



Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Spruchverfahren

zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung für die durch Squeeze-Out auf die
übertragenen Aktien der

Minderheitsaktionäre der Horten AG,

an dem beteiligt sind:

hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht sowie die Handelsrichter und auf die mündliche Verhandlung vom 20. März 2013

am 17. Juli 2013

b e s c h l o s s e n :

Die Anträge der Antragsteller zu 24. und 25. werden als unzulässig zurückgewiesen. Sie tragen ihre außergerichtlichen Kosten.

Die Anträge gegen die Antragsgegnerin zu 1) werden als unzulässig zurückgewiesen.

Die den außenstehenden Aktionären der Horten AG aus Anlass der am 27. August 2002 beschlossenen Übertragung der Aktien auf die Antragsgegnerin zu 2) gemäß §§ 327a ff Aktiengesetz zu gewährende Barabfindung wird auf 11,99 EUR je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Horten AG festgesetzt.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1) bis 23), und 26) bis 30) werden der Antragsgegnerin zu 2) auferlegt, die auch die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre zu tragen hat.

Der Geschäftswert für die gerichtlichen Gebühren und die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf 2.221.809,57 EUR festgesetzt.

Gründe

I.

Die Antragsgegnerin zu 1) ist eine Immobiliengesellschaft, die Einzelhandelsimmobilien in Innenstadt-Lagen besitzt und vermietet. Dabei konzentriert sich Ihr Geschäft auf das Portfoliomanagement des Immobilienbestandes, die Entwicklung neuer Einzelhandelsimmobilien in besten Lagen und den Handel mit Immobilien. Die Gesellschaft verfügt über kein eigenes Personal. Bis zum 29. Dezember 1999 hielt die Metro AG über mittel- bzw. unmittelbare Beteiligungen 96,79 % der Horten AG. Am 29. Dezember 1999 erwarb diese Beteiligungen die Antragsgegnerin zu 2) und erhöhte ihren Anteil auf 98,22 %. Gesellschafterin der Antragsgegnerin zu 2) ist

an der wiederum zu 49 % die Metro AG, zu 49,5 % die West LB (Porticon) und zu 1,5 % die Provinzial Versicherung Rheinland beteiligt sind.

Von ihren 50 Millionen Aktien befanden sich daher zuletzt 892.293 im Streubesitz.

In der Hauptversammlung vom 27.08.2002 der Horten AG, Saarbrücken, wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Horten AG auf die Antragsgegnerin zu 2) im Rahmen eines Squeeze-out beschlossen. Dabei wurde den Minderheitsaktionären der Horten AG eine Barabfindung in Höhe von 9,50 EUR je auf den Inhaber lautende Stückaktien der Horten AG gewährt. Die Bewertung der Horten AG zum Stichtag ergab einen Unternehmenswert von 9,03 EUR je Aktie, er wurde sodann von der Gesellschaft auf 9,50 EUR erhöht. Der Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre wurde am 19.10.2002 in das Handelsregister der Horten AG beim AG Düsseldorf eingetragen.

Die Antragsteller sind der Auffassung,

ihnen sei eine höhere Abfindung als 9,50 EUR zu bewilligen. Der in dem Bewertungsgutachten festgesetzte Basis-Zinssatz von 6,0 sei unangemessen hoch.

Auch der Risikozuschlag sei nicht angemessen. Statt einer Marktrisikoprämie von 5,0 % hätte eine solche im Bereich zwischen 0,0-3,5 % gewählt werden müssen. Weiterhin sei der Liquidationswert zu ermitteln gewesen. Dieser übersteige den Ertragswert angesichts des hohen Anteils des Immobilienvermögens der Horten AG. Bezüglich des Börsenreferenzkurses sei auf einen Dreimonatszeitraum unmittelbar vor dem Tag der Hauptversammlung abzustellen. Auch seien die Erträge aus den geplanten Verkauf verschiedener Immobilienprojekte zu niedrig angesetzt worden. Weiterhin sei es unterlassen worden, eine Rücklage nach § 6 Buchst. b EStG auszuschütten. Der Ansatz einer negativen Reinvestitionsrate sei geboten. Dies gelte auch bezüglich des Ansatzes des Sonderwertes Over-/under-rent. Weiterhin seien Synergien nicht berücksichtigt worden.

Die Antragsteller beantragen,

eine angemessene Barabfindung festzusetzen.

Die Antragsgegnerinnen beantragen,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerinnen sind der Ansicht,

die gegen die Antragsgegnerin zu 1) gerichteten Anträge seien unzulässig. Ein Großteil der Antragsteller hätten darüber hinaus ihren Aktienbesitz nicht nachgewiesen. Die in dem Übertragungsbericht vorgenommene Bewertung, die von dem durch das Landgericht Düsseldorf bestellten Vertragsprüfer geprüft wurde, sei nicht zu beanstanden.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen. Das Gericht hat Beweis erhoben durch die Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das Gutachten des

Sachverständigen vom 30.06.2008 und der Anhörung des Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung vom 20.03.2013 verwiesen.

Sowohl vor als auch nach der Vorlage des Gutachtens wurde eine geraume Zeit versucht, eine vergleichsweise Einigung auf den nunmehr zugesprochen Betrag herbeizuführen. Auch ein Termin im Frühjahr 2012 wurde sehr kurzfristig wegen des avisierten Abschlusses eines Vergleichs aufgehoben. Diese Versuche scheiterten jedoch, da eine Einigung aller Antragsteller nicht herbeigeführt werden konnte.

II.

Die Anträge der Antragsteller zu 24. und 25. sind unzulässig, im Übrigen sind die Anträge im tenorisiertem Umfang begründet.

1.

a)

Die Antragsteller zu 24. und 25. haben ihre Inhaberschaft der Aktien zum Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses der Hauptversammlung vom 27. August 2002 nicht durch die Vorlage entsprechender Urkunden belegt. Mit dem in der mündlichen Verhandlung vom 20. März 2013 verkündeten Beschluss wurden sie auf diesen Umstand hingewiesen und ihnen die Gelegenheit gegeben, innerhalb von vier Wochen die entsprechenden Nachweise vorzulegen.

Die Antragstellerin zu 24. hat keinerlei Erklärung abgegeben. Die Antragstellerin zu 25. hat lediglich mit Fax vom 24. Mai 2013 erklären lassen, entsprechende Unterlagen beigefügt zu haben. Diese lagen aber dem Fax nicht bei. Ein Original dieses Schriftsatzes hat das Gericht auch nicht erreicht.

Im Übrigen sind die Antrag zulässig. Alle weiteren Antragsteller haben durch geeignete Unterlagen nachgewiesen, dass sie zu dem Stichtag (Hauptversammlung oder auch Eintragung des Beschlusses) Aktionär der Antragsgegnerin zu 1) waren.

b)

Auf das vorliegende Verfahren ist das vor dem 1. September 2003 geltende Recht anzuwenden (§ 17 Abs. 2 SpruchG), unabhängig davon, ob die vor Inkrafttreten des SpruchG bei Gericht eingegangene Anträge zulässig sind oder nicht (vgl. dazu BayObLG NZG 2006, 33).

c)

Die Anträge gegen die Antragsgegnerin zu 1) sind unzulässig. Antragsgegnerin ist lediglich die Antragsgegnerin zu 2) als Hauptaktionärin.

Es entspricht der überwiegenden Meinung, der sich die Kammer anschließt, dass bis zum Inkrafttreten des SpruchG der Antrag gegen den Hauptaktionär zu richten ist (vgl. dazu noch zuletzt: OLG Düsseldorf – I-26 W 4/09 [AktE] – Beschluss vom 4. Juli 2012, OLG Frankfurt NZG 2010, 664, OLG Hamburg NZG 2004, 622; Krieger BB 2002, 53). Im Gegensatz zu Spruchverfahren aus Anlass eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag stehen bei einem Squeeze-out die Interessen des Hauptaktionärs im Vordergrund.

2.

Der Wert je Stammaktie der Horten AG ist auf 11,99 EUR (§ 327a Abs. 1 AktG) festzusetzen.

a)

Zur Bemessung der angemessenen Barabfindung sind die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen (§§ 327 a Abs. 1, 327 b Abs. 1 AktG).

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung für den Wert seiner Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (vgl. BVerfGE 100, 289, 304, BGH NJW 2003, 3272). Dabei darf die sogenannte „volle“

Entschädigung nicht unter den Verkehrswert liegen, der bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festzusetzen ist. Da der volle Wert höher sein kann als der Verkehrswert in Ansehung des Börsenkurses, ist sowohl eine Anteilsbewertung über den Börsenkurs als auch über eine Bestimmung des sogenannten inneren Unternehmenswertes vorzunehmen. Der Börsenkurs stellt nicht die Obergrenze der Bewertung dar. Ergibt die Bewertung nach der Ertragswertmethode einen höheren Wert als er im Börsenkurs zum Ausdruck gekommen ist, ist der höhere Wert maßgeblich (vgl. BGHZ 147, 108, OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, Großfeld Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Seite 191).

Nach der Stollwerk-Entscheidung des Bundesgerichtshofes (Beschluss - II ZB 18/09 – vom 19. Juli 2010) ist für die Ermittlung des Börsenwertes der Aktie der gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln. Aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen ist aber der danach maßgebliche Durchschnittskurs von 9,00 EUR geringer als die den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären zugestandene Abfindung in Höhe von 11,99EUR.

b)

Soweit von den Antragstellern teilweise die Ansicht vertreten wird, der Abfindungsbetrag sei auf der Grundlage des Liquidationswertes zu errechnen, ist dem nicht zu folgen.

Der Sachverständige hat ausführlich dargelegt und vorgerechnet, dass der Liquidationswert deutlich geringer ist als der Ertragswert. Insbesondere hält es die Kammer auch nach der ausführlichen Diskussion der damit verbundenen Bewertungsprobleme in der mündlichen Verhandlung für sachgerecht, der vom Sachverständigen dargelegten Berechnung zu folgen.

Entscheidend ist danach, ob aufgrund des nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswertes eine höhere Abfindung zuzusprechen ist.

aa)

Die Ertragswertmethode ist allgemein anerkannt, um die „volle“ Entschädigung für das Anteilseigentum zu berechnen (vgl. dazu OLG Düsseldorf- I-26 W 7/07 [AktE]-Beschluss vom 28.01.2009, Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung, 4. Auflage Seite 39 und 152 ff jeweils mit w.m.N.). In einem Spruchverfahren ist es jedoch nicht möglich, mit einer naturwissenschaftlich-mathematischen Genauigkeit eine objektiv verifizierbare Berechnung vorzunehmen. Vielmehr muss es genügen, wenn das Gericht mit der Unterstützung eines Sachverständigen zu der Überzeugung gelangt, dass eine bestimmte konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutreffende Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führen (vgl. dazu Landgericht Frankfurt- 3 – 5 0 73/04 – Beschluss vom 04.08.2010 Rdnr. 37 (zit. nach juris)). Der Unternehmenswert und die angemessene Abfindung sind letztlich zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Das von der Kammer eingeholte Gutachten des Sachverständigen und seine ergänzende Stellungnahme in der mündlichen Verhandlung vom 20. März 2013 sind nach Maßgabe der nachstehenden Erwägungen hinreichend und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu entscheiden und die für die Schätzung erforderlichen Parameter festzustellen.

Danach ist von einem Unternehmenswert von 599.000.000 EUR auszugehen. Die Kammer hat die Ausführungen und die Berechnungen des Sachverständigen nachvollzogen und sie übernommen.

bb)

Die Kammer hält, worauf sie bereits in der mündlichen Verhandlung ausdrücklich hingewiesen hat, die Anwendung des IDW S1 (2000) welcher am Stichtag galt, für sachgerecht.

Der in der Rechtsprechung und der Literatur verbreitet vertretene Ansicht, insbesondere in Ansehung des Halbeinkünfteverfahrens sei die Anwendung des IDW S 1 in der Fassung 2005 geboten, wird von der Kammer in nunmehr ständiger Rechtsprechung nicht geteilt. Auch das OLG Düsseldorf hat in nunmehr ständiger Rechtsprechung bisher entschieden, dass für die Bewertung in Spruchverfahren im

Regelfall der IDW-Standard anzuwenden ist, der im Zeitpunkt der Unternehmensentscheidung gegolten hat. Es ist im Hinblick auf das Stichtagsprinzip und der Rechtssicherheit praktisch ausgeschlossen – gerade bei über Jahre laufenden Spruchverfahren – einen im Zeitpunkt der Entscheidung im Vergleich zum Ende der Unternehmensmaßnahme abgeänderten Bewertungsstandard rückwirkend anzuwenden (vgl. dazu ausführlich Oberlandesgericht Düsseldorf – I-26 W 2/11 [AktE] – Beschluss vom 21.12.2011, – I-26 W 3/11 [AktE] – Beschluss vom 21.12.2011; – I-26 W 11/11 [AktE] – Beschluss vom 4.07.2011; OLG München, Beschlüsse vom 30.11.2006 - 31 Wx 59/06 – und - 32 Wx 059/06 - AG 2007, 411; OLG Frankfurt Beschluss vom 15.02.2010 - 5 W 52/09 -, AG 2010, 798; Landgericht Düsseldorf – 33 O 128/06 [AktE] – Beschluss vom 11.01.2012; 33 O 133/07 [AktE] und 33 O 137/07 [AktE] – Beschlüsse vom 11. Januar 2012; 33 O 126/06 [AktE] – Beschluss vom 29. August 2012 jeweils m.w.N. a.a.A: OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011 - 20 W 3/09 - AG 2011, 205; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, - 20 W 2/07- AG 2011, 420; OLG Celle, Beschluss vom 19.04.2007, - 9 W 53/06 - AG 2007, 865; Veil in Spindler/Stilz, AktG, 2. Auflage, § 305, Rdnr. 80; vgl. zur Anwendung des neuen Standards, selbst wenn dieser nur im Entwurf vorliegt: Wasmann/Gayk, BB 2005, 955).)

Darüber hinaus ist zu beachten, dass dem in der Literatur und der Rechtsprechung ständig wiederholten Argument, dass in dem Standard IDW S 1 (2000) die Gesetzesänderung bezüglich des Halbeinkünfteverfahrens noch nicht berücksichtigt wurde, entgegen zu treten ist. Aus dem Anhang des IDW S 1 (2000) folgt, dass in dieser Fassung des IDW S 1 dem Steuersenkungsgesetz, dem der Bundesrat am 14. Juli 2000 zugestimmt und mit dem das Halbeinkünfteverfahren ab dem 1. Januar 2001 eingeführt wurde, bereits Rechnung getragen wurde. Dies bedeutet wiederum, mit der Einführung des IDW S 1 (2005) ist nicht dem Halbeinkünfteverfahren Rechnung getragen worden sondern der Erkenntnis, dass die Unternehmenswerte zu hoch seien und mit rund 25% niedriger angesetzt werden sollten. Dies Ansicht mag zutreffen oder nicht, führt aber dazu, dass sich die nachträgliche Anwendung des IDW S 1 (2005) auf Fälle, deren Stichtag, vor der Bekanntgabe des IDW S 1 (2005) liegen, so dass auch der Vertragsprüfer diesen Standard nicht anwenden

konnte, verbietet.

Vorliegend lag zum Bewertungsstichtag der IDW S 1 in der Fassung vor, die vom Hauptfachausschuss des IDW am 28. Juni 2001 (IDW S 1 2000) verabschiedet worden war. Am 18. Oktober 2005 wurde der IDW S 1 2005 verabschiedet. Danach hat es nach der bisherigen Rechtsprechung und solange aufgrund der divergierenden Entscheidungen der Oberlandesgerichte keine abweichende Entscheidung des Bundesgerichtshofes vorliegt und auch nicht zu erwarten ist, bei dem am Bewertungsstichtag gültigen Standard zu verbleiben.

cc)

Nach dem Ertragswertverfahren bestimmt sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Dieser Wert beruht auf den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen – nicht betriebsnotwendigen – Vermögens erwirtschaftet werden.

Von dem Sachverständigen wurden die in die Zukunft gerichteten Planungen der Horten AG und die darauf aufbauenden Prognosen geprüft. Er hat dabei keine wesentlichen Unstimmigkeiten vorgefunden.

Im Rahmen der Tatsachenfeststellungen zur Unternehmensbewertung in einem Spruchverfahren sind nach der ständigen Rechtsprechung die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen der Erträge durch ein Gericht nur eingeschränkt zu prüfen.

Planungen und Prognosen sind ureigenste unternehmerische Entscheidungen der Geschäftsführung und auf zutreffende Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Weiterhin dürfen sie nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts ersetzt werden (vgl. Landgericht Frankfurt a.a.O. Rdnr. 34; OLG Stuttgart – 20 W 9/8-Beschluss vom 13.03.2010; OLG Frankfurt/Main – 5 W 51/09 – Beschluss vom 22.

Dezember 2010, OLG München BB 2007, 2395; OLG Stuttgart NZG 2007, 112). Es reicht also aus, dass die Geschäftsführung annehmen durfte, dass die Planung vernünftig und realistisch ist. Es ist nicht die Aufgabe der Gerichte in einem Spruchverfahren eine realistische Planung durch eine abweichende aber ebenso realistische eigene Planung oder durch eine ebenfalls nicht zu beanstandende Planung eines Aktionärs zu ersetzen. Es ist daher auch nicht sachgerecht und auch nicht begründbar, entsprechend dem Ansinnen einiger Antragsteller die Erträge aus dem geplanten Verkauf verschiedener Immobilienprojekte höher anzusetzen. Nach den Feststellungen des Sachverständigen wurden als Verkaufserlöse die von den Immobiliensachverständigen ermittelten Buchwerte angesetzt. Es bestand auch keine Veranlassung, die Bildung einer steuerneutralen Rücklage zu berücksichtigen (§ 6b EStG), deren Auflösung dann zu weiteren Ausschüttungen an die Aktionäre geführt hätte. Dem steht bereits entgegen, dass dies voraussetzt, dass eine Absicht der Horten AG bestand, innerhalb von vier Jahren wieder in gleichartige Vermögensgegenstände zu investieren. Dies sah jedoch die insoweit nicht zu beanstandende Unternehmensplanung der Horten AG nicht vor.

Synergien sind entgegen der Ansicht einiger Antragsteller nach der ständigen Rechtsprechung, auf die insoweit verwiesen wird, nicht zu berücksichtigen (vgl. dazu nur OLG Düsseldorf AG 2004, 324 ff).

Danach ergeben sich folgende zu kapitalisierende Nettoausschüttungen:

Planjahr	Planjahr	Planjahr	Planjahr	Ewige Rente
2002	2003	2004	2005	(Phase 2)
43,6 Mio	23,2 Mio	36,1 Mio	21,5 Mio	20,1 Mio

dd)

Der Kapitalisierungszinssatz errechnet sich aus dem so genannten Basiszins

(nachfolgend: aaa)), dem Risikozuschlag (nachfolgend: bbb)) und dem Wachstumsabschlag für den Zeitraum der ewigen Rente (nachfolgend: ccc)).

aaa)

Der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern ist auf 5,5 % festzusetzen. Die Kammer hält es, wie sie auch bereits in der mündlichen Verhandlung zum Ausdruck gebracht hat, für sachgerecht, den Basiszinssatz entsprechend der ständigen Rechtsprechung (vgl. dazu nur zuletzt OLG Frankfurt NZG 2012, 1382; OLG München AG 2012, 749; die bereits zitierten Entscheidungen der Kammer) nach der Zinsstrukturkurve als einheitlicher Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes hat der Sachverständige auch berücksichtigt, dass auf die Zinsentwicklung in einem repräsentativen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag abzustellen und damit eine Durchschnittsbetrachtung (vgl. dazu OLG Düsseldorf – I-26 W 8/10 [AktE] – Beschluss vom 4. Juli 2012) vorzunehmen ist.

Es besteht kein Grund, vorliegend von dieser ständigen Übung, die bereits Gegenstand zahlreicher Spruchverfahren war, abzusehen. In den Hinweisen des AKU sowie den ergänzenden Hinweisen des FAUB finden sich auch keine Hinweise, die eine Berücksichtigung des unternehmensspezifischen Risikos bei der Ermittlung des einheitlichen Basiszinssatzes verlangen (vgl. dazu Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Seite 88). Auch die sachkundig beratenen Antragsgegner haben keinen Grund aufgezeigt, von diesen ständigen Empfehlungen vorliegend abzuweichen.

Es widerspricht auch nicht den vorstehenden Darlegungen zur Anwendung eines Standards, ergänzend neuere Erkenntnisse zu berücksichtigen, wenn längerfristig angelegte Entwicklungen plausibilisierend berücksichtigt werden. So kann, wie nunmehr in IDW S1 (2005) ausdrücklich ausgeführt wird, für die Festlegung des Basiszinssatzes zur Orientierung die aktuelle Zinsstrukturkurve herangezogen werden. Diese gibt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Soweit folgt die Kammer den diesbezüglichen Ausführungen des Sachverständigen in seinem schriftlichen Gutachten. Sie entspricht auch der ständigen Rechtsprechung der mit Spruchverfahren befassten Gerichte in den letzten

Jahren (vgl. dazu auch OLG Düsseldorf a.a.O.).

bbb)

Der Risikozuschlag ergibt sich aus der Multiplikation der Marktrisikoprämie mit der unternehmensindividuellen Risikohöhe (Betafaktor).

aaaa)

Der Betafaktor dient dazu, das Risiko des zu bewertenden Unternehmens in eine Beziehung zu dem Gesamtmarkt zu setzen. Danach ist festzustellen, inwieweit das zu bewertende Unternehmen risikobehafteter ist als der Durchschnitt der notierten Unternehmen. Ist die Volatilität – die Schwankungsbreite des Verlaufes – größer als beim Durchschnitt, so ist das Risiko relativ größer, ist sie geringer, ist auch das Risiko relativ geringer (vergleiche: Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, Seite 136).

Der Sachverständige hat den Betafaktor unter auch im Rahmen seiner mündlichen Anhörung belastbar mit einem Wert von 0,3 als Mittelwert festgestellt und die Herleitung auch nochmals im Rahmen seiner Anhörung erläutert. Er hat aufgrund der fehlenden statistischen Signifikanz davon abgesehen, das unternehmenseigene Beta der Horten AG – weder auf der Basis von 104 Wochen noch von 52 Wochen – eine Peer Group gebildet. Dabei liegt das Branchenbeta für Immobilienunternehmen weit überwiegend in einer Bandbreite von 0,2 bis 0,25. Da die Horten AG ihren Immobilienbesitz ausschließlich für die Nutzung von Kaufhäusern nutzte, ist es sachgerecht auf 0,3 anzuheben.

bbbb)

Die vom Sachverständigen verwendete Marktrisikoprämie vor Steuern von 4 %, die er nach dem CAPM ermittelt hat, ist von ihm ausführlich begründet und abgeleitet worden. Es ist erkennbar, dass das CAPM in der Rechtsprechung weitgehend

akzeptiert wird (vgl. dazu OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, OLG Stuttgart AG 2010, 510). Es ist dabei jedoch auch zu beachten, dass eine wesentliche Komponente der Bestimmung einer Marktrisikoprämie eine Analyse der Vergangenheitswerte darstellt. Diese sind allerdings auch sehr unterschiedlich, da die notwendige Festlegung des Referenzzeitraumes zur Bestimmung der Werte in der Vergangenheit natürlich zu nicht ganz unerheblichen Schwankungen bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie führt. Andererseits hat die Kammer auch in der Vergangenheit, Marktrisikoprämien von 4% (vgl. dazu auch 33 O 128/06 [AktE], 33 O 128/06 [AktE], aber auch von 4,5% (33 O 137/07 [AktE]) für angemessen gehalten. In diesen Fällen haben die Sachverständigen mit der gleichen Überzeugung wie der Sachverständige den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 4% bzw. 4,5% vertreten. Das Oberlandesgericht Düsseldorf hat eine Marktrisikoprämie von 4,5% für sachgerecht gehalten, die auch im Rahmen des gerichtlichen Schätzungsermessens nicht zu beanstanden ist (vgl. OLG Düsseldorf – I-26 W 2/12 (AktE) – Beschluss vom 3. September 2012. Es existieren eine Vielzahl von Studien (vgl. dazu OLG Düsseldorf a.a.O.). Diese Studien sind jedoch kaum vergleichbar, da sie sehr unterschiedliche Zeiträume betrachten und sodann von den interessierten Seiten auch aufgrund der gewählten Betrachtungszeiträume, aber auch ihrer Methode angegriffen werden (vgl. kritisch zum CAPM: OLG München WM 2009, 1848; Reuter AG 2007, 1; Emmerich in Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, 323 ff) Daher kommt es vorliegend auch nicht entscheidungserheblich darauf an, ob die vielzitierten Studien von Stehle eine Marktrisikoprämie nun richtig ableiten, ob das arithmetische oder das geometrische Mittel anzuwenden ist oder anhand der Kritik in den wissenschaftlichen Studien, die auch zum Inhalt der Akte gemacht oder auf den Fachkongressen (IACVA am 1. Juni 2011 in Frankfurt) diskutiert wurden, neue Ansätze zur Bestimmung der Marktrisikoprämie gefunden werden müssen. Es kann im Übrigen nicht die Aufgabe der Rechtsprechung sein, diesen auf hohem Niveau geführten betriebswirtschaftlichen Meinungsstreit zu entscheiden. Die Rechtsprechung kann nur überprüfen, ob ein Parameter – im Ergebnis – nachvollziehbar ist und in der Größenordnung den üblichen Ansätzen entspricht, wenn es – wie vorliegend – keinen Grund gibt, von den gängigen Größen deutlich abzuweichen (OLG Karlsruhe – 12 W 5/12 – Beschluss vom 30. April 2013). Daher besteht auch keine

Veranlassung, die beim Landgericht Hannover (23 Akte 191/09) zur Zeit stattfindende Überprüfung der Marktrisikoprämie abzuwarten oder ebenfalls eine derartige sehr kostenintensive Untersuchung in Auftrag zu geben.

Aufgrund der Diskussionen ist eine Marktrisikoprämie von 4,0% vor Steuern noch angemessen. Sie entspricht der von der Kammer und dem Oberlandesgericht Düsseldorf in ständiger Rechtsprechung durch Schätzung (§ 287 ZPO) ermittelten Größenordnung einer Marktrisikoprämie bei Anwendung des IDW S 1 2000. Soweit teilweise höhere Marktrisikoprämien angenommen werden (vgl. dazu OLG Düsseldorf – I-26 W 8/10 [AktE]) betrifft dies einen anderen IDW-Standard und deutlich spätere Bewertungsstichtage und eine andere Steuergesetzgebung. Solange die Wirtschaftswissenschaften nicht in der Lage sind, der Rechtsprechung wissenschaftlich fundierte Daten zur Verfügung zu stellen, die auf dieser Grundlage die Ermittlung einer Marktrisikoprämie ermöglicht, die eine nicht angreifbare statistische Grundlage hat, ist es den Gerichten nur möglich, für Stichtage in abgrenzbaren Zeiträumen durch Schätzung und Kenntnisnahme von Gutachten und Fachveröffentlichungen und der Rechtsprechung einen Faktor „Marktrisikoprämie“ zu bestimmen und in das von den Wirtschaftswissenschaften erarbeitete Rechenmodell einzustellen.

ccc)

Den Wachstumsabschlag schätzt die Kammer ebenso wie der Sachverständige auf 1,0%.

Den Wachstumsabschlag definiert das Oberlandesgericht Düsseldorf in dem Beschluss vom 4.7.2012 wie folgt:

„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 denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06.04.2011, I-26 W 2/06, S. 30ff BA; Beschluss vom 23.01.2008, AG 2008, 822,

Beschluss vom 31.03.2006, Az. I-26 W 5/06 (AktE); Beschluss vom 11.04.1988, WM 1988, 1052; Hirte/Hasselbach in Großkommentar zum AktG, 4. Auflage, § 305 RN 206). Die Höhe des Abschlags hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass Unternehmen die Fähigkeit besitzen, die laufende Geldentwertung aufzufangen und ggfs. an Kunden weiterzugeben, so dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen insoweit einer Geldentwertung entzogen werden kann (Senat, Beschluss vom 23.01.2008, AG 2008, 822; Beschluss vom 31.03.2006, Az. I-26 W 5/06 AktE, m.w.N.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 16.02.2007, Az. 20 W 6/06, RN 41; Hirte/Hasselbach in Großkommentar zum AktG, a.a.O., § 305 RN 206 zu § 305). Dabei ist davon auszugehen, dass jedes Unternehmen in gewissem Umfang die Inflationsrate ausgleichen kann. Der Wachstumsabschlag ist umso höher, je mehr das Unternehmen in der Lage ist, der Geldentwertung entgegenzuwirken. Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen. Er ist ebenso nicht anzusetzen, soweit es sich bei den geplanten Erträgen um Größen handelt, die unter Einbeziehung von Preissteigerungen und Wachstumserwartungen ermittelt wurden, wie dies regelmäßig bei den Erträgen der Phase I der Fall ist. In der Praxis liegen Wachstumsabschläge zwischen 1 und 3% (vgl. nur: Großfeld, a.a.O., S. 149 f.; Riegger in: Kölner Kommentar, a.a.O., Anh § 11 RN 23).“

Wie der Sachverständige ausgeführt hat, wurde im Detailprognosezeitraum der Jahre 2002 bis 2005 das erzielbare Mengen- und Preiswachstum direkt bei der Planung der nominalen Erträge erfasst. Das nachhaltige Wachstum ab dem Geschäftsjahr 2006 wurde durch den Wachstumsabschlag von 1,0%-Punkten im Kapitalisierungszinssatz hinreichend berücksichtigt. Damit wird aber auch unterstellt, dass die Horten AG in der Lage war, auftretende Kostensteigerungen vollständig an die Kunden weiterzureichen.

dd)

aaa)

Der angesetzte Sonderwert einer negativen Reinvestitionsrate ist nicht zu

beanstanden.

Das Gericht folgt insoweit den Ausführungen des Sachverständigen. Danach ist die durchschnittlich erforderliche Reinvestitionsrate abzusetzen, da es sich bei der Horten AG um eine Immobiliengesellschaft handelt. Der Sachverständige hat dies ausführlich in seinem Gutachten dargestellt, worauf Bezug genommen wird.

bbb)

Jedoch ist ein Sonderwert für den Over-/Under-Rent nicht anzusetzen.

Für einen derartigen Abzug fehlen die erforderlichen belegbaren Feststellungen. Der Abzug würde sachlich voraussetzen, dass die Summe der in die Bewertung eingeflossenen Erträge aus Mieten von Objekten, die über dem Marktniveau vergleichbarer Immobilien (Over-Rent) liegen, deutlich höher sind als die Erträge aus den Objekten die unter Marktniveau vermietet wurden (Unter-Rent). Weiterhin muss die begründete Erwartung bestehen, dass in der Zukunft Mietanpassungen bzw. Neuvermietungen erfolgen, die dazu führen, dass die vereinnahmten Mieten der Over-Rent vermieteten Objekte deutlich absinken und die Under-Rent vermieteten Objekte nur höchstens auf einen Wert bis zum Marktniveau oder geringfügig darüber steigen.

Aus dem vorliegenden Gutachten von lässt sich dieser Umstand jedoch nicht zwingend ableiten. Welche Analysen durchgeführt hat, ist dem Übertragungsbericht nicht zu entnehmen. Auch die Marktverhältnisse lassen sich insoweit mangels jeder hinreichenden mit Tatsachen unterlegten Begründung nicht abschätzen. Ob die von beschriebenen Effekte nach Ablauf der Mietverträge eintreten, kann nicht festgestellt werden. Es war bereits bis zur mündlichen Verhandlung nicht erkennbar, welche Restlaufzeiten den Mietverträgen zugrunde lagen. Auch wenn nach den Ausführungen von gerade der Kaufhof nur die mietgünstigen Objekte behalten und entsprechende Optionen gezogen hat und die übrigen aufgegeben hat, führt dies nicht zwangsläufig dazu, dass der genannte Effekt in dem angesetzten Umfang eintritt. Dazu müssten dann diese nicht fortgeführten Objekte auch tatsächlich zu deutlich ungünstigeren Konditionen

weitervermietet worden sein, was auch nicht belegt ist.

Auch wenn eine Unternehmensbewertung in erheblichem Umfang auf belegbaren oder auch nicht belegbaren Prognosen beruht, müssen diese zumindest ansatzweise zum Bewertungsstichtag eine Tatsachengrundlage haben, die nachvollziehbar ist. Die vorgelegten Ausführungen zu diesem Abzug haben jedoch überhaupt keine Tatsachengrundlage. Dem Gericht liegt lediglich eine von ermittelte Zahl vor. Mit welchen Erwartungen und aufgrund welcher Prognosen und Einzelwerte diese ermittelt wurde, ergibt sich nicht. Der Ansatz dieses „Sonderabzuges“ ändert den Wert einer Aktie um rund 1,07 EUR. Um den Minderheitsaktionär mit einem solchen Betrag zu belasten bedarf es einer eingehenden Begründung. Diese wird von der Antragsgegnerin auch in den nach der mündlichen Verhandlung vorgelegten Schriftsätzen aber nicht vorgelegt. Die von der erstellte Tabelle fehlt es insoweit an jeder Aussagekraft.

ee)

Daraus ergibt sich die folgende Berechnung:

<u>Mio. €</u>	Plan 2002	Plan 2003	Plan 2004	Plan 2005	Ewige Rente
Ergebnis vor Steuern v. EE	77,5	38,2	59,5	35,5	33,2
Steuern v. EE	-24,6	-10,1	-15,7	-9,4	-8,8
Jahresüberschuss	52,9	28,1	43,8	26,1	24,4
Ausschüttung vor pers. Ertragsteuern	52,9	28,1	43,8	26,1	24,4
Persönliche Ertragsteuern	-9,3	-4,9	-7,7	-4,6	-4,3
Nettoausschüttungen	43,6	23,2	36,1	21,5	20,1
Barwertfaktoren	0,9852	0,9441	0,9047	0,8669	25,8397
Barwerte der Nettoausschüttungen	43,0	21,9	32,7	18,6	519,4
Ertragswert zum 27.08.2002	635,5				
Sonderwert Reinvestitionsrate	-36,1				
Sonderwert Over-/Under-Rent	0				
Unternehmensgesamtwert Horten AG	599,4				
1 € per 27.08.2002	599.400.000				
Anzahl der Aktien	50.000.000				
Wert je Aktie (in €)	11,99				

Eine mathematische oder rechtliche Grundlage, den Wert von 11,99 EUR/Aktie auf 12,00 EUR aufzurunden, besteht nicht.

3.

Zinsen sind nicht zuzusprechen (vgl. dazu OLG Düsseldorf – I-26 W 6/07 (AktE) – Beschluss vom 25.11.2009).

4.

Die Kosten des Verfahrens trägt gemäß §§ 327, 306 Abs. 7 AktG a.F. die Antragsgegnerin zu 2). Es entspricht auch der Billigkeit, dass die Antragsteller zu 24. und 25. ihre notwendigen außergerichtlichen Kosten zu tragen haben (§ 13 a FGG a.F.). Dies ergibt sich bereits zwangsläufig daraus, dass die Antragsteller ihre Antragsberechtigung nicht nachgewiesen haben.

Da die Antragsgegnerin zu 2) über 98,22% der 50.000.000 Aktien verfügte, befanden sich lediglich 890 Aktien bei den außenstehenden Aktionären. Dies führt zu einem Geschäftswert für die Festsetzung der gerichtlichen Kosten und der Kosten für den gemeinsamen Vertreter der außenstehenden Aktionäre von 2.221.809,57 EUR (2,49 EUR Erhöhung * 890.000 Aktien)

Der Geschäftswert für die Festsetzung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller wird festgesetzt, wenn diese nachgewiesen haben, in welchem Umfang sie Aktien gehalten haben. Er ergibt sich aus der Berechnung: Anzahl der gehaltenen Aktien multipliziert mit dem Quotient aus 2.221.809,57 EUR/890.000-Minderheitsaktien, also aus einem Betrag von 2,49 EUR/gehaltener Aktie.