutlich übertroffen werden konnte. Diese Abweichungen der Planung von den Ist-Werten führt die Prüferin nachvollziehbar im Wesentlichen auf Naturereignisse und deren Folgeeffekte auf Einschlag und Wachstum zurück. Die Abweichungen von der Planung erklärt sich die Prüferin dementsprechend mit eben nicht planbaren Naturereignissen.

10. Die Prüferin analysierte auch das Geschäftsmodell der FEAG und erstellte ein Stärken-Schwächen-Chancen-Risiko-Profil für das Unternehmen, das die Antragsgegner, soweit ersichtlich, nicht in ihre Betrachtung einbezogen haben. Dieses gestaltet sich wie folgt:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Große zusammenhängende Waldgebiete geeignet für wirtschaftlichen Forstbetrieb ▪ Hohe Liquiditätsreserve und damit Möglichkeit, Einschlagsmengen kurzfristig zu variieren ▪ Geringe Personalquote und effiziente Kostenstruktur ▪ Verlässliche und erfahrene externe Dienstleister ▪ Gute Lage hinsichtlich Klima und Bewirtschaftung der Flächen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hoher Fichtenbestand und damit Risiko bei Klimaänderungen, da Fichte bestimmte Niederschlagsmengen und Bodendurchlüftung benötigt ▪ Geringe Anzahl an Abnehmern und damit gewisses Klumpenrisiko, wobei aktuell ein Verkäufermarkt vorliegt ▪ Keine Risikodiversifikation hinsichtlich der Ertragsquellen

Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Holz ist als Produkt Inputfaktor für Sägewerk-, Holzwerkstoff-, Zellstoff- und Papierindustrie; weiterhin wird Holz als Energieträger nachgefragt. Insgesamt sind Verknappungstendenzen am Holzmarkt beobachtbar ▪ Holz, insbesondere als Energieträger, profitiert von den langfristig steigenden Energiepreisen, nachhaltiger Rohstoff ▪ Langfristige Änderung der Baumarten (Douglasie, Buche) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Klimawandel und dessen Einfluss auf Wachstumsbedingungen und Nutzungsarten ▪ Witterungsschäden, insbes. Stürme, Nassschnee und Starkniederschlag, sowie Umweltschadstoffe aus Verkehr und Landwirtschaft ▪ Schädlingsbefall durch Käfer ▪ Möglichkeit eines Angebotsüberhangs bei sinkender Nachfrage in Folge eines Konjunktur einbruchs

Grundlagen dieser sog. SWOT-Analyse waren der aktuelle Lagebericht der FEAG, eine Markt- und Wettbewerbsanalyse des Unternehmens und Gespräche der Prüferin mit dessen Vorstand.

11. Sodann analysierte die Prüferin die Unternehmensplanung und zog zunächst die GuV-Rechnung der FEAG dafür heran:

GuV-Planung - FEAG in TEUR	Plan 2014/15	Plan 2015/16	Plan 2016/17	Plan 2017/18	Plan 2018/19	Plan 2019/20	Plan 2020/21	Plan 2021/22	Plan 2022/23	Plan 2023/24
Umsatzerlöse	2.080,5	2.358,0	2.369,9	2.371,7	2.383,9	2.395,5	2.407,5	2.419,5	2.431,6	2.443,8
Sonstige betriebliche Erträge	72,0	73,0	74,0	75,0	76,0	77,0	78,0	79,0	80,0	80,0
Materialaufwand	-450,0	-495,2	-495,6	-498,1	-500,6	-503,1	-505,6	-508,1	-510,6	-513,2
Bruttoergebnis	1.702,5	1.935,8	1.938,3	1.948,7	1.959,0	1.969,4	1.979,9	1.990,4	2.001,0	2.010,6
Personalaufwand	-399,0	-419,0	-439,9	-461,9	-465,0	-509,2	-534,7	-561,4	-589,5	-619,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-133,2	-133,5	-134,5	-135,2	-135,9	-136,5	-137,2	-137,9	-138,6	-139,3
Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (EBITDA)	1.170,3	1.383,0	1.363,9	1.351,6	1.338,2	1.323,7	1.308,0	1.291,1	1.272,9	1.252,3
Abschreibungen	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0	-90,0
Ergebnis vor Zinsen (EBIT)	1.080,3	1.293,0	1.273,9	1.261,6	1.248,2	1.233,7	1.218,0	1.201,1	1.182,9	1.162,3
Finanzergebnis	-5,7	-5,0	-3,1	-1,1	0,8	2,7	4,6	6,5	8,4	10,2
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-1.074,6	1.288,1	1.270,9	1.260,5	1.249,0	1.236,4	1.222,6	1.207,6	1.191,2	1.172,5
Umsatzwachstum	2,9%	13,3%	0,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Materialaufwandsquote	21,6%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Personalaufwandsquote	19,2%	17,8%	18,6%	19,5%	20,3%	21,3%	22,2%	23,2%	24,2%	25,3%
Bruttomarge	81,8%	82,1%	82,1%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,3%	82,3%
EBIT-Marge	51,7%	54,6%	53,2%	53,1%	52,4%	51,6%	50,6%	49,9%	49,0%	48,0%

Die wesentlichen Komponenten der Unternehmensplanung sind nach den plausiblen Ausführungen der Prüferin die erwarteten Umsatzerlöse der FEAG dar, ergänzt um Pachterträge, Verkauf von Wildbret und Skonti unter Berücksichtigung der erwarteten Holzpreisentwicklung. Eingepreist in ihre Betrachtung hat die Prüferin auch die jeweils bezifferten sonstigen betrieblichen Erträge, die Materialaufwendungen, den Personalaufwand, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die Abschreibungen und vollzieht anhand der erfassten Daten das geplante Finanzergebnis der FEAG nach, das sich danach zusammensetzt aus Erträgen aus Wertpapieren, Zinserträgen aus dem Kassenbestand sowie Zinsaufwendungen im Wesentlichen für Pensionsrückstellungen zusammensetzt und ein steigendes Finanzergebnis erwarten lässt. Die übrigen Umsatzkomponenten sind danach Pachterträge, Erträge aus Wildbretverkauf und Skonti. Wie für die Holzpreise erwartet die Prüferin insoweit ein Wachstum von 0,5%. Hinsichtlich der sonstigen betrieblichen Erträge konstatiert die Prüferin eine Planung des Unternehmens eines Wachstums von jährlich TEUR 1,0. Weiter befasst sich die Prüferin mit der Materialaufwandsquote, dem Personalaufwand und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie den Abschreibungen. Nach den Feststellungen der Prüferin erwartet das Unternehmen für die Planjahre ein steigendes Finanzergebnis. Die Prüferin erkannte aber verschiedene – nicht näher erläuterte – Aspekte innerhalb der Planung der FEAG, die eine Korrektur der Planung für die hier vorzunehmende Unternehmensbewertung erforderlich machte. Bei diesen Aspekten handelt es sich um die von der FEAG geplanten überproportional steigenden Personalaufwendungen (ab 2016/2017 0,5% statt 5,0%), die ab 2016/2017 geplanten Skonti (TEUR 40 statt vorher TEUR 30), die sonstigen betrieblichen Erträge im letzten Planjahr (keine Erhöhung um TEUR 1 mehr wie in den Vorahren), die Abschreibungen (pauschal angesetzten TEUR 90 zu hoch, stattdessen ZEUR 70) und das Finanzergebnis. Die Korrektur mündete in folgende tabellarische Aufstellung:

Bewertungstechnische Plan-Anpassungen in TEUR	Plan 2014/15	Plan 2015/16	Plan 2016/17	Plan 2017/18	Plan 2018/19	Plan 2019/20	Plan 2020/21	Plan 2021/22	Plan 2022/23	Plan 2023/24
Umsatzerlöse	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoergebnis										
Personalaufwand	0,0	4,3	23,1	43,0	64,0	86,2	109,5	134,1	160,1	187,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (EBITDA)										
Abschreibungen	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Ergebnis vor Zinsen (EBIT)										
Finanzergebnis	-11,5	-14,3	-18,0	-17,7	-19,4	-21,2	-23,0	-24,8	-26,6	-28,3
Ergebnis vor Steuern (EBT)										

Die Prüferin betont in diesem Zusammenhang, dass die von ihr vorgenommenen Änderungen des von der FEAG geplanten Finanzergebnisses aus dem Bewertungsmodell der Gutachterin resultieren. Die Reduzierung dieser Position folgt nachvollziehbar aus der Berücksichtigung der Wertpapiere und der Liquidität als Sonderwert sowie der Einbeziehung von Ersatzinvestitionen für das Anlagevermögen der FEAG. Die Kalkulation des Finanzergebnisses beruht nach den Erläuterungen der Prüferin auf dem von der Gutachterin aufgesetzten integrierten Modell, in dem auf der Basis der Finanzplanung der FEAG die jährlich erwarteten Cashflows abgeleitet wurden. Die der Ertragsbewertung zugrunde gelegte adjustierte Planung stellt sich dabei wie folgt dar:

GuV-Planung - FEAG in TEUR (bewertungstechnisch angepasst)	Ist 2011/12	Ist 2012/13	Ist 2013/14	Plan 2014/15	Plan 2015/16	Plan 2016/17	Plan 2017/18	Plan 2018/19	Plan 2019/20	Plan 2020/21	Plan 2021/22	Plan 2022/23	Plan 2023/24
Umsatzerlöse	1.807,9	2.773,0	2.022,2	2.080,5	2.358,0	2.398,9	2.341,7	2.380,6	2.405,5	2.417,5	2.429,5	2.441,5	2.453,8
Sonstige betriebliche Erträge	87,5	21,4	88,7	72,0	73,0	74,0	75,0	76,0	77,0	78,0	79,0	80,0	81,0
Materialaufwand	-403,1	-666,9	-448,0	-480,0	-495,2	-498,6	-495,1	-500,6	-503,1	-505,8	-508,1	-510,8	-513,2
Bruttoergebnis	1.487,4	2.139,5	1.644,9	1.702,5	1.935,8	1.948,3	1.938,7	1.965,0	1.979,4	1.989,8	2.000,4	2.011,0	2.021,6
Personalaufwand	-309,2	-387,9	-426,3	-390,0	-414,7	-410,8	-418,9	-428,9	-423,1	-425,2	-427,3	-429,4	-431,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-177,2	-181,1	-130,3	-133,2	-132,6	-134,5	-135,2	-135,8	-136,5	-137,2	-137,9	-138,6	-139,3
Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (EBITDA)	891,0	1.389,6	1.068,3	1.179,3	1.387,3	1.387,1	1.404,6	1.412,2	1.418,9	1.427,9	1.435,2	1.442,0	1.448,7
Abschreibungen	-58,3	-71,1	-59,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0
Ergebnis vor Zinsen (EBIT)	832,7	1.318,4	1.019,3	1.109,3	1.317,3	1.327,1	1.334,6	1.342,2	1.348,9	1.357,5	1.365,2	1.373,0	1.380,7
Finanzergebnis	-8,5	-14,3	-23,4	-17,2	-19,3	-19,0	-18,8	-18,6	-18,5	-18,4	-18,3	-18,2	-18,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	794,2	1.304,1	995,9	1.092,1	1.298,0	1.308,0	1.315,8	1.323,6	1.331,3	1.339,1	1.346,9	1.354,8	1.362,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag				-187,0	-201,0	-202,8	-203,9	-205,2	-206,4	-207,7	-209,0	-210,2	-211,5
Sonstige Steuern				-29,1	-27,8	-27,6	-27,4	-27,2	-26,9	-26,7	-26,5	-26,2	-25,9
Jahresüberschuss				838,1	1.069,1	1.077,8	1.084,5	1.091,3	1.098,0	1.104,7	1.111,5	1.118,3	1.125,1
Umsatzwachstum	n/a	33,4%	-27,1%	2,9%	13,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Materialaufwandsquote	22,6%	24,0%	22,1%	21,6%	21,0%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Personalaufwandsquote	22,1%	14,0%	21,0%	19,2%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%
Bruttomarge	41,2%	77,8%	81,3%	81,0%	82,1%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%
EBIT-Marge	43,9%	54,2%	48,3%	52,1%	53,0%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%
Nettogewinnmarge				42,7%	43,3%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%

Die bewertungstechnischen Anpassungen führen insgesamt zu einer Erhöhung der geplanten Ergebnisse der FEAG. Die Prüferin stellt bei Ihrer Plausibilitätsprüfung nachvollziehbar auf die historischen Daten des Unternehmens ab. Nach den bewertungstechnischen Anpassungen – insgesamt im Ergebnis zugunsten der abgefundenen Aktionäre – liegen die geplanten Materialaufwandsquoten im Vergleich zur Vergangenheit leicht unterhalb des historischen Durchschnitts, die geplanten Personalaufwandsquoten leicht darüber, was angesichts der geplanten Personalentwicklungsmaßnahmen der Prüferin verständlich nachvollziehbar ist. Die geplanten Ergebnisquoten liegen im Detailplanungszeitraum etwas über Durchschnittswerten der Vergangenheit bei leicht steigender Tendenz. Hinsichtlich der Nettogewinnmarge stellt die Prüferin eine Steigerung von 42,7% im Detailplanungszeitraum im Planjahr 2014/2015 auf 45,9% im letzten Planjahr 2023/2024. Diese Werte und ihre Entwicklung hält

sie nach der beschriebenen durchgeführten Anpassung für plausibel und als Grundlage für eine Unternehmenswertung geeignet. Die Prüferin betont, die einzelnen bewertungstechnischen Annahmen einer kritischen Prüfung unterzogen zu haben.

12. Im Anschluss ihres Berichts leitet die Prüferin die zu kapitalisierenden Ergebnisse ab. Diese Ableitung basiert nach ihren Ausführungen auf der adjustierten Unternehmensplanung der FEAG für die Geschäftsjahre 2014/2015 bis 2024/2025. Die Prüferin konstatiert, dass die Gutachterin diese Planung um ein nachhaltiges Ergebnis (Ewige Rente) ab dem Geschäftsjahr 2024/2025 ergänzt hat. Im weiteren Fortgang stellt die Prüferin die Ergebnisse der Gutachterin u. a. tabellarisch dar.

DuV-Planung - FEAG (in TEUR (Bewertungstechnisch angepasst))	Ist 2011/12	Ist 2012/13	Ist 2013/14	Plan 2014/15	Plan 2015/16	Plan 2016/17	Plan 2017/18	Plan 2018/19	Plan 2019/20	Plan 2020/21	Plan 2021/22	Plan 2022/23	Plan 2023/24
Umsatzerlöse	1.807,9	2.773,0	2.022,2	2.000,5	2.358,0	2.369,9	2.381,7	2.393,6	2.405,5	2.417,3	2.429,2	2.441,1	2.453,1
Sonstige betriebliche Erträge	57,5	51,4	68,7	72,0	73,0	74,0	75,0	76,0	77,0	78,0	79,0	80,0	81,0
Materialabwand.	-469,1	-665,2	-448,0	-450,0	-492,2	-428,6	-468,1	-600,6	-603,1	-606,6	-609,1	-612,6	-616,1
Bruttoergebnis	1.467,4	2.158,6	1.644,0	1.702,5	1.935,8	1.946,3	1.958,7	1.969,0	1.979,4	1.989,9	1.999,4	2.010,0	2.021,0
Persohnaufwand	-369,2	-387,0	-426,3	-399,0	-414,7	-418,0	-415,2	-420,2	-423,1	-425,2	-427,3	-429,4	-431,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-177,2	-181,1	-180,3	-133,2	-133,9	-134,6	-135,2	-135,8	-136,4	-137,0	-137,6	-138,2	-138,9
Ergebnis vor Abschreibungen und Zinsen (EBITDA)	891,0	1.589,6	1.088,3	1.170,3	1.387,3	1.397,1	1.404,6	1.412,2	1.419,9	1.427,5	1.435,2	1.443,0	1.450,7
Abschreibungen	-89,3	-71,1	-60,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0	-70,0
Ergebnis vor Zinsen (EBIT)	802,7	1.518,4	1.028,3	1.100,3	1.317,3	1.327,1	1.334,6	1.342,2	1.349,9	1.357,5	1.365,2	1.373,0	1.380,7
Finanzergebnis	-8,6	-14,3	-23,1	-17,2	-19,3	-19,0	-18,9	-18,8	-18,6	-18,5	-18,4	-18,3	-18,2
Ergebnis vor Steuern (EBT)	794,2	1.504,1	996,0	1.083,1	1.298,0	1.308,0	1.315,8	1.323,6	1.331,3	1.339,1	1.346,9	1.354,8	1.362,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag				-107,0	-201,0	-202,0	-203,0	-205,2	-206,4	-207,7	-209,0	-210,2	-211,5
Sonstige Steuern				-28,1	-27,9	-27,8	-27,4	-27,2	-26,9	-26,7	-26,5	-26,2	-26,0
Jahresüberschuss				888,1	1.069,1	1.077,8	1.084,5	1.091,3	1.098,0	1.104,7	1.111,3	1.118,1	1.125,1
Umsatzrentenrate	49%	53,4%	47,1%	44,4%	45,4%	45,5%	45,6%	45,7%	45,8%	45,9%	46,0%	46,1%	46,2%
Bruttoumschlag	22,6%	24,0%	22,1%	21,6%	21,0%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Finanzrentenquote	28,1%	14,0%	21,0%	19,2%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%
EBIT-Marge	44,2%	55,2%	50,3%	55,0%	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%	56,8%
EBT-Marge	43,9%	54,2%	49,3%	49,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%
Nettoergebnis				42,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%

Die Prüferin vollzieht weiter die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse durch die Gutachterin nach. Insbesondere geht sie in diesem Zusammenhang auf die Höhe der Ausschüttungen ein. Deren Höhe im Detailplanungszeitraum basiert auf den vom Unternehmen geplanten Ausschüttungen, die eine konstante Dividende in Höhe von TEUR 216 jährlich vorsieht. Für die Phase der ewigen Rente konstatiert die Prüferin, dass der von der Gutachterin insoweit angesetzte Wert einer Ausschüttungsquote von 30% unterhalb der Bandbreite der marktüblichen Ausschüttungsquote von 40%-50% liegt. Da sich diese Annahme – so die die Prüferin nachvollziehbar und plausibel – erhöhend auf den Ertragswert auswirkt, bleibt dieser Wert im Rahmen der Angemessenheitsprüfung der Barabfindung unbeanstandet. Die Prüferin beschreibt weiter, dass die Gutachterin für die Phase der ewigen Rente vereinfachend keine wachstumsbedingte Thesaurierung und auch keine wachstumsbedingte Kursgewinnbesteuerung annimmt. Auch diese vereinfachende Betrachtung beanstandet die Prüferin nicht, da sie sich nicht wertmindernd auf den Ertragswert auswirkt und sich damit nicht negativ auf die Angemessenheitsprüfung auswirkt. Somit ist es nachvollziehbar, dass die Prüferin insgesamt betrachtet das Vorgehen der Gutachterin zur Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse als plausibel einstuft.

13. Die Prüferin setzte sich auch eingehend mit der Bestimmung des in Ansatz zu bringenden Kapitalisierungszinssatzes. Sie arbeitet zunächst heraus, nach welcher Methode die Gutachterin vorgegangen ist. Die Gutachterin richtete sich nach der aktuellen Auffassung des Berufsstands der Wirtschaftsprü-

fer und wendete das Tax-CAPM-Verfahren an. Die Prüferin hat sich auch mit der Begründung der Entscheidung zu diesem Verfahren auseinandergesetzt. Die Prüferin hält dieses Vorgehen unter Zurückstellung verschiedener Bedenken dagegen für in Ordnung und gegenüber einer pauschalen Schätzung vorzuzugswürdig. Ihre wesentlichen Argumente sind:

- a) Für die Prüferin ist das CAPM ein Modell, das die Renditeforderung von Investoren auf einem (idealtypischen) Kapitalmarkt abhängig von den investitionsinhärenten Risiken abbildet.
- b) Das CAPM ist das Erklärungsmodell, das für Investitionsentscheidungen die breiteste Anerkennung gefunden hat.
- c) Eine nachprüfbar und nachvollziehbare Ableitung von Parametern im Rahmen eines Kapitalmarktmodells ist einer pauschalen Schätzung vorzuziehen.

Die Prüferin betont, die einzelnen Komponenten des von der Gutachterin verwendeten Kapitalisierungszinssatzes – Basiszins, Risikozuschlag, Betafaktor – nach Maßgabe der in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten Grundsätze geprüft, hinterfragt und plausibilisiert zu haben.

14. Hinsichtlich des Basiszinssatzes hat sich nach den Feststellungen der Prüferin die Gutachterin an den aktuellen Empfehlungen des FAUB orientiert und den Zinssatz auf Basis von Daten der Deutschen Bundesbank als Drei-Monats-Durchschnitt mit 1,00% (vor Einkommensteuer und nach Rundung auf ¼ Prozent) angesetzt. Die Prüferin hat zum Abgleich dieses Werts aus ihrer Sicht abweichend von der üblichen Vorgehensweise des IDW und damit zusätzlich andere Zeiträume für die Durchschnittsbildung ermittelt und dies in der nachfolgenden Tabelle zum Ausdruck gebracht:

Basiszinssatz			
Quelle	Betrachtungsweise	exakt	gerundet
3-Monats-Durchschnitt			
Deutsche Bundesbank	30 Jahre	0,935%	1,00%
2-Monats-Durchschnitt			
Deutsche Bundesbank	30 Jahre	1,011%	1,00%
1-Monats-Durchschnitt			
Deutsche Bundesbank	30 Jahre	1,280%	1,25%

Die Prüferin pflichtet damit konsequent der Gutachterin in der Annahme eines durchschnittlichen gerundeten Basiszinssatz von 1,00% bei. Nach Abzug der persönlichen Einkommenssteuer liegt der Basiszinssatz im Ergebnis für den gerundeten Wert von 1,00% bei 0,74%. Die Prüferin betont, diesen von der Gutachterin ermittelten Wert im Ergebnis nachvollziehen zu können.

16. Sodann geht sie auf die Ermittlung des Risikozuschlags ein und unterteilt diesen Wert in seine beiden Komponenten, der Marktrisikoprämie und dem Betafaktor. Die Prüferin erläutert in diesem Zusammenhang zunächst, dass üblicherweise die Marktrisikoprämie auf der Basis von empirischen Analysen des Kapitalmarkts ermittelt wird. Dabei würdigt sie das zur Zeit der Prüfung äußerst niedrige Zinsniveau. Die Prüferin problematisiert insoweit, dass die additive Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes aus Basiszins und Risikozuschlag nach den Grundsätzen des IDW damals zu relativ niedrigen Werten führt, die zumindest vorübergehend deutlich unter den Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Form eines Aktienportfolios liegen. Die daraus sich ergebende Renditedifferenz erweist sich damit als wesentlich größer als im langjährigen historischen Durchschnitt. Der Prüferin stellte sich damit die Frage, ob das auch zukünftig so bleibt. Damit steht für sie grundsätzlich zur Diskussion, den Risikozuschlag nicht aus der Renditedifferenz abzuleiten, sondern ihn im Subtraktionsverfahren zu ermitteln, indem von der langjährig beobachteten Marktrendite eines Aktienportfolios der aktuelle quasi-risikolose Basiszinssatz abgezogen wird. Dies hätte allerdings den Effekt eher höherer Kapitalkosten. Im Hinblick auf diesen Effekt geht die Prüferin nachvollziehbar davon aus, dass der von der Gutachterin gewählte Wert nicht zu beanstanden ist. Denn ein niedriger Kapitalisierungszinssatz führt zu einem höheren Unternehmenswert und wirkt sich daher im Zweifel zugunsten der Aktionäre aus. Vor diesem Hintergrund hält die Prüferin die Empfehlung des FAUB, die Marktrisikoprämie aufgrund der aktuellen Situation auf dem Kapitalmarkt zu erhöhen, für begründet. Sie konstatiert weiter, dass der von der Gutachterin angenommene Wert von 5,5% in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite liegt, weshalb er aus ihrer Sicht unter dem Kriterium der Angemessenheit nicht zu beanstanden ist. Die Prüferin befasste sich dann mit dem Vorgehen der Gutachterin bei der Ableitung des Beta-Faktors. Sie stellt zutreffend fest, dass die Gutachterin insoweit auf eine Peer Group abgestellt hat, weil sie dem unternehmenseigenen Beta der FEAG keine Aussagekraft beimessen konnte. Die Prüferin stellt auch die Auswahlkriterien der Gutachterin dar. Einbezogen wurden forstwirtschaftliche Unternehmen mit einem möglichst vergleichbaren Geschäftsmodell gegenüber der FEAG oder Investmentgesellschaften mit Investition in forstwirtschaftliche Unternehmen sowie signifikante Aktienkurse gegenüber dem jeweils breitesten lokalen Index. Die Prüferin vollzog auch nach, wie sich die Peer Group der Gutachterin letztlich zusammensetzte und auf welchen Beta-Faktoren dieser Gruppe deren Bestimmung erfolgte. Danach hat die Gutachterin die Beta-Faktoren der Mitglieder der Peer Group auskunftsweise über den Finanzdienstleister Capital IQ abgerufen. Die Prüferin konzediert, dass alle Unternehmen der Peer Group der Gutachterin ihren Sitz in den USA haben. Sie stellt weiter fest, dass die Gutachterin für die Bewertung einen Betafaktor nach gutachterlichem Ermessen mit Hinweis auf den Bewertungsanlass und auf der Basis zusätzlicher Überlegungen zur internen Verzinsung der Gesellschaft bei Waldtransaktionen in Höhe von 0,5% zugrunde, der damit unter dem von ihr errechneten Mittelwert der Peer Group-Daten liegt. Dieses Vorgehen der Gutachterin sieht die Prüferin sehr kritisch und hat die Bewertung auch insoweit nachvollzogen. Zunächst prüfte sie, ob die Gutachterin zurecht das unternehmenseigene Beta der FEAG für nicht anwendbar gehalten hat, und stellte insoweit eigene Analysen an. Die Prüferin pflichtet im Ergebnis der Gutachterin zur fehlenden Relevanz des unternehmenseigenen Betas bei. Auch die Prüferin erachtet diesen Wert als nicht signifikant. Neben den als zutreffend empfundenen Argumenten der Gut-

achterin verweist die Prüferin zunächst darauf, die Aktienliquidität der FEAG für die vergangenen fünf Jahre nachvollzogen zu haben. Die Prüferin betont, dass die FEAG-Aktie für die Ableitung eines Beta-Faktors nicht hinreichend liquide gewesen ist. Die Prüferin definiert dabei den Begriff der Liquidität. Danach plausibel ist eine Aktie liquide, wenn sie regelmäßig und in ausreichendem Maß am Markt transferiert wird. Dafür genügt, dass die Aktie jederzeit und ohne Auf- oder Abschlag in kleinen und großen Mengen ge- und verkauft werden kann. Eine solche Liquidität vermochte die Prüferin nicht zu erkennen. Sie sah ebenso wie die Gutachterin darin keine zureichende statistische Aussagegüte für eine fundamentalanalytische Bewertung der FEAG. Die Prüferin untersuchte im nächsten Schritt den von der Gutachterin ermittelte Betafaktor von 0,5. Dabei bildete die Prüferin eine eigene Peer Group, die sich – so die Prüferin nachvollziehbar – aus Unternehmen zusammensetzt, die folgende Kriterien erfüllen: Die Unternehmen befassen sich mit Holzanbau und -ernte. Die entsprechenden Wälder werden in gemäßigten Breiten (keine Tropenwälder) bewirtschaftet. Das Holz wird verwendet für Zwecke der Holzverarbeitung, Energiegewinnung oder für die Papiergewinnung ohne eine unternehmenseigene weitere Wertschöpfung. Die jeweiligen Aktien mussten signifikant und ausreichend liquide sein. Damit glich die Prüferin das für die FEAG festgestellte Manko hinsichtlich der Liquidität aus und wendet Kriterien an, die auch das zu bewertende Unternehmen erfüllt. Die Prüferin gelangte in Anwendung dieser Kriterien zu einer Peer Group, die identisch zu der der Gutachterin zusammengesetzt war. Eine unmittelbare Einbeziehung kanadischer Unternehmen in die Peer Group unterblieb danach bewusst deswegen, da der kanadische Holzmarkt stärkeren staatlichen Regularien unterliegt als der US-amerikanische und auch im kanadischen Staatseigentum stehende Wälder von den dortigen Unternehmen bewirtschaftet werden. Die Prüferin betont gleichwohl, im einzelnen konkret benannte kanadische Unternehmen für einen breitere Analyse in die Prüfung einbezogen zu haben. Die Erkenntnisse zur Peer Group fasst die Prüferin wie folgt zusammen:

Übersicht Betaberechnung FEAG Unternehmen	5-Jahre monatlich		
	Raw Beta (levered)	t-Test	unlevered Raw-Beta
US-amerikanische Unternehmen			
Deltic Timber Corp	0,8	i.O.	0,7
Plum Creek Timber Co Inc	0,8	i.O.	0,6
Potlatch Corp	0,7	i.O.	0,6
Rayonier Inc	0,7	i.O.	0,6
Weyerhaeuser Co	1,3	i.O.	1,1
Mittelwert US-amerikanische Unternehmen	0,9		0,7
Kanadische Unternehmen			
Acadian Timber Corp	1,3	i.O.	1,0
Interfor Corp	1,4	i.O.	1,2
West Fraser Timber Co Ltd	1,0	i.O.	0,9
Western Forest Products Inc	2,1	i.O.	1,6
Mittelwert kanadische Unternehmen	1,4		1,2
Mittelwert gesamte Peer Group	1,1		0,9

Ausweislich dieser Übersicht liegt der Mittelwert der US-amerikanischen Raw Beta-Faktoren bei 0,9, der der kanadischen Unternehmen deutlich höher bei 1,4. Zurecht befasst sich die Prüferin mit diesem großen Unterschied. Sie führt in nachvollziehbar darauf zurück, dass das Geschäftsrisiko der kanadischen Unternehmen ersichtlich höher sei als das der US-amerikanischen. Zudem bewirtschaftet die FEAG wie die zum Vergleich herangezogenen US-amerikanischen Unternehmen ausschließlich eigenen Wald. Dies war für die Prüferin ersichtlich das entscheidende Kriterium, um für die FEAG den Beta-Faktor mit einem Wert von 0,7 als sachgerecht anzusehen. Die Prüferin liegt damit 0,2 Punkte über dem Wert der Gutachterin. Da sich deren Wert aber für die Unternehmensbewertung werterhöhend darstellt, beanstandet sie ihn konsequenterweise im Sinne der Angemessenheit der Abfindung der Minderheitsaktionäre nicht.

17. Auch die Höhe des in Ansatz zu bringenden Wachstumsabschlags war Gegenstand der Betrachtung der Prüferin. Ausgangspunkt dieser Betrachtung war der von der Gutachterin in Ansatz gebrachte Wert von 0,5%. Die Prüferin hält diesen Wert im Ergebnis für sachgerecht. Ausschlaggebendes Argument war für sie ersichtlich, dass aus ihrer Perspektive keinerlei skalierbare Effekte oder Produktionssteigerungen möglich seien, da die Wachstumsrate des Waldes nicht angepasst werden könne.

18. In ähnlicher Weise pauschal hält die Prüferin ferner die von der Gutachterin in Ansatz gebrachten ka-

pitalisierten Eigenkapitalkosten von 3,09% für sachgerecht und begründet. In der Berechnung des Ertragswerts und der Ableitung der Sonderwerte hat die Gutachterin nach der Prüferin keine Fehler begangen.

19. Die Prüferin befasste sich auch mit der Berechnung des Liquidationswerts durch die Gutachterin und vollzog diese nach. Sie konstatiert, dass der Ableitung des Liquidationswertes durch die Gutachterin der geprüfte Jahresabschluss der FEAG nach HGB zum 30.09.2014 zugrunde liegt. Die Prüferin überprüfte nach ihren Ausführungen die Höhe der bilanzierten Positionen auf der Basis aktueller Informationen zum Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten. Als zentral erachtete sie den Verkehrswert für den gesamten forst- und landwirtschaftlichen Grundbesitz bei (fiktiver) Auflösung der Gesellschaft. Sie beschreibt auch ein grundsätzliches Problem bei der Bestimmung des Verkehrswerts. Die Marktpreise für Wald sind aus Sicht der Prüferin wenig transparent. Diese bedauert, dass für den Grundbesitz der FEAG keine unmittelbar vergleichbaren Marktpreise vorliegen, die aus ihrer Sicht aussagekräftigen Kriterien erfüllten. Aufgrund der auch für sie hohen Relevanz des Liquidationswerts betont sie, sich intensiv mit dem Vorgehen der Gutachterin auseinandergesetzt zu haben. Dies betrifft insbesondere die von der Gutachterin analysierten Transaktionen von Wald- und Landwirtschaftsflächen der FEAG. Sie konstatiert in diesem Zusammenhang, dass die Vergleichbarkeit der Transaktionen der FEAG stark eingeschränkt ist. Dies führt die Prüferin im Wesentlichen auf folgende Umstände zurück: Nach ihren Feststellungen hat die FEAG in den Folgejahren seit 2008 eher kleine Flächen erworben, etwa Enklaven, die zu einer Arrondierung der Flächen der Reviere geführt hätten. Insoweit seien eher hohe Preise zu zahlen gewesen. Weiter sei angesichts der zurückgehenden Rentabilität risikoarmer Kapitalanlagen ein zunehmendes Interesse von Anlegern festzustellen, ihr Geld in der Land- und Forstwirtschaft zu investieren. Letztlich weist die Prüferin noch darauf hin, dass die letzte große Transaktion der FEAG zu Beginn der Finanzkrise stattgefunden habe und damit in gänzlich anderen Rahmenbedingungen als bei der Bewertung. Auch die verfügbaren Informationen des hessischen Staatsforstes sind für die Prüferin nur eine bedingt verwertbare Quelle angesichts unterschiedlicher Lage und Bewaldung der zu „vergleichenden“ Flächen. Auch die Transaktionen der BVVG waren für die Prüferin wenig relevant. Sie stellte daher – nachvollziehbar – eine alternative Betrachtung an und stellte auf den ungewichteten Durchschnittspreis aus den tatsächlichen Transaktionen der FEAG der Vergangenheit ab, unterteilt nach dem Gegenstand der Transaktion (Wald, Wiese, Acker etc.). Forstland, Bauland, Lagerplätze und Wildwiesen der FEAG bewertet die Prüferin danach mit insgesamt TEUR 52.069:

Verkehrswert land- und forstwirtschaftliche Flächen	Ansatz Bewerter in TEUR	Szenario in TEUR
<i>Holzbodenfläche in ha</i>	3.357	3.357
<i>Wertansatz in EUR pro ha</i>	9.982	14.337
Holzbodenflächen	33.505	48.123
<i>Landwirtschaftliche Acker und Wiesen in ha</i>	115	115
<i>Wertansatz in EUR pro ha</i>	21.071	17.405
Landwirtschaftliche Acker und Wiesen	2.413	1.993
<i>Forstwege/Lagerplätze/Wildwiesen in ha</i>		116
<i>Wertansatz in EUR pro ha</i>		14.337
Forstwege/Lagerplätze/Wildwiesen		1.662
<i>Bauland in ha</i>		2
<i>Wertansatz in EUR pro ha</i>		140.000
Bauland		291
<i>Sonstige Flächen in ha</i>	118	
<i>Wertansatz in EUR pro ha</i>	9.982	
Sonstige Flächen	1.178	
Land- und forstwirtschaftliche Flächen	37.096	52.069

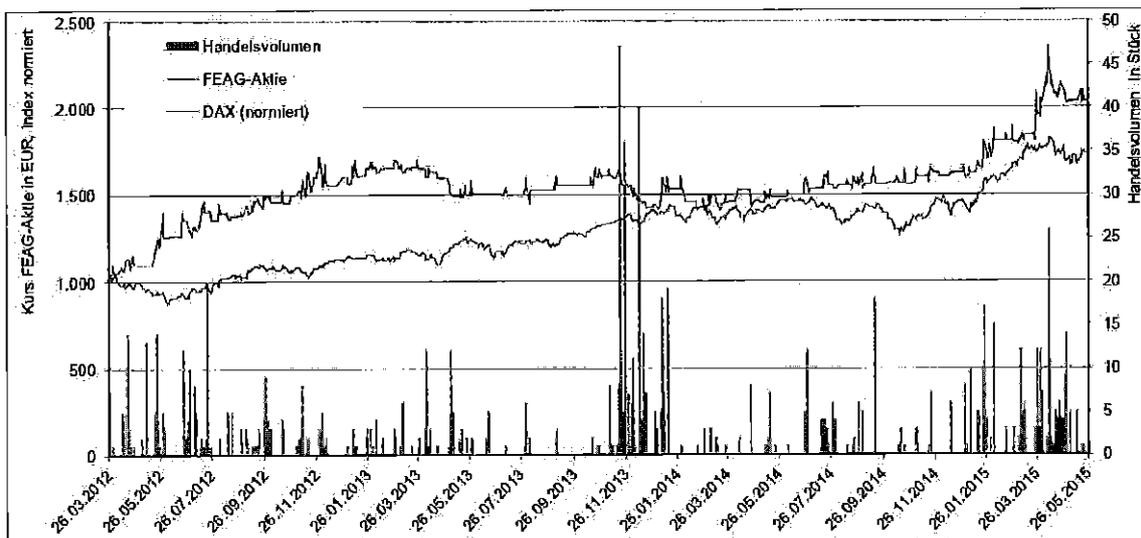
Die Prüferin konstatiert weiter, dass für die endgültige Ableitung des Liquidationswertes die übrigen Vermögensgegenstände mit ihrem Verkehrswert auf den vorgenannten Wert aufzuaddieren und Schulden abzuziehen sind. Sie stellt weiter fest, dass die Gutachterin für die Gebäude und Außenanlagen die historischen Anschaffungskosten zugrunde gelegt hat. Die Prüferin hielt dies nachvollziehbar für plausibel; denn das einen großen Posten ausmachende Verwaltungsgebäude wurde erst 2011 errichtet. Alle anderen Vermögensgegenstände kamen mit dem Buchwert zur Anrechnung. Nicht bilanzierte immaterielle Vermögenswerte vermochte auch die Prüferin nicht zu erkennen. Wegen ihrer anderen Betrachtungsweise bei der Bewertung der land- und forstwirtschaftlichen Flächen gelangt die Prüferin damit insgesamt zu einem im Verhältnis zum Ergebnis der Prüferin deutlich höheren Liquidationswert vor Steuern von insgesamt TEUR 54.058, dessen Ermittlung in der nachstehenden Tabelle dargestellt ist:

Ermittlung des Liquidationswertes - FEAG	Liquidation		
	BW	Bewerter	Szenario
Land- und forstwirtschaftliche Flächen	10.537 *	37.096	52.069
Bauten	305 *	675	675
Grundstücke und Bauten	10.842	37.771	52.743
Betriebs- und Geschäftsausstattung	74	74	74
Finanzanlagen	721 *	721	721
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	37 *	37	37
Sonstige Vermögensgegenstände	76 *	76	76
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	5	5	5
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	2.376 *	2.376	2.376
Summe der Vermögenswerte	14.131	41.059	56.032
Rückstellungen für Pensionen	1.185	1.185	1.185
Steuerrückstellungen	71	71	71
Sonstige Rückstellungen	196	196	196
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	251	251	251
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1	1	1
Sonstige Verbindlichkeiten	219	219	219
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	53	53	53
Summe der Verbindlichkeiten	1.974	1.974	1.974
Liquidationswert vor Liquidationskosten und Steuern	12.157	39.085	54.058
<i>abzgl. Liquidations- und Abfindungskosten</i>		-742	-1.041
Liquidationswert vor Steuern		38.343	53.016
Steuerlicher Buchwert	11.563		
<i>Unternehmenssteuern</i>		-4.238	-6.560
Liquidationswert nach Steuern		34.105	46.456
<i>zzgl. Gewinnanteil des ersten Halbjahres des Geschäftsjahres 2014/15</i>		930	930
Liquidationswert der Forst Ebnath Aktiengesellschaft		35.035	47.386
Anzahl der Aktien (in Stück)		54.000	54.000
Liquidationswert je Aktie in EUR		648,80	877,52

In der Aufstellung sind auch die Liquidationskosten ausgewiesen. Diese hatte die Gutachterin mit 2% angesetzt. Dies hält die Prüferin für plausibel. Anhaltspunkte, diesen Wert noch niedriger anzusetzen, sind nicht ersichtlich. Im Ergebnis gelangt damit die Prüferin zu einem Liquidationswert je Aktie von 877,53€, der deutlich über dem der Gutachterin von 648,80€ liegt. Beide Werte liegen weit unter-

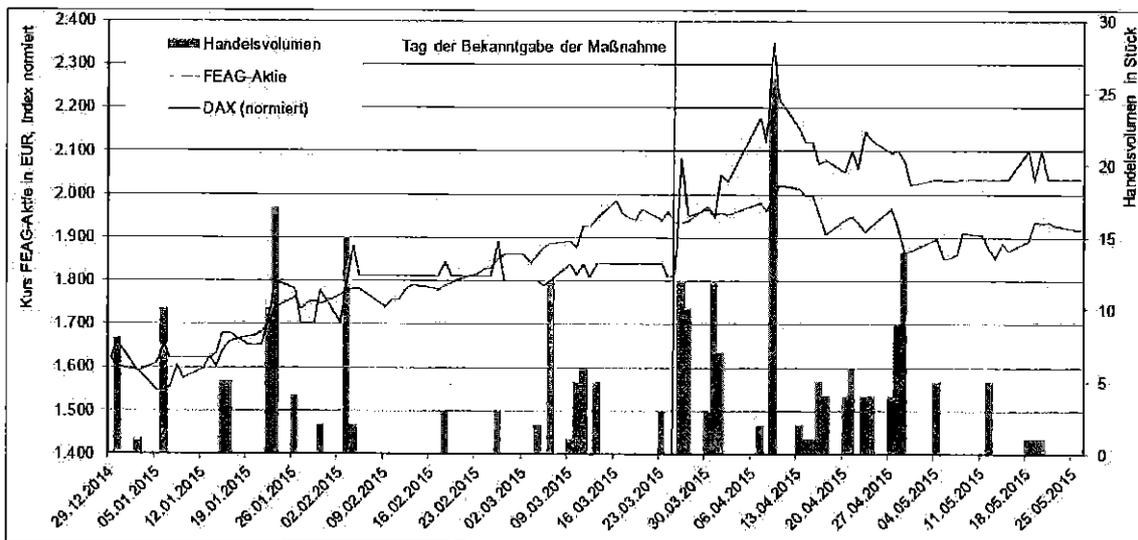
halb der angebotenen Barabfindung.

20. Die Prüferin vollzieht auch den Börsenkurs der FEAG-Aktien und dessen Relevanz für die Unternehmensbewertung nach. Zunächst fasst die die einschlägige Rechtsprechung zusammen, nach der grundsätzlich der Börsenkurs der Aktie die Untergrenze der Abfindung der Minderheitsaktionäre darstellt. Von diesem Grundsatz ist danach nur dann eine Ausnahme zu machen, wenn die Aktie nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt wurde oder der Börsenkurs aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt und damit eine Marktengung vorliegt. Die Prüferin arbeitet das für die Bestimmung des Börsenkurses wesentliche Kriterium heraus: Der maßgebliche Referenzzeitraum besteht demnach aus den letzten drei Monaten vor Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme. Die Prüferin stellt fest, dass diese Maßnahme durch die Antragsgegnerin dem Vorstand der FEAG am 26.03.2015 den Squeeze out der Minderheitsaktionäre angekündigt. Dem entsprechend beginnt der Referenzzeitraum am 26.12.2014 und endet am 25.03.2015. Da die Gutachterin Anzeichen für eine Marktengung erkannte, ohne aber die Voraussetzungen für deren Annahme feststellen zu können, befasste sich die Prüferin eingehend mit der Frage der Relevanz des Börsenkurses für die Bewertung der FEAG. Zur Überprüfung der Annahmen der Gutachterin wurden Kurse und Umsätze auf der Basis von Bloomberg-Daten analysiert. Die Kursentwicklung der FEAG-Aktie ergibt sich aus der folgenden Aufstellung:



Der Wert der Aktie bewegte sich ausweislich dieser Aufstellung zwischen März 2012 und April 2014 zwischen etwas über 1000€ bis etwas über 1700€ bei sinkender Tendenz bis zum 17.04.2014, an dem der Kurs 1.410€ betrug. Ab da stieg der Kurs kontinuierlich bei einem signifikanten Anstieg am Tag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme. Im Referenzzeitraum zählte die Prüferin – zu Recht – 61 Tage im Referenzzeitraum, an denen Börsenhandel stattfand. An 20 Tagen davon wurden Aktien der FEAG an der Börse gehandelt. Sie stellte auch fest, dass nur vom 02. auf 03.02.2015 die aufeinander-

derfolgenden Kurse um mehr als 5% voneinander abwichen. Zu Recht sah sie damit die Voraussetzungen für eine Marktengte als nicht erfüllt an. Diese setzt voraus, dass für die Aktien während des relevanten Dreimonatszeitraums an weniger als einem Drittel der Börsentage Kurse festgestellt werden können und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen. Vorliegend fand an 32,79% der Börsentage ein Handel mit Aktien der FEAG statt. Der Drittelwert wäre damit – kann man sich nicht zu einer Rundung auf Vorkommastellen durchringen – minimalst unterschritten. Indes fehlt es an der zweiten Voraussetzung der Marktengte, einer mehrfachen Abweichung der Kurse an aufeinanderfolgenden Börsentagen um mehr als 5%. Denn es gab nur eine Abweichung. Die Voraussetzungen für die Annahme einer Marktengte liegen damit aus Sicht der Prüferin nachvollziehbar nicht vor. Vor diesem Hintergrund kommt die Prüferin damit logischerweise zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs als relevante Wertuntergrenze für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung heranzuziehen ist. Im einzelnen stellte sich der Handel im Referenzzeitraum wie folgt dar:



Im Referenzzeitraum stieg der Wert der Aktie von 1.620€ auf 1.810€. Insgesamt wurden an den 20 Tagen, an denen die FEAG-Aktien am Börsenhandel teilgenommen haben, insgesamt 119 Aktien gehandelt. Die Prüferin hat sich auch mit dem Zeitraum zusammengesetzt, der zwischen dem Tag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem der Hauptversammlung am 04.08.2015 lag. Dieser Zeitraum beträgt vorliegend ca. 4 ½ Monate. Diesen Zeitraum erachtet die Prüferin als für eine Prüfung wie vorliegend erfolgt für absolut ausreichend und üblich. Die Gefahr, dass die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenentwicklung nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme im Endeffekt ausgeschlossen werden, sieht die Prüferin nachvollziehbar nicht. Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist für deshalb plausibel nicht veranlasst. Die Prüferin hat auch den für den Bewertungsstichtag den maßgeblichen Durchschnittskurs der letzten drei Monate davor bei der BaFin abgefragt, die die-

sen mit 1.807€ je Aktie beziffert hat. Auch diesen Wert hat die Prüferin mit den bereits erwähnten Bloomberg-Daten nachvollzogen und gelangt dabei zu einem niedrigeren Wert. Gleichwohl hält sie den von der Gutachterin zugrunde gelegten Wert als vertretbar. Dementsprechend konsequent hält sie den Wert von 1.807€ je Aktie im Sinne der Angemessenheit wie auch sonst dort, wo sie zu den Minderheitsaktionären ungünstigeren Ergebnissen gekommen ist, für nicht zu beanstanden.

21. Da dieser Wert der höchste von denen ist, der mit den verschiedenen Methoden und Betrachtungen ermittelt wurde, hält ihn die Prüferin konsequent als Abfindungsbetrag der Minderheitsaktionäre für deren Ausschluss aus der FEAG für angemessen und richtig.

V. Dieses Ergebnis ergibt sich auch nach der Schätzung des Gerichts. Dabei folgt die Kammer im Wesentlichen Gutachterin und Prüferin bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse.

1. Hinsichtlich des anzulegenden Prüfungsmaßstab gilt: Die Kammer ist nach wie vor der Auffassung, dass jede Bestimmung eines Unternehmenswertes nach betriebswirtschaftlichen Bewertungsmethoden wegen der eingeschränkten Erkenntnisquellen, auf denen sie beruht, und wegen der jeder Prognose innewohnenden Unsicherheit keinen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert ergibt. Dem Gericht kommt daher die Aufgabe zu, diesen Wert unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (st. Rspr. zum Prüfungsmaßstab, vgl. z.B. BGH ZIP 2001, 734/736; BayObLG AG 2006, 41/43, OLG München, zuletzt Beschluss vom 06.02.2013, 31 Wx 520/11, S. 8 und Beschluss vom 07.02.2013, 31 WX 122/12, S. 8, OLG Stuttgart ZIP 2004, 712/714). Dabei müssen es die Verfahrensbeteiligten, nachdem auch jedes gutachtliche Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten existiert und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände hieraus einen Wert als angemessen erachtet (vgl. BayObLG, OLG München und OLG Stuttgart, jeweils a.a.O.).
2. Maßgeblich für die Kammer sind die Prognosen und Planungen des betroffenen Unternehmens. Es ist nicht Aufgabe der Kammer, anstelle der Prognosen über die künftige Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge im Übertragungsbericht eigene Prognosen aufzustellen. Denn die dortigen Prognosen sind das Ergebnis von unternehmerischen Entscheidungen 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 jedoch annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - ebenfalls nur vertretbare - Annahmen der Kammer ersetzt werden (st. Rspr. vgl. z.B. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006, 20 W 5/05, Rn. 65, zitiert nach juris).
3. Grundlage der Wertermittlung ist damit zunächst die Planung der FEAG.
 - a) Die Planung, ihre Bewertung und ihre Prüfung sind bereits ausführlich dargelegt und gewürdigt.

Auf die vorstehenden Ausführungen, ergänzt durch entsprechende tabellarische Darstellungen, wird Bezug genommen. Dies gilt auch für den Prüfungsmaßstab und die zur Entscheidung führende Schätzgrundlage.

- b) Die entsprechende Grundlage hierfür war vorhanden. Insoweit wird verwiesen auf die bereits erwähnten Unterlagen.
- c) Diese Planung ist nach den Feststellungen der Prüferin und den Angaben ihrer Mitarbeiter hierzu im Termin vom 19.01.2017 in sich abgestimmt, nachvollziehbar und geeignet, Grundlage einer angemessenen Ertragswertermittlung zu sein. Sie ist, wie oben dargelegt, somit grundsätzlich von der Kammer anzuerkennen und zur Grundlage der Schätzung des Unternehmenswertes zu machen. Dies gilt umso mehr, als die Prüferin ausdrücklich betont, dass ihr alle erbetenen Auskünfte und benötigten Informationen vorlagen und ihr die benannten Auskunftspersonen uneingeschränkt zur Verfügung standen. Auch die durchgeführte teilversetzte Parallelprüfung brachte danach keinerlei Schwierigkeiten mit sich, sondern trug ersichtlich zur Effizienz der Prüfung der Gutachterin bei.
- d) Die von den Antragstellern und der gemeinsamen Vertreterin erhobenen Einwände gegen die Planung greifen nicht durch.
 - (1) Ausweislich des Gutachtens zum Unternehmenswert der FEAG umfasst die Planung des Unternehmens in Anlehnung an den zehnjährigen Forstwirtschaftsplan des Forstbüros Ostbayern und wegen der Langfristigkeit und Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells einen Horizont von zehn Jahren. Dabei konnten sich Prüferin und Gutachterin auf die FEAG beschränken. Tochtergesellschaften, die in die Bewertung hätten einbezogen werden müssen, gibt es nicht.
 - (2) Diese Planung ist nach den Feststellungen der Prüferin sich abgestimmt, nachvollziehbar und geeignet, Grundlage einer angemessenen Ertragswertermittlung zu sein. Sie ist, wie oben dargelegt, somit grundsätzlich von der Kammer anzuerkennen und zur Grundlage der Schätzung des Unternehmenswertes zu machen. Dies gilt umso mehr, als die Prüferin ausdrücklich betont, dass ihr alle erbetenen Auskünfte und benötigten Informationen vorlagen. So stützte sie sich auf die gleichen Unterlagen wie die Gutachterin und kannte auch deren Übertragungsbericht. Auch die durchgeführte teilweise parallel durchgeführte Prüfung brachte danach keinerlei Schwierigkeiten mit sich, sondern trug ersichtlich zur Effizienz der Prüfung der Gutachterin bei.
 - (3) Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter gegen die Planung erhobenen und bereits geschilderten Bedenken greifen nicht durch. Sie erweisen sich als nicht stichhaltig:

- (4) Im Rahmen der Anhörung der Prüferin spielte die Planung nur eine untergeordnete Rolle. Die erschienenen bzw. im Anhörungstermin vertretenen Antragsteller sahen ersichtlich keinen Anlass, die Prüfer konkret zu ihren Einwänden zu befragen oder diese zu konkretisieren. Dies betrifft insbesondere die Einwände, die Planung der FEAG sei intransparent und nicht überzeugend und verstoße gegen allgemeine Planungsgrundsätze. Weder die Gutachterin noch die Prüferin konnten dafür entsprechende Anhaltspunkte entdecken. Ganz im Gegenteil: Die Planung war wesentlicher Prüfgegenstand. Mit ihr haben sich die Gutachterin und die vom Gericht bestellte Prüferin ausführlich – wie beschrieben – auseinandergesetzt. Soweit die geplante Holzpreisentwicklung falsch sein sollte, weil gerade kein Preisrückgang, sondern ein Preisanstieg zu erwarten gewesen sei und die Prüferin den Markt zu schlecht eingeschätzt habe, ist zu konstatieren: Der teilweise ins Feld geführte Grundsatz "Je länger Holz steht, desto wertvoller wird es.", kann von der Kammer nicht nachvollzogen werden. Der Wert eines Guts hängt nicht davon ab, wie lange es existiert, sondern zu welchem Preis es nachgefragt wird. Das Alter des Holzes ist – vom je nach Witterung/Klima wachsenden – Stammumfang abgesehen anders als etwa bei Wein kein Qualitätskriterium, das sich auf den erzielbaren Preis auswirken kann. Auch der Einwand, ein Rückgang der operativen Marge sei zu Unrecht geplant gewesen, greift nicht. Die Prüferin hat in sich schlüssig und nachvollziehbar darauf hingewiesen, dass es aufgrund Sturmschäden das Einschlagvolumen im Geschäftsjahr 2012/2013 besonders hoch war. Dementsprechend stimmig ist es für sie, dass deshalb zur Sicherung der Nachhaltigkeit in den Folgejahren der Hiebsatz zunächst sinkt. Ansonsten läge der Einschlag über dem tatsächlichen Wachstum und schmälerte die Substanz für neues. Die erhobenen Einwände gegen die Erwartung von steigenden Personalkosten hat die Prüferin jedenfalls teilweise geteilt und in ihre Bewertung eingepreist, ohne dass dies auf Antragstellerseite Berücksichtigung gefunden hätte. Die Einwände gegen ein Ansteigen des Aufwands für Rechts- und Beratungskosten greifen ebenfalls nicht. Diese Kosten wirkten sich selbst bei ihrem werterhöhenden Ansatz allenfalls marginal auf das Ergebnis der Unternehmensbewertung aus. Dass angeblich zu Unrecht nicht berücksichtigt worden sei, dass die Gewinnrücklagen von 10 Mio€, die jährlich um 1Mio€ stiegen, trifft so nicht zu. Dieses Thema wurde weder bei der Begutachtung noch bei der Prüfung aufgeworfen. Aus den zur Verfügung stehenden Zahlenwerken ergibt sich das nicht. Dass die Gesellschaft in Liquidität „schwimme“, weshalb eine Thesaurierung der Gewinne keinen Sinn mache, ist keine Frage der Unternehmensbewertung und trifft in dieser Pauschalität nicht zu. Vielmehr ergibt sich aus der Planung der FEAG, dass den Aktionären eine konstante Dividende ausgeschüttet werden und eine Thesaurierung stattfinden soll. Entgegen den insoweit erhobenen Einwänden flossen beide Umstände in die Unternehmensbewertung ein, und zwar werterhöhend. Dies betrifft insbesondere die von der Prüferin konstatierte unterdurchschnittliche Ausschüttungsquote. Dass freie Liquidität den Zukauf von weiteren Forstflächen nahelege, womit sich der Einschlag erhöhte, was teilweise von den Antragstellern vorgebracht wird, ist keineswegs zwingend, sondern eine unternehmerische, nicht alternativlose Entscheidung. Deshalb vermag das Gericht in der Planung auch keine Wi-

dersprüche zu erkennen. Den ebenfalls erhobenen Einwand, die geplante Wiederaufforstung sei unrealistisch und führte zu einer zu starken Waldverdichtung, wodurch sich das Risiko des Käferbefalls erhöhte, kann die Kammer nicht nachvollziehen. Denn im Falle der Berechtigung des Einwands führte die Planung zu einer negativen und damit unternehmenswertmindernden Entwicklung des Unternehmens.

- e) Ebenfalls nicht durchgreifend sind die Einwände gegen die Anwendung des Ertragswertverfahrens zur Ermittlung des Unternehmenswerts. Mehrere Antragsteller verweisen darauf, dass stattdessen waldbewertungsspezifische Praktikermethoden zur Anwendung hätten kommen müssen. Auch wird ins Feld geführt, dass der Wert der Waldflächen in der Ertragswertberechnung keinen angemessenen Niederschlag gefunden habe. Nach dem Verständnis des Gerichts handelt es sich beim Ertragswertverfahren um ein *Procedere*, das allgemein eine Bewertung eines Unternehmens eben nach dessen Ertragswert ermöglicht, und zwar branchenübergreifend anhand immer der gleichen (Schätz)Parametern. Es handelt sich damit um eine allgemeine, einheitliche Methode der Unternehmensbewertung. Stellte man einfach nur auf den Börsenwert ab, ergibt sich ein ähnliches Maß an Vergleichbarkeit mit dem jeweiligen Kurs als maßgebliches Differenzierungskriterium. Die Prüferin hat sich eingehend mit der Frage befasst, ob vorliegend wegen der Besonderheiten der FEAG das Ertragswertverfahren angewandt werden kann, und diese Frage eindeutig auch im Rahmen der Anhörung bejaht. Das Gericht schließt sich den insoweit überzeugenden Ausführungen der Prüferin an (s. o.) und hält das Ertragswertverfahren gegenüber den simplifizierenden Praktikerbewertungsverfahren für vorzugswürdig. Auch war der Wert der Waldflächen nicht stärker bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen. Denn die FEAG betreibt keinen Waldhandel. Ihr Unternehmensgegenstand lässt sich auch nicht mit dem Haben und Halten von Waldflächen definieren. Sie bewirtschaftet diese Flächen vielmehr als nachhaltiger Forstbetrieb und erzielt aus dem Verkauf von Holz ihre wesentlichen Einnahmen. Der Wald hat damit für das Unternehmen einen anderen Wert als der für seine Fläche.
- f) Zum Basiszinssatz, den die Prüferin zugrunde gelegt hat, äußern sich deutlich mehr Antragsteller kritisch. Einhellig rügen sie, dass der in Ansatz gebrachte Basiszins mit 1,0% (vor Steuern) zu hoch sei. Die stattdessen angeblich anzusetzenden Werte schwanken zwischen 0,12% bis maximal 0,91%. Auch hier verfangen die in sich teilweise widersprüchlichen Einwände der Antragsteller nicht. Im Ertragswertverfahren werden die Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens als Kapitalisierungszinssatz herangezogen. Dabei setzen sich die Eigenkapitalkosten zusammen aus einem risikolosen Zinssatz (= Basiszins) und dem Risikozuschlag für das verschuldete Unternehmen. In der Phase der ewigen Rente werden zudem nachhaltige Wachstumseffekte, die als stetig wachsende finanzielle Überschüsse angenommen werden, dadurch berücksichtigt, dass der Kapitalisierungszins um einen Wachstumsabschlag gekürzt wird. Der Basiszins repräsentiert eine risikolose und zu dem Zahlungsstrom aus dem zu bewertenden Unternehmen laufzeitäquivalente Kapitalmarktanlage (vgl. Dörschel u.a., Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung 2. Aufl. 2012, S. 50, m.w.N.). Der Basiszinssatz ist daher regelmäßig aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wert-

papiere, also aus landesüblichen Zinssätzen für (quasi-)risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abzuleiten. Denn der Abzinsung der zukünftigen Erträge auf den Stichtag liegt die Vorstellung zugrunde, den Betrag zu ermitteln, der bei einem realistischen Zins Erträge bringt, die den zu erwartenden Unternehmensgewinnen entsprechen. Zu ermitteln ist somit der, aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig laufzeitäquivalente, also auf Dauer zu erzielende einheitliche Nominalzinssatz. Dabei darf zur Prognose der langfristigen Zinsentwicklung nicht in erster Linie darauf abgestellt werden, ob zum Zeitpunkt des Stichtags eine Niedrigzinsphase herrscht, sondern es ist eine Gesamtschau unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung der Vergangenheit anzustellen. Diesen Erwägungen wird die Annahme eines Basiszinssatzes von 0,74%, wie ihn die Prüferin nach Abzug der Steuer errechnet hat, gerecht. Dieser Wert deckt sich vollständig mit dem der Gutachterin, die ihn ermittelt hat auf Basis der Zahlen der Deutsche Bundesbank. Vor Abzug der Steuern beträgt er 1,0%. Nach Abzug der Steuern in Höhe von insgesamt 26,36% errechnet sich dann der Wert von 0,74%.

g) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO vom Gericht zu schätzen ist.

- (1) 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.
- (2) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt. Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches

ches, 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. Häller in: K. Schmidt/Lutter AktG, Kommentar, 4./5. Auflage 2020/2024, § 305 Akt, Rn. 57 m. w. N.).

- (3) Das Gericht vermag grundsätzlich und in Fortführung seiner bisherigen Rechtsprechung der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM generell 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 anderen Spruchverfahren ist bekannt, 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 sog. Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. z. B. etwa LG München I, Beschluss vom 31.07.2015, Az.: 5 HKO 16371/13, Rn. 287ff m. w. N.).
- (4) Auch ist die Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW- Standards empfohlen wird, nicht unbedingt ein 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, als es die IDW-Standards vorsehen. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hiermit nicht in Einklang. Weiterhin kommt es bei Anwendung des arithmetischen Mittels als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu

Verzerrungen in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht ein Jahr ist (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPG 2006, 1005, 1017 f.).

- (5) 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. Andererseits führt das geometrische ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes, wenn die Anlageperiode nicht gleich ein Jahr ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPG 2006, 1005, 1017 f.).
- (6) Insoweit erweist es sich daher grundsätzlich am praktikabelsten, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen. Dabei 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. Insoweit können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt sich dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta Faktor. Das (Tax-)CAPM geht von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt (vgl. S. 30 des Prüfberichts). Dabei vermag das Gericht grundsätzlich indes den hier auch von der Prüferin verfolgten Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen, die entsprechend der auch im Prüfbericht in Bezug genommenen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierende implizit ermittelten Marktrisikoprämie von den Bewertungsgutachtern angesetzt und von den Vertragsprüfern nicht beanstandet wurde.
- (7) Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist generell nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages.
- (8) Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise ab-

zuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (vgl. dazu Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell - vorliegend also zum Ertragswertverfahren - sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. z. B. LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5 HK O 16505/08).

- (9) Gegen den Ansatz einer mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründeten höheren Marktrisikoprämie spricht weiterhin der Umstand, dass die Vergangenheitszahlen, die zu der vom IDW bislang zugrunde gelegten ursprünglichen Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung der Abgeltungssteuer mit Werten zwischen 4,0 % und 5,0 % führte, bereits mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Auf- wie auch des Abschwungs umfasste. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem - wenn auch überraschend raschen - erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. hierzu LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamterwartung der Anteilnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.).
- (10) Diese These ist allerdings nicht unumstritten. Vielmehr wird ebenso vertreten, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren. Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, ist ein Ansatz einer Marktrisikoprämie, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, grundsätzlich sachgerecht (vgl. z. B. LG München, a. a. O.).

- (11) Für den grundsätzlichen Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5 % nach Steuern sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die zurückgegriffen werden kann. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. LG München, a. a. O.). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund gedrängt. Der Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe, scheint jedenfalls nicht weniger gut geeignet, um die Marktrisikoprämie festzulegen.
- (12) Angesichts dieser Überlegungen, denen es ungeachtet der unterschiedlichen - auch vor dieser Kammer vorgenommenen - Erklärungsversuche zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW - an einer verlässlichen empirischen Grundlage fehlt, sieht die Kammer im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO grundsätzlich die „Schnittmenge“ von 5,0 % als sachgerecht an.
- (13) Wie die Prüferin zutreffend konstatiert, hat die Gutachterin für die Marktrisikoprämie einen Wert von 5,5% nach Steuern in Ansatz gebracht. Die Prüferin hat sich in ihrem Bericht kritisch mit der Ermittlung gerade dieses Wertes auseinandergesetzt. Sie hat zunächst den Rahmen des FAUB in dessen Empfehlungen von 5,0% bis 6,0% dargestellt. E Zusammenfassend konstatiert die Prüferin, dass die Risikoprämie als Preis für die Risikoübernahme gestiegen ist. Plausibel und nachvollziehbar erachtet die Prüferin die von der Gutachterin herangezogene Marktrisikoprämie für angemessen, was es indes für das Gericht nicht ausschließt, auch einen anderen Wert für angemessen zu erachten.
- (14) Dies richtet sich indes nicht nach den Einwänden der Antragsteller. Diese setzen deutlich niedrigere Werte an als Gutachterin und Prüfern. Die Bandbreite der insoweit reicht von 0,5% über 3,07% bis hin zu 4%. Die Werte an der unteren Bandbreite sind indes nicht realistisch. Im Rahmen der Anhörung der Prüferin haben deren einvernommene Mitarbeiter auf ihre bisherigen Unternehmensbewertungen verwiesen. betonte, dass die Marktrisikoprämie nach den Empfehlungen des IDW eher zu niedrig im Vergleich zur Praxis ist. Sie und betonten, in ihrer bisherigen recht umfang- reichen Praxis – verweist auf ca. 50 Unternehmensbewertungen mit ihrer Mitwirkung, auf einen dreistelligen Wert – noch nie einen Wert für eine Marktrisikoprämie von 1% bis 2% gesehen zu haben. Aber auch die von den Antragstellern ins Feld geführten höheren Werte bis 4% kamen für das Gericht nicht in Betracht. Prüferin und Gutachterin nehmen übereinstimmend einen Wert von 5,5% an. Ausgangspunkt ihrer

dieser Annahme zugrunde liegenden Überlegungen ist die Zugrundelegung des vom FAUB empfehlenden Mittelwert im Rahmen von 5,0 bis 6,0%. Dabei konstatiert die Prüferin, ohne dies weiter zu untermauern, dass die Riskoprämien aktuell eher zu niedrig angesetzt werden, und favorisiert damit ersichtlich einen höheren Wert, der sich indes für die Minderheitsaktionäre als ungünstig bzw. nachteilig auswirken würde. Die Marktrisikoprämie taxiert die Kammer gleichwohl auf 4,75 %. Die Prüferin hielt den Wert von 5,5% eher zu niedrig, folgt aber Gutachterin ersichtlich zugunsten der Kleinaktionäre. Ein belastbares Kriterium für die Zugrundelegung eines als zu niedrig empfundenen Wertes ist dem Gericht nicht ersichtlich. Dieses ging bislang bei seinen Schätzungen üblicherweise von einem Schätzwert von 5,0% aus. Eine Korrektur des üblichen Schätzwertes von 5,0% um 0,25% scheint vorliegend angebracht. Dieser Wert liegt deutlich über dem von der Prüferin als zu niedrig empfundenen und deutlich unter dem sonst üblichen Schätzwert, den die Prüferin selbst von sich aus nicht in Erwägung gezogen hat.

- h) Der Bewertung zugrunde gelegte Beta-Faktor von 0,5 ist nach den überzeugenden Ausführungen der Sachverständigen und der Prüferin im Sinne der Angemessenheit aus Sicht der Aktionäre nicht zu beanstanden.
- (1) Dieser Faktor drückt das Verhältnis zwischen dem allgemeinen Marktrisiko hier auf einem alten und gesättigten Markt und dem individuellem, unternehmensspezifischen Risiko aus, dem vorliegend im Wesentlichen einer Vergleichsgruppenanalyse aus dem Bereich der Unternehmen, die in vergleichbaren Märkten aktiv sind.
 - (2) Der Beta-Faktor wurde im Rahmen der Anhörung der Prüferin ausführlich erörtert. Danach ging diese bei der Ableitung des Werts zunächst geht von Kapitalmarktdaten aus. Sie konnte im betroffenen Unternehmen indes nachvollziehbar keine valide Datenbasis erhalten. Dies war für sie der Anlass, eine Peer-Gruppe zu bilden, die sie dann in Relation zum allgemeinen Markt (Kapitalmarktindex) gesetzt hat. Die Prüferin betont, dass insoweit gewisse Standards gelten, die sie eingehalten hat. Sie betont weiter, dass ihr keine wissenschaftliche Methode bekannt ist, mit der man den Betafaktor auf 0,3 oder noch niedriger festsetzen könnte. In Abgrenzung zur Gutachterin führte sie weiter durch ihre Mitarbeiter aus, dass sie eigentlich einen Wert von 0,7 errechnet hat und als Bewerter diesen Wert auch für den Betafaktor vorgeschlagen hätte. Ein Betafaktor von weniger als 0,5 stand für sie nicht zur Diskussion. Deswegen ist es auch plausibel, dass sich die Prüferin in ihren schriftlichen Ausführungen auch nicht mit der Frage befasst hat, welchen niedrigeren Wert sie noch als angemessen empfunden hätte. Im Rahmen der Anhörung erläuterte die Prüferin, wie sie ihre PEER-Group zusammengesetzt hat. Sie hat insoweit börsennotierte Unternehmen herangezogen, von denen sie Kapitalmarktdaten ableiten konnte. Sie problematisierte auch die Schwierigkeit, dass es in Deutschland keine weitere börsennotierte Aktiengesellschaft gibt, die wie die Forst Ebnath AG Wald bewirtschaftet. Vor diesem Hintergrund ist es nachvollziehbar und entgegen den insoweit erhobenen Einwänden verschiede-

ner Antragsteller verständlich, dass sie den Blick ins Ausland und dabei auf die USA und Kanada und kein Land aus der Tropenzone gerichtet hat. Die Prüferin betont, die Vergleichsgruppe nicht willkürlich zusammengestellt zu haben. Stattdessen hat sie diese nachvollziehbar anhand von ihr aufgestellten Kriterien hinsichtlich der Vergleichbarkeit und nach dem Geschäftsfeld sowie der Struktur und der Größe der einzubeziehenden Unternehmen gebildet. Die Prüferin legte ersichtlich Wert auf die Feststellung, die Liste unabhängig von der Gutachterin erstellt, aber die Zusammensetzung der PEER-Group mit dieser diskutiert zu haben. .Die Prüferin hat im Rahmen der Anhörung auch dargelegt, sich nicht nur auf US-amerikanische und kanadische Unternehmen konzentriert zu haben. In die Vorauswahl vor der Bildung der PEER-Group hatten es danach 14 Unternehmen „geschafft“. Zu denen gehörten ein schwedisches, ein malaysisches und ein chinesisches Unternehmen in die sog. long list, also die Liste der Vorauswahl aufgenommen waren. Damit steht zur Überzeugung des Gerichts fest, dass sich die Prüferin eingehend mit den in die PEER-Group einbezogenen Unternehmen befasst, einheitliche Kriterien herangezogen und eine Vergleichbarkeit mit der FEAG hergestellt hat.

- (3) Aus nachvollziehbaren Gründen hielt es die Prüferin betriebswirtschaftlich es für nicht sinnvoll, Betafaktoren mit 0,0, 0,2 oder negativ anzusetzen. Solche Zahlen kann man rechnerisch schon theoretisch in die Betrachtung einstellen. Man kann indes ein Unternehmen nicht mit einem risikolosen Zins betrachten. Diese Korrekturüberlegung lässt sich nicht von der Hand weisen und plausibilisiert einmal mehr, dass sich die Prüferin nicht mit Werten unter 0,5 befasst hat. Diesen Wert legt dementsprechend das Gericht auch seiner Berechnung zugrunde.
- i) Hinsichtlich des von Prüferin und Gutachterin übereinstimmend angenommenen Wachstumsabschlags von 0,5 nimmt das Gericht eine abweichende Bewertung vor und tendiert zu einer höheren Bewertung. Angemessen wird ein Wert von 0,9% gehalten.
- (1) Bei der Bewertung von Unternehmen wird die Planung der zukünftigen Entwicklung in zwei Phasen unterteilt, die Detailplanungsphase der nächsten drei bis fünf Jahre und die sich daran anschließende Phase der ewigen Rente. Die erste dieser beiden Phasen berücksichtigt dynamische Entwicklungen wie Preis- oder Mengensteigerungen unmittelbar bei der Prognose der finanziellen Überschüsse. Die zweite berücksichtigt nachhaltige Wachstumseffekte in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse. Diese können im Kalkül durch Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um den sog. Wachstumsabschlag berücksichtigt werden. Die Höhe des Wachstumsabschlags in der Phase der ewigen Rente ist dabei von der individuellen Situation des zu bewertenden Unternehmens und damit von einer Vielzahl von Faktoren abhängig. In diesem Zusammenhang ist insbesondere zu untersuchen, ob sich das zu bewertende Unternehmen in einem idealtheoretischen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet oder ob die jährlichen finanziellen Überschüsse zwar noch Veränderungen unterliegen, jedoch mit konstanter Rate wachsend fortgeschrieben werden

können. Dabei impliziert die Fortschreibung der finanziellen Überschüsse mittels einer konstanten Wachstumsrate, dass Erträge wie Aufwendungen und damit auch die Ergebnisgröße mit gleicher Rate wachsen (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 317ff.). Mit dem Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass eine Geldentwertung bei der Anlage in einem Unternehmen nicht in gleichem Umfang eintritt wie bei Kapitalanlagen in festverzinslichen Wertpapieren, bei der der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält. Seine Höhe hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass Unternehmen die Fähigkeit besitzen, die laufende Geldentwertung aufzufangen und gegebenenfalls an Kunden weiterzugeben, so dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen insoweit einer Geldentwertung entzogen werden kann (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21.01.2008, Az.: 26 W 6/06).

- (2) Vorliegend gehen Gutachterin und Prüferin übereinstimmend von einem Wachstumsabschlag in Höhe von 0,5 % aus. Im Wesentlichen wird dieser Wert damit begründet, dass die Wachstumsrate des Waldes nicht angepasst werden kann und deshalb keinerlei skalierbaren Effekte oder Produktionssteigerungen möglich seien. Dieser eher apodiktischen Einschätzung folgt das Gericht nicht. Wie bereits festgestellt, handelt es sich bei der FEAG um ein nachhaltig wirtschaftendes Forstunternehmen. Schwankungen in der Produktion gibt es aufgrund unvorhersehbarer Umwelteinflüsse wie Stürmen immer. Wie festgestellt beeinflusst dies den Einschlag und damit die „Produktion“. Das Wachstum der Bäume ist aber nicht der maßgebliche Faktor für das Wachstum des Unternehmens. Wäre dies der Fall, hätten die Antragsteller Recht, die für die Unternehmensbewertung auf branchenspezifische Bewertungsmethoden zurückgegriffen hätten. Dies gilt umso mehr, als es unterschiedlich schnell wachsendes Holz gibt und es das Unternehmen damit durch die Zusammensetzung der Wälder natürlich auch die Produktion beeinflussen kann. Denkbar ist zudem ein Zukauf von Waldflächen und eine Steigerung der Veräußerungspreise. Dabei wird nicht verkannt, dass der nicht immer beherrschbare Einfluss äußerer Einflüsse auf den Waldbestand mit im Falle von Naturkatastrophen u. U. gravierenden Konsequenzen größer ist als etwa in Unternehmen, die Software entwickeln. In der Tendenz folgt die Kammer damit Gutachterin und Prüferin, die einen Wert für den Wachstumsabschlag von unter 1,0% für gerechtfertigt halten. Mit 0,5% ist er aber zur Überzeugung des Gerichts entgegen der Auffassung der Prüferin im Anhörungstermin für deutlich zu niedrig bemessen. Von daher wird der Berechnung des Unternehmenswerts ein Wachstumsabschlag von 0,9% zugrunde gelegt. Dieser Wert hält sich fast genau in der Mitte der sonst in der Rechtsprechung hierfür angesetzten 0 bis 2 %. Soweit Antragsteller weit höhere Wachstumsabschläge postulieren, verfängt dies nicht. Entsprechend der Bandbreite der Werte in der Rechtsprechung hielt die Prüferin im Anhörungstermin diese Werte nachvollziehbar für völlig unrealistisch. Damit erübrigt sich aber auch eine Auseinandersetzung mit den von den Antragstellern vorgeschlagenen verschiedenen Werten.

- j) Auch weitere von den Antragstellern ins Feld geführte Einwände gegen die Positionen wurden von der Prüferin in ihre Unternehmensbewertung eingestellt und angemessen berücksichtigt. Entgegen der insoweit unsubstantiierten Einwände der Antragstellerseite hat die Prüferin keine Unvollständigkeit der Liste der Zukäufe von Grundstücken durch die FEAG erkannt und diese in ihre Alternativbetrachtung zur Gutachterin bei der Ermittlung eines ungewichteten Durchschnittspreises aus den tatsächlichen Transaktionen der FEAG der Vergangenheit einbezogen. Die Prüferin hat sich auch nachvollziehbar mit der zum Teil für ungerechtfertigt erachteten Erwartung von steigenden Personalkosten befasst und diese plausibel auf in der Zukunft steigende Pensionsrückstellungen – kein Inselproblem eines forstwirtschaftlichen Unternehmens – zurückgeführt. Entsprechende Einwände verschiedener Antragsteller gehen damit ins Leere. Was die fehlende Rechtfertigung eines steigenden Aufwands für Rechts- und Beratungskosten betrifft, hat die Prüferin in ihrem schriftlichen Bericht darauf nicht abgestellt. Diesen Posten erfasste sie bei den sonstigen Aufwendungen. Zuzugeben ist, dass bei den Ist-Zahlen der GuV für die Jahre 2011 bis 2014 die sonstigen Aufwendungen wenn auch nicht kontinuierlich, aber doch signifikant gesunken sind (vgl. Tabelle 1 des Prüfberichts). Bei der GuV-Planung der FEAG wird diese Tendenz nicht fortgeschrieben bei einer im Wesentlichen gleichbleibenden, nur minimal steigenden Entwicklung (vgl. Tabelle 4 des Prüfberichts). Die von der Prüferin insoweit nachvollziehbar festgestellte jährliche Kostensteigerung beträgt aber lediglich 0,5%. Dies deckt sich mit ihrer nicht plausiblen inflationsbedingten Abbildung des Wachstums. Von daher ist der Posten der sonstigen Aufwendungen insgesamt entgegen der Einwände nicht zu beanstanden, sondern konnte als Gesamtwert in die Unternehmensbewertung einbezogen werden. Auch die Einwände gegen die angebliche Nichtberücksichtigung von jährlich um 1 Mio€ steigenden Gewinnrücklagen von 10 Mio€ greifen nicht durch. Die Finanzanlagen sind in die Bewertung des Unternehmens als Sonderwert „Nicht betriebsnotwendige Liquidität“ eingeflossen. Selbst die steuerrechtlichen Auswirkungen einer eventuellen Auflösung der Rücklagen hat die Prüferin bei der Unternehmensbewertung erfasst. Der weitere Einwand, für das Unternehmen sei eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 95% zu planen, geht fehl. Denn es ist die Entscheidung der Gesellschaft, Gewinne auszuschütten oder zu thesaurieren. Soweit Antragsteller darauf abstellen, dass eine – hier vorhandene – freie Liquidität den Zukauf weiterer Forstflächen nahe lege, trifft dies zu. Dementsprechend hat die Prüferin im Rahmen ihrer Anhörung größere Erwerbstransaktionen einschließlich der gezahlten Hektarpreise festgestellt und in ihre Bewertung einbezogen. Gerügt wurde auch, dass mit der Strukturmaßnahme verbundene Synergieeffekte unberücksichtigt geblieben seien. Es trifft zwar zu, dass im Prüfbericht auf etwaige Synergieeffekte nicht eingegangen wurde, wenngleich grundsätzlich Synergien, die Prüferin unterscheidet zwischen echten und unechten, in die Unternehmensbewertung einzufließen haben, wie dies die Prüferin auch ausdrücklich feststellt. Aus dem Umstand, dass Synergieeffekte bei der Bewertung keine Rolle gespielt haben, legt für das Gericht die Schlussfolgerung nahe, dass sie nicht existieren und deshalb auch nicht festgestellt werden konnten. Dies gilt umso mehr, als sich aus den insoweit erhobenen Einwänden nicht ableiten lässt, wie diese Synergieeffekte aussehen könnten. Soweit verschiedene Antragsteller auf die Vorlage bestimmter Unterlagen gedungen haben, erübrigte sich diese; denn sie wären für die Entscheidung nicht erheblich im Sinne der Regelung des § 7 Abs. 7 SpruchG. Die Prüferin hat keine Informationsdefizite beklagt, die ihr Bild

vom Unternehmenswert getrübt hätten. Das Gericht geht damit davon aus, dass die Prüferin alle relevanten Unterlagen in ihre Bewertung einbezogen hat.

- k) Vor diesem Hintergrund beziffert die Kammer den Barwert einer Aktie wie folgt: Ausgangspunkt sind die bereits erfolgten Bemessungen der einzelnen Werte wie folgt, wobei insoweit auf die vorstehenden Ausführungen verwiesen wird: Der Basiszinssatz beträgt danach 0,74% nach Steuern. Die Marktrisikoprämie wird auf 4,75% festgesetzt. Der Betafaktor liegt bei 0,5. Beim Wachstumsabschlag: wird ein Wert von 0,9 für sachgerecht erachtet. Hieraus ergibt sich folgende Berechnung: Der Kapitalisierungszinssatz errechnet sich aus der Addition von Basiszinssatz und Risikoprämie als Produkt aus Marktrisikoprämie und Betafaktor. Dementsprechend ergibt sich für ihn ein Wert von 5,015%. Unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlages von 0,9% errechnet sich ein Wert von 4,115%.

Dementsprechend ergeben sich folgende zu kapitalisierende Ergebnisse:

für das Geschäftsjahr 2014/2015: 742,5 TEUR
für das Geschäftsjahr 2015/2016: 899,6 TEUR
für das Geschäftsjahr 2016/2017: 907,1 TEUR
für das Geschäftsjahr 2017/2018: 913,0 TEUR
für das Geschäftsjahr 2018/2019: 918,9 TEUR
für das Geschäftsjahr 2019/2020: 924,7 TEUR
für das Geschäftsjahr 2020/2021: 930,6 TEUR
für das Geschäftsjahr 2021/2022: 936,4 TEUR
für das Geschäftsjahr 2022/2023: 942,3 TEUR
für das Geschäftsjahr 2023/2024: 948,3 TEUR
für das Geschäftsjahr 2024/2025ff.: 965,0 TEUR

Für Bezogen auf die ab dem Geschäftsjahr 2014/201 erwarteten bereinigten Ergebnisse, wie sie die Gutachterin festgestellt hat, errechnet sich unter Anwendung von Diskontierungsfaktoren, denen der Kapitalisierungszins von 5,015% zugrunde liegt, je Planjahr folgender Barwert zum technischen Bewertungsstichtag am 01.10.2014:

706,13 TEUR für das Geschäftsjahr 2014/2015 (Barwertfaktor 0,95210),
813,64 TEUR für das Geschäftsjahr 2015/2016 (Barwertfaktor 0,90444),
780,24 TEUR für das Geschäftsjahr 2016/2017 (Barwertfaktor 0,86015),
746,85 TEUR für das Geschäftsjahr 2017/2018 (Barwertfaktor 0,81801),
714,86 TEUR für das Geschäftsjahr 2018/2019 (Barwertfaktor 0,77705),
684,14 TEUR für das Geschäftsjahr 2019/2020 (Barwertfaktor 0,73985),
654,78 TEUR für das Geschäftsjahr 2020/2021 (Barwertfaktor 0,70361),
626,60 TEUR für das Geschäftsjahr 2021/2022 (Barwertfaktor 0,66915),
599,66 TEUR für das Geschäftsjahr 2022/2023 (Barwertfaktor 0,63638),

573,92 TEUR für das Geschäftsjahr 2023/2024 (Barwertfaktor 0,60521) und
22.323,35 TEUR für den Zeitraum 2024/2025ff (Barwertfaktor 23,133).

Dies ergibt zum vorgenannten Stichtag einen Gesamtbarwert von 32.232,71 TEUR. Aufgezinst auf den Bewertungsstichtag vom 04. August 2015 errechnet sich damit ein Ertragswert der FEAG von 33.202,91 TEUR. Zu diesem Wert sind die Sonderwerte in Höhe von insgesamt 2.531,7 TEUR zu addieren. Der nach der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert beträgt damit 35.734,61 TEUR. Hieraus wiederum folgt bei insgesamt 54.000 Anteilen ein Wert je Aktie von 661,75€.

l) Auch dieser Wert ist deutlich niedriger als Börsenwert, wie ihn Gutachterin und Prüferin Börsenwert ermittelt haben:

(1) Prüferin und Gutachterin sind bei Ermittlung des Börsenwertes korrekt im Sinne der Vorgaben der obergerichtlichen Vorgaben vorgegangen. Art. 14 Abs. 1 GG verlangt nicht, dass gerade der Börsenkurs zum Bewertungsstichtag zur Untergrenze der Barabfindung gemacht wird. Da die Eingliederungskonditionen den Marktteilnehmern vor diesem Stichtag jedenfalls während der mindestens einmonatigen Einberufungsfrist zur Hauptversammlung, auf der über die Eingliederung abgestimmt wird, bekannt sind, hätten Interessenten sonst die Möglichkeit, den Börsenkurs während dieser Zeit auf Kosten des Mehrheitsaktionärs in die Höhe zu treiben. Wie der Stichtag festzusetzen ist, gibt die Verfassung nicht vor. Entscheidend ist allein, dass die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses einem Missbrauch beider Seiten begegnen. Sie können insoweit etwa auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe des Unternehmensvertrags zurückgreifen. Zwar muss die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft "im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung" über die Eingliederung berücksichtigen. Zu den im Berücksichtigungszeitpunkt maßgeblichen Verhältnissen gehört aber nicht nur der Tageskurs, sondern auch ein auf diesen Tag bezogener Durchschnittswert. Der Bundesgerichtshof hat auf der Grundlage der Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts mit Beschluss vom 12. März 2001 (BGHZ 147, 108) entschieden, dass für die Festsetzung der angemessenen Barabfindung sowohl der Börsenkurs zum Stichtag der Hauptversammlung als auch ein auf den Stichtag bezogener Durchschnittskurs in Betracht kämen, der aus den für einen bestimmten Zeitraum festgestellten Kursen gebildet wird. Aus Gründen der Rechtssicherheit sei auf einen auf den Stichtag im Sinne des § 320 b Abs. 1 Satz 5 AktG bezogenen Durchschnittskurs abzustellen. Dabei sei ein Referenzzeitraum von drei Monaten, der unmittelbar vor der Hauptversammlung der beherrschten Aktiengesellschaft liege, erforderlich, aber auch ausreichend, um den vom Bundesverfassungsgericht angesprochenen Missbrauchsgefahren wirksam begegnen zu können (vgl. BVerfG, Beschluss vom 29.11.2006, Az.: 1 BvR 704/03, Rn. 11ff. m. w. N., zitiert nach juris).

(2) Diesen Vorgaben wurde vorliegend entsprochen. Gutachterin und Prüferin haben den Börsen-

kurs zutreffend nach dem nach Umsätzen gewichteten Durchschnittkurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt. Grundsätzlich waren die Daten der BaFin als Berechnungsgrundlage heranzuziehen, wie dies hier auch geschehen ist. Konsequenterweise errechnete die Prüferin und in Nachvollziehung deren Berechnung die Gutachterin anhand selbst erhobener Daten den volumengewichteten Durchschnittskurs für den Drei-Monats-Zeitraum bis zum letzten Tag vor Ankündigung der Strukturmaßnahme. Gutachterin und Prüferin kamen sodann übereinstimmend und mathematisch zutreffend auf einen volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs von 1807,00 €.

- (3) Vor dem Hintergrund dieser Feststellungen war der Börsenkurs damit als maßgeblich für die Unternehmensbewertung anzusehen. Es ist nämlich mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar, wenn bei der Unternehmensbewertung der Kurswert der Aktie außer Betracht bleibt. Das ergibt sich daraus, dass die Entschädigung und folglich auch die Methode ihrer Berechnung dem entzogenen Eigentumsobjekt gerecht werden müssen. Das Aktieneigentum ist - im Vergleich zu einer Beteiligung an einer Personenhandelsgesellschaft oder an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung - nicht zuletzt durch seine Verkehrsfähigkeit geprägt. Das gilt vor allem für die börsennotierte Aktie. Sie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Insbesondere Kleinaktionären, die regelmäßig nicht über alle relevanten Informationen verfügen, steht kein anderer Maßstab zur Verfügung, an dem sie den Wert dieses spezifischen Eigentumsobjekts messen könnten. Der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch den Unternehmensvertrag oder die Eingliederung erleidet, stellt sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar. Dieser ist mit dem Börsenkurs der Aktie regelmäßig identisch. Da der Verkehrswert aber die Untergrenze der "wirtschaftlich vollen Entschädigung" bildet, die Art. 14 Abs. 1 GG für die Entwertung oder Aufgabe der Anteilsrechte fordert, steht es mit diesem Grundrecht grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs. Sonst erhielten die Minderheitsaktionäre für ihre Aktien weniger, als sie ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Mehrheitsaktionärs bei einem Verkauf Erlöst hätten. Diese Anforderung steht auch im Einklang mit der Praxis, die in anderen Rechtsgebieten geübt wird, wenn es um die Feststellung von Unternehmens- oder Aktienwerten geht. So bemisst sich etwa der Wert verkaufter Gegenstände, die einen Markt- oder Börsenpreis haben, nach diesem (vgl. §§ 385, 1221, 1235 Abs. 2, 1295 BGB, § 376 Abs. 2 und 3 HGB). Im Steuerrecht ist als Wert der an einer deutschen Börse zugelassenen Wertpapiere der niedrigste am Stichtag amtlich notierte Kurs anzusetzen (§ 11 Abs. 1 BewG). Zugewinn- und Pflichtteilsansprüche sind gegebenenfalls auf der Grundlage von Börsenkursen zu ermitteln. Schließlich knüpft auch das Aktiengesetz selbst im Zusammenhang mit einem zulässigen Bezugsrechtsausschluss in § 186 Abs. 3 Satz 4 an den Börsenpreis an. Die Argumente, die gegen die Gleichsetzung des Werts einer Unternehmensbeteiligung mit dem Börsenkurs der Aktie sprechen, zwingen nicht dazu, den

Börsenkurs bei der Feststellung von Abfindung oder Ausgleich gänzlich außer Betracht zu lassen. Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Entschädigung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse. Eine Überschreitung ist verfassungsrechtlich unbedenklich. Es kann aber auch verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten. Da Art. 14 Abs. 1 GG keine Entschädigung zum Börsenkurs, sondern zum "wahren" Wert, mindestens aber zum Verkehrswert verlangt, kommt eine Unterschreitung dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az.: 1 BvR 1613/94, Rn. 61ff. m. zahlreichen w. N., zitiert nach juris).

- (4) Anhaltspunkte, die es rechtfertigten, den Unternehmenswert unterhalb des Börsenwertes als Verkehrswert anzusetzen, sind vorliegend nicht ersichtlich. Damit stellt der weit über dem Ertragswert liegende Börsenwert von 1.807€ als Untergrenze für die Bemessung des Unternehmenswert den angemessenen Abfindungsbetrag je Aktie dar.

III. Damit erweisen sich alle Anträge jedenfalls als unbegründet. Das Ergebnis von Gutachterin und Prüferin ist nicht zu beanstanden.

D.

- I. Nach § 15 Abs. 1 SpruchG sind die Gerichtskosten, einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters, von der Antragsgegnerin zu tragen. Das Ergebnis des Verfahrens gibt keinen Anlass, eine abweichende Entscheidung zu treffen. Zwar wurden die Anträge der Antragsteller auf Erhöhung der Barabfindung im Ergebnis zurückgewiesen. Dies führt vorliegend indes nicht dazu, dass ihnen auch die Gerichtskosten aufzuerlegen wären. Denn gem. § 15 Abs. 1 SpruchG können die Gerichtskosten nur dann ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Dies ist nicht schon dann der Fall, wenn die Antragsteller wie vorliegend im Verfahren unterlegen sind (vgl. Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 15 SpruchG Rn. 17). Vielmehr ist die Frage der Billigkeit auch mangels eines entsprechenden, auf den Verfahrensausgang gerichteten Verweises wie in § 15 Abs. 2 SpruchG nach dem Normzweck des Spruchverfahrensgesetzes zu beurteilen: Dieses will alle Minderheitsgesellschafter gleich behandeln und eine Verbesserung des Umtausch- oder Beteiligungsverhältnisses oder der Gegenleistung ermöglichen, Beeinträchtigungen des Anteilseigentums abwehren und dort Ausgleich schaffen, wo abfindungswertbezogene Rügen gegen eine Strukturmaßnahme nicht eingewandt werden können (Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 1 SpruchG Rn. 2). Damit hat das Spruchverfahren eine objektive Komponente, die durch die Stellung des gemeinsamen Vertreters im Spruchverfahren belegt wird. Dieser soll die Interessen der Anteilsinhaber schützen, die nicht selbst einen Antrag gestellt haben. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Anteilseigner (Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 6 SpruchG Rn. 1). Der gemeinsame Vertreter kann das Verfahren selbst nach Rücknahme aller Anträge der Anteilseigner fortsetzen, etwa um die Gewährung von Sondervorteilen an alle oder einzelne Antragsteller zu verhindern (Spindler/Stilz/Drescher, AktG, 2. Aufl. 2010, § 6 SpruchG Rn. 15). Auch dies ist Beleg dafür, dass die Überprüfung der Abfindung nicht nur im Einzelinteresse des jeweiligen Antragstellers liegt, sondern auch in dem Interesse der Gesamtheit der Anteilseigner und damit des Unternehmens bzw. Konzerns insgesamt. Da sich die Anträge nicht als rechtsmissbräuchlich darstellen und die Ermittlung der angemessenen Barabfindung in Punkten kritisieren, die regelmäßig Gegenstand auch der gerichtlichen Prüfung im Rahmen des Spruchverfahrens sind, wäre es unbillig, sie mit den Gerichtskosten zu belasten.
- II. Im Hinblick auf die den beteiligten Antragstellern entstandenen Kosten der zweckentsprechenden Rechtsverfolgung gilt die Regelung des § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten insoweit ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Vorliegend waren die Anträge der Antragsteller erfolglos. Mit ihren Einwendungen gegen Gutachten und Prüfbericht nebst Ergänzung konnten sie nicht durchdringen. In Ermangelung von Anhaltspunkten, die zu einer anderen Beurteilung Anlass bieten könnten, entspricht es daher der Billigkeit, die Antragsteller ihre im Sinne des § 15 Abs. 2 SpruchG notwendigen Kosten selbst tragen zu lassen.
- III. Der Geschäftswert beträgt 200.000 €. Er ergibt sich aus § 74 S. 1 2. Halbsatz GNotKG. Als Geschäfts-

wert ist grundsätzlich der Betrag anzunehmen, der von den Inhabern außenstehender Aktien nach Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Da eine solche Forderung indes nicht besteht, verbleibt es für den Geschäftswert beim gesetzlichen Mindestbetrag von 200.000 €.

IV. Die Festsetzung der Auslagen und der Vergütung des gemeinsamen Vertreters folgt aus § 6 Abs.2 SpruchG. Auf Grundlage des oben genannten Geschäftswertes von 200.000 € ergibt sich folgende Berechnung:

1,3 Verfahrensgebühr Nr. 3100 VV RVG	€ 2.360,80
1,2 Terminsgebühr Nr. 3104 VV RVG	€ 2179,20
Pauschale Nr. 7002 VV RVG	€ 20,00
Umsatzsteuer auf die Vergütung nach Nr. 7008 VV RVG	€ 866,40
 Gesamt	 € 5426,40

V. Die Anordnung der Veröffentlichung dieser Entscheidung folgt aus § 14 Nr. 3 SpruchG.

F.

Gegen diesen Beschluss finden die Rechtsmittel der Beschwerde oder der Sprungrechtsbeschwerde statt.

I. Rechtsmittel der Beschwerde

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht Nürnberg-Fürth, Fürther Straße 110, 90429 Nürnberg, einzulegen. 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 allgemeine Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

II. Rechtsmittel der Sprungrechtsbeschwerde

Gegen diesen Beschluss findet auf Antrag unter Übergehung der Beschwerdeinstanz unmittelbar die

Rechtsbeschwerde (Sprungrechtsbeschwerde) statt, wenn die Beteiligten in die Umgehung der Beschwerdeinstanz einwilligen und der Bundesgerichtshof die Sprungrechtsbeschwerde zulässt. Der Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde und die Erklärung der Einwilligung gelten als Verzicht auf das Rechtsmittel der Beschwerde.

Die Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist durch Einreichung eines Schriftsatzes (Zulassungsschrift) beim Bundesgerichtshof, Herrenstraße 45 a, 76133 Karlsruhe, zu beantragen.

Die Frist für die Einlegung des Antrags auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde beträgt einen Monat. Sie beginnt mit der Zustellung des in vollständiger Form abgefassten Beschlusses, spätestens aber mit Ablauf von fünf Monaten nach dem Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

In dem Antrag muss dargelegt werden, dass die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts erfordert. Für den Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist die Vertretung durch einen beim Bundesgerichtshof zugelassenen Rechtsanwalt erforderlich, der die Zulassungsschrift zu unterschreiben hat.

Die schriftliche Erklärung der Einwilligung des Beschwerdegegners ist dem Zulassungsantrag beizufügen oder innerhalb der oben genannten Frist zur Einlegung des Rechtsmittels beim Bundesgerichtshof einzureichen.