

Az.: 52 O 97/10



## **Landgericht Potsdam**

### **Beschluss**

In dem Spruchverfahren



Im übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters werden auf € 200.000 festgesetzt.

## **Gründe**

Die Antragsteller sind ausgeschlossene Aktionäre der Möbel Walther AG. Das Grundkapital der ehemals börsengehandelten Aktiengesellschaft von 30 Millionen Euro bestand aus 6 Millionen Stammaktien und 4 Millionen stimmlosen Vorzugsaktien.

Der Antragsgegner ist seit 2002 Mehrheitsaktionär des Unternehmens. Im Jahr 2006 wurden aufgrund der schlechten wirtschaftlichen Lage der Möbel Walther AG umfangreiche Änderungen vorgenommen. Mehrere ausländische Standorte wurden geschlossen. Alle Einrichtungszentren mit Ausnahme des Standortes Chemnitz wurden an den Antragsgegner zum Preis von 31,6 Mio. € verkauft. Die Immobilien, in denen die verkauften Einzelhandelsmärkte betrieben werden, wurden nicht an den Antragsgegner verkauft, sondern blieben bei der Möbel Walther AG.

Die Möbel Walther AG betrieb im Möbelsegment nur noch den Verkauf von Möbeln über die Sconto SB Märkte (Möbel-Discounter). Zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre betrieb das Unternehmen 20 Standorte in Deutschland sowie weitere in Tschechien und Ungarn. Die Möbel Walther AG entwickelte, verwaltete und vermietete zudem Immobilien. Dabei wurden die Grundstücke teilweise selbst- und teilweise fremdgenutzt.

Am 23. November 2006 teilte der Antragsgegner dem Vorstand der Möbel Walther AG mit, daß er einen Anteil von 83,19% der Stimmrechtsaktien halte.

Am 9. Februar 2007 verlangte der Antragsgegner die Einberufung einer Hauptversammlung, auf der der Ausschluß der Minderheitsaktionäre gemäß § 327a AktG beschlossen werden sollte. Zu diesem Zeitpunkt hatte der Antragsgegner einen Anteil am Grundkapital von 96,55 %.

Der schriftliche Bericht des Antragsgegners nahm als Ausgangspunkt die Jahre 2004 – 2006, wenngleich der Bericht auch konstatierte, daß wesentliche Maßnahmen und Transaktionen in diesen Jahren eine Vergleichbarkeit erschwerten: -Veräußerung der Betreibergesellschaften der Einrichtungszentren; - Einstellung der zentralen Einkaufsfunktion der Möbel Walther AG für die Gesamtgruppe im Bereich Materialbezug und Werbeleistungen; -Ausgliederung wesentlicher operativer Funktionen auf Dritte; - Einstellung der operativen Aktivitäten in Polen. Für die Zwecke der Unternehmensbewertung wurden die Ausgangswerte der Jahre 2004 – 2006 auf eine mit dem Jahr 2006 vergleichbare Struktur angepaßt, zum Teil wurden auch vereinfachte Annahmen getroffen (s. Bericht S. 44f).

Die Hauptversammlung der Möbel Walther AG faßte am 31. August 2007 den Beschluß, die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 18,08 sowohl für die Stammaktien als auch für die Vorzugsaktien auszuschließen. Die Bewertung der Aktien vor dem Ausschluß der Minderheitsaktionäre erfolgte im Auftrag des Mehrheitsaktionärs durch  
Das Landgericht Potsdam hat

gemäß § 327c II AktG mit Beschluß vom  
12. April 2007 zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung bestellt. Die  
bestätigte die Angemessenheit des festgesetzten Betrages pro  
Aktie.

Der Aufsichtsrat der Möbel Walther AG genehmigte am 22. Juni 2007 die Planungsrechnungen  
des Vorstandes für die Geschäftsjahre 2007 – 2011.

Die Hauptversammlung der Möbel Walther AG beschloß am 31. August 2007 ebenfalls den  
Verkauf der Möbelhäuser an den hiesigen Antragsgegner durch einen Sonderprüfer kontrollieren  
zu lassen. Der bestellte Sonderprüfer wurde jedoch durch Beschluß  
der Hauptversammlung der Möbel Walther AG vom 27. Juni 2008 abgesetzt, die Sonderprüfung  
beendet, Unterlagen hierzu gibt es nicht.

In einer außerordentlichen Hauptversammlung der Möbel Walther AG vom 16. November 2009  
wurde der Squeeze out-Beschluß vom 31. August 2007 bestätigt.

Am 19. Dezember 2008 schloß der Antragsgegner mit mehreren Minderheitsaktionären im  
Rahmen der noch laufenden Anfechtungsprozesse gegen die Hauptversammlungsbeschlüsse  
einen Vergleich, der im Bundesanzeiger veröffentlicht wurde. Danach sollte in einem  
Spruchverfahren auch die Angemessenheit der Konditionen des mit Kaufvertrag vom 1. Juli 2006  
zwischen der Möbel Walther AG und dem Antragsgegner vereinbarten Verkaufs von  
Einrichtungszentren an den Antragsgegner überprüft werden und im Rahmen der  
Angemessenheit der Barabfindung berücksichtigt werden. Ein Zurückbehaltungsrecht hinsichtlich  
der Ergebnisse des Sonderprüfers sollte nicht bestehen. In Prozeßvergleichen  
aus Juli 2010 erklärte sich der Antragsgegner – trotz seiner Auffassung, die Barabfindung sei  
angemessen – zu einer weiteren Zahlung in Höhe von € 1,98 pro Aktie bereit. Auf eine eventuell in  
einem Spruchverfahren festgesetzte Nachbesserung der Barabfindung sollte diese Zahlung in  
Höhe von € 0,49 angerechnet werden. In den Vergleichen von 2010 wurde wiederholt, daß im  
Rahmen des Spruchverfahrens der Verkauf der Einrichtungszentren im Jahr 2006 an den  
Antragsgegner auf Angemessenheit überprüft werden sollte.

Die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister erfolgte am 13. August  
2010, die Bekanntmachung der Eintragung war im Bundesanzeiger am 17. August 2010.

Die Antragsteller halten die Höhe der festgesetzten Barabfindung für zu niedrig und begehren die  
Festsetzung einer höheren Abfindung.

Bis zum 17. November 2010 haben alle Antragsteller, zumindest per Fax, ihre Anträge auf  
Erhöhung der Barabfindung bei Gericht eingereicht. Alle noch verbliebenen Antragsteller haben  
auch ihre Aktionärsstellung mit einem Bankauszug nachgewiesen.

Die Antragsteller, die ihre Anträge entsprechend § 4 II SpruchG begründet haben, haben  
insbesondere die Plausibilität der Planungsrechnung, die der Bewertung der Aktien zugrunde  
liegt, bezweifelt, da die Entwicklung des Unternehmens wesentlich positiver ausgefallen sei als  
die Annahmen in der Planung. Der Ertragswert der Möbel Walther AG sei aus den tatsächlichen  
Zahlen herzuleiten. Ferner beanstandeten fast alle Antragsteller den Kapitalisierungszinssatz und

hier sowohl den angesetzten Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor und den Wachstumsabschlag. Die angesetzten Sonderwerte seien nicht nachvollziehbar.

Die Antragsteller zu 2) – 7) rügen darüber hinaus, es habe keine eigenständige Prüfung des Bewertungsgutachtens stattgefunden.

Zum gemeinsamen Vertreter der nicht am Spruchverfahren beteiligten Minderheitsaktionäre wurde bestellt. Auch dieser hielt die Planung für zu pessimistisch, das zeige sich an der erheblichen Abweichung der Ist- von den Plan-Zahlen. Auch der Kapitalisierungszins sei nicht nachvollziehbar, Liquidität zu hoch und die Bewertung der nicht betriebsnotwendigen Grundstücke nicht geklärt.

Das Gericht hat vor einer mündlichen Verhandlung, insbesondere weil die Frage der Bewertung der an den Antragsgegner im Jahre 2006 veräußerten Einrichtungshäuser zu klären war, erneut ein Gutachten eingeholt. Es hat den sachverständigen mit der Erstattung eines Gutachtens zu der Ertragswertberechnung und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens der Möbel Walther AG sowie zur Prüfung des Kaufpreises der Möbelhäuser des Unternehmens an den Antragsgegner im Jahr 2006 beauftragt.

Nach Eingang des Gutachtens hat das Gericht den Gutachter angehört. Wegen des Ergebnisses der mündlichen Anhörung des Gutachters wird auf den Vermerk über die mündliche Verhandlung vom 21. Februar 2018 verwiesen sowie auf das ergänzende Schreiben des Sachverständigen vom 20. Februar 2018.

Für die weiteren Einzelheiten des hier nur im wesentlichen wiedergegebenen Parteivorbringens wird auf die eingereichten Schriftsätze und deren Anlagen verwiesen.

### **ZULÄSSIGKEIT DER ANTRÄGE**

Die Anträge der hier beteiligten Antragsteller sind zulässig. Insbesondere haben die Antragsteller durch Vorlage entsprechender Bankbestätigungen nachgewiesen, daß sie Aktionäre zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses vom 31. August 2007 waren. Die Antragsteller haben auch rechtzeitig gemäß § 4 SpruchG, jedenfalls bis zum 17. November 2007 ihre Anträge bei Gericht eingereicht und begründet.

Das Verfahren ist nicht durch den Tod des Antragstellers zu 60) unterbrochen, sondern wird mit der Erbgemeinschaft fortgesetzt. Die einzelnen Erben sind im Rubrum aufgeführt.

### **BEGRÜNDETHEIT DER ANTRÄGE**

Die Anträge auf Erhöhung der Barabfindung haben jedoch keinen Erfolg. Die Antragsgegner können keine höhere als die festgesetzte Barabfindung von 18,08 € je Aktie beanspruchen. Das Gericht erachtet diesen Wert für angemessen, zumal unter Berücksichtigung der weiteren Zahlung des Antragsgegners in Höhe von 1,98€, von denen 0,49 € auf die Barabfindung anzurechnen sind. Auch der Börsenkurs, der wesentlich unter dem durch die Ertragswertmethode ermittelten Aktienwert liegt, spricht für die Angemessenheit der Barabfindung.

Im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen Aktionäre ist der Unternehmenswert gemäß § 287 ZPO anhand einer anerkannten Wertermittlungsmethode zu schätzen. Dabei gibt das Gericht die maßgeblichen Faktoren vor und legt dann mit Unterstützung eines Sachverständigen, der sich hierzu anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden bedient, den Unternehmenswert fest. Weder Art. 14 GG noch § 305 AktG oder das Spruchgesetz schreiben eine bestimmte Methode der Ermittlung des Wertes einer Unternehmensbeteiligung vor. Der Antragsgegner hat die Barabfindung im Wege der Ertragswertmethode ermitteln lassen. Das ist nicht zu beanstanden. Auch die ganz herrschende Meinung in der Rechtsprechung wendet diese Methode zur Bestimmung des Unternehmenswertes an (Überblick bei Hüffer/Koch § 305 Rn. 24). Die Kammer hat ebenfalls den Sachverständigen beauftragt, den Unternehmenswert mit Hilfe der Ertragswertmethode zu bestimmen.

Mit der Prognose der zu erwartenden Überschüsse des Unternehmens auf der Grundlage der Unternehmensplanung und einer Abschätzung des nachhaltigen Ergebnisses, das für den Zeitraum jenseits der Planjahre als dauerhaft erzielbar angesehen werden kann, wird versucht, den Ertragswert zu ermitteln (s. Paulsen in MünchKomm § 305 Rn. 96). Dabei ist klar, daß es einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert bereits deshalb nicht geben kann, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitallsicherungszins abhängig ist. Die Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, führen im Ergebnis dazu, daß die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits- sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (s. OLG Frankfurt, Beschluß vom 24. 11. 2011, 21 W 7/11 Rn. 33ff. m.w.N.). Es ist wissenschaftlich nicht möglich, einen mathematisch exakten Unternehmenswert zum Stichtag festzulegen.

Ausgangspunkt für die gerichtliche Schätzung nach § 287 ZPO ist die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einer gerichtlich bestellten Prüferin untersuchte Wertbemessung des Antragsgegners. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem angemessenen Ausgleich führen (OLG Frankfurt aaO Rn. 36). Ergebnis der eigenen Schätzung des Gerichts, das sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit beschränkt, ist die Angemessenheit der gewährten Zahlung. Solange allerdings sowohl das der Abfindung zugrunde gelegte Ergebnis der Wertermittlung als auch die Einzelschritte auf dem Weg dorthin nachvollziehbar und plausibel sind, ist es zumindest naheliegend, wenn nicht gar geboten, die jeweils für sich gesehen vertretbaren Methoden und Einzelwerte aus der vorgelegten Unternehmensbewertung für die eigene Schätzung des Gerichts als Grundlage nutzbar zu machen und nicht durch andere, gleichfalls nur vertretbare Annahmen, Prognosen und wertenden Ergebnisse zu ersetzen (OLG Frankfurt aaO Rn. 37). Es gibt auch keinen Anspruch der Minderheitsaktionäre auf die Umsetzung eines Meistbegünstigungsgebotes. Entsprechend lassen sich der Verfassung keine Vorgaben dahingehend entnehmen, von zahlreichen vertretbaren Einzelwerten müsse jeweils der höchste genommen werden (s. OLG Frankfurt aaO Rn. 42). Sinn und Zweck des Spruchverfahrens als verfassungsrechtlich gebotenes Mittel der gerichtlichen Kontrolle ist die Verhinderung der mißbräuchlichen Ausübung wirtschaftlicher Macht der Mehrheit gegenüber der Minderheit. Von einem Mißbrauch kann dann keine Rede sein, wenn der seitens der Gesellschaft ermittelte Unternehmenswert seiner Höhe nach vertretbar und damit ein mögliches, wenngleich nicht zwingendes Ergebnis einer gerichtlichen Schätzung darstellt (OLG Frankfurt aaO Rn. 44).

Die gerichtlich bestellte Prüferin, hat die Bewertung des Unternehmenswertes und die Angemessenheit der Barabfindung durch die vom Antragsgegner eingesetzte überprüft und bestätigt. Soweit einzelne Antragsteller die Auffassung vertreten, die Angemessenheit der Barabfindung sei durch den gerichtlich bestellten Prüfer, nicht ausreichend hinterfragt worden, kann dies hier sogar dahingestellt bleiben, da durch den weiteren gerichtlich bestellten Sachverständigen jedenfalls eine umfangreiche Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung erfolgt ist. Der Sachverständige hat zudem auch den festgesetzten Preis für die im Jahr 2006 an den Antragsgegner verkauften Einrichtungshäuser überprüft.

Bewertungsstichtag für die Aktie war der 31. August 2007, als die Hauptversammlung den Ausschluß der Minderheitsaktionäre beschloß. Dieser Beschluß ist auch in das Handelsregister eingetragen worden und im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden. Der Bestätigungsbeschluß der Hauptversammlung vom 16. November 2009 entfaltete dagegen keine Wirkung.

#### **Plausibilität und Widerspruchsfreiheit der Planung der Möbel Walther AG**

Im Rahmen der Ertragswertmethode ist es grundsätzlich unzulässig anstelle der Prognose des Unternehmens eine eigene Prognose des Gerichts bzw. eines gerichtlich bestellten Sachverständigen zu setzen. Eine stark von der Prognose abweichende Entwicklung des Unternehmens kann aber Anlaß sein, die Plausibilität der Unternehmensprognose zu überprüfen und auf Widersprüche zu achten, um völlig unrealistische Ergebnisse zu verhindern (für alle: Paulsen in MünchKomm § 305 Rn. 96 m.w.N.). Dabei ist zu berücksichtigen, daß Planungen und Prognosen in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. 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 (hM, s. nur OLG Frankfurt, Beschluß vom 5. 3. 2012, 21 W 11/11, juris Rn. 22ff. m.w.N.).

Hier war die tatsächliche Entwicklung der Möbel Walther AG, insbesondere in dem Jahr als der Squeeze out-Beschluß gefaßt wurde, sehr viel positiver als prognostiziert. Aber der Rückschluß, bei Planverfehlungen sei die Angemessenheit der Planung nicht gegeben, ist nicht ohne weiteres zulässig, so auch der Sachverständige. Planverfehlungen können ihre Ursachen nicht nur in unvollständiger oder fehlerhafter Planung haben, sondern auch durch externe Faktoren, wie z.B. unerwartete Marktentwicklungen, Wettbewerbsverhalten o.ä. bedingt sein.

Planungen und Prognosen sind interdependent, d.h. sie bauen jeweils aufeinander auf und beeinflussen einander. Gerade die Planungen sind aber Ergebnis unternehmerischer Entscheidungen, die regelmäßig nur eingeschränkt der richterlichen Kontrolle unterliegen (OLG Frankfurt aaO). Das ist bei der Abfindung der Minderheitsaktionäre auch sachgerecht, weil diese faktisch keinen Einfluß auf die unternehmerischen Entscheidungen besitzen und das Investitionskalkül als gegeben hinnehmen müssen. Hierauf basiert entsprechend der ihm entzogene Unternehmenswert (OLG Frankfurt aaO). Soweit die Minderheitsaktionäre regelmäßig vermuten, die Prognosen erfolgten zweckorientiert und setzten systematisch zu niedrige Werte an, unterstellen sie, daß die Planung ausschließlich zum Zweck der Ermittlung der Abfindung der

Minderheitsaktionäre aufgestellt wird. Dem widerspricht hier aber das Ergebnis der Kontrolle durch die beiden gerichtlich beauftragten Prüfer. Dagegen muß regelmäßig davon ausgegangen werden, daß die Planrechnung für das Unternehmen aufgestellt wird. Auch das Verfassungsgericht, das den vollen, wahren Wert der Aktie bei der Bemessung der Barabfindung fordert, akzeptiert, daß die der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge lediglich darauf zu überprüfen seien, ob sie auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar seien (BVerfG, Beschluß vom 24. 5. 2012, 1 BvR 3221/10). Die Rüge, eine nur vertretbare Prognose könne den vollen Ausgleich der Minderheitsaktionäre nicht sicherstellen, wenn der gerichtliche Sachverständige eine andere Einschätzung für „eher plausibel“ erachtet, hält das Bundesverfassungsgericht nicht für durchgreifend (BVerfG aaO, zitiert nach juris Rn. 30). Es ist nicht möglich, stichtagsbezogen einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens zu bestimmen. Jede Prognose ist mit Unsicherheiten verbunden. Der Versuch der Fachgerichte letztlich nicht auflösbaren Divergenzen weiter nachzugehen, kann für sich kein Gewinn für die rechtsschützende Wirkung richterlicher Nachprüfung sein. Dies gilt zumal auch deshalb, weil Spruchverfahren gerade wegen der in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht besonders komplexen Bewertungsfragen einer erhöhten Gefahr ausgesetzt sind, nicht in angemessener Zeit abgeschlossen zu werden und dann das Gebot effektiven Rechtsschutzes verletzen (so BVerfG aaO).

Der Sachverständige hat die beiden unterschiedlichen Segmente der Möbel Walther AG, zum einen den Möbeleinzelhandel, die Sconto Märkte, und zum anderen das Immobiliensegment getrennt betrachtet und die Plausibilität der Annahmen der Planrechnung des Unternehmens geprüft. In den Jahren 2004-2006 sind sowohl die Umsatzerlöse der Sconto Märkte als auch die Anzahl der Standorte kontinuierlich angestiegen. Im Jahr 2006 ist der Umsatz sehr stark gestiegen. Der Sachverständige vermutet hier, wie auch das Unternehmen selbst, der Grund sei ein Vorziehen des Kaufs von Möbel, da ab dem 1. Januar 2007 eine Umsatzsteuererhöhung anstand. Die Umsatzerlöse pro qm sind jedoch von 2004 auf 2005 gesunken und von 2005 auf 2006 konstant geblieben. Zwar lagen die Zahlen für den prognostizierten Umsatzrückgang im Jahr 2007 über den von einigen Studien prognostizierten Rückgängen. Der Sachverständige hat jedoch festgestellt, daß die Annahme des Umsatzrückganges im ersten Halbjahr 2007 durch die tatsächlichen Zahlen der Möbel Walther AG jedenfalls für die wichtigen Standorte in Deutschland bestätigt wurde. Die geplanten Umsatzerlöse im Möbeleinzelhandel wurden zwar 2007 und 2008 deutlich übertroffen, wie der Sachverständige auch bestätigt, für die Jahre ab 2009 waren jedoch die Umsätze zu optimistisch geplant (Abbildung S. 27 des Gutachtens). Insgesamt erachtete der Sachverständige die Planung des Unternehmens zu den Umsatzerlösen für vertretbar und plausibel.

Hinsichtlich der Planung des Wareneinsatzes und des Rohertrages haben die Antragsteller bezweifelt, daß die Rohertragsmarge sinke und branchenüblich sei, die Wareneinsatzquote sei zudem überhöht. Der Sachverständige hält jedoch, nach Analyse der Entwicklung aufgrund von Vergangenheitsdaten, Planungsprämissen und statistischen Veröffentlichungen, die Planung der Rohertragsmarge für vertretbar, wenn auch in Bezug auf die Vergangenheitswerte am unteren Ende einer möglichen Bandbreite liegend. Der tatsächlich erzielte Rohertrag liegt mit Ausnahme des Jahres 2011 deutlich oberhalb der geplanten Erträge. Folglich war die Rohertragsmarge in Planung und tatsächlich erzieltm Ergebnis, Gegenstand ausführlicher Erörterungen in der Anhörung des Sachverständigen. Ausgehend von einer durchschnittlichen Rohertragsmarge im Möbeleinzelhandel, allein bezogen auf den Zeitraum von 2000 bis 2006 ergibt sich eine wiederum durchschnittliche Rohertragsmarge von 40,9%, also über der Planung der Möbel Walther AG liegend, wenngleich nicht sehr weit darüber. Hinzuzurechnen wären, so der Sachverständige 0,2%, da neuere Untersuchungen zeigten, daß es Vorteile für größere

Unternehmen, wie die Möbel Walther AG gebe. Denkbar wäre die Annahme einer noch höheren Rohertragsmarge, wenn man von durchschnittlichen Rohertragsmargen im Möbeleinzelhandel in den Jahren 2002 – 2006 ausginge, denkbar wäre aber auch eine geringere Rohertragsmarge anzusetzen, wenn man den vor dem Jahr 2000 liegenden Zeitraum mit einbezöge. Die auf die Sconto Märkte der Möbel Walther AG bereinigten Zahlen im Gutachten zeigen aber auch, daß die erreichten Rohertragsmargen in den Jahren 2004 und 2005 unter dem Branchendurchschnitt liegen. 2006 dann allerdings über dem Branchendurchschnitt.

Das Gericht hält den Ansatz der geplanten Rohertragsmargen der Möbel Walther AG bei der Errechnung des Ertragswertes des Unternehmens nicht für unvertretbar. Die Kammer wird nicht die durchschnittlichen Branchenwerte an die Stelle der vom Unternehmen eingesetzten Werte setzen, zumal die von der Möbel Walther AG geplanten Rohertragsmargen auch die Margen der ausländischen Sconto Märkte berücksichtigten, die etwas unterhalb der in Deutschland zu erzielenden Margen lagen. Die Kammer geht auch nicht von einer für die Zwecke einer möglichst geringen Barabfindung aufgestellten Planung aus. Zu berücksichtigen ist, daß auch die Planzahlen, die zu Erhöhungen des Unternehmenswertes führten, obwohl sie dann tatsächlich nicht erreicht wurden, in die Berechnung des Unternehmenswertes zugunsten der Minderheitsaktionäre einfließen.

Das zeigt sich auch bei der Bewertung der Möbeleinzelhandelshäuser, die der Antragsgegner im Jahr 2006 von der Möbel Walther AG kaufte. Bei der Planung deren Rohertragsmarge ist die Möbel Walther AG/der Antragsgegner von Werten im Bereich von 42,4 % - 42,8 % ausgegangen. Die tatsächlich erzielten Rohertragsmargen lagen jedoch weit darunter und auch weit unter den Margen, wie sie hier die Möbel Walther AG für die bei ihr verbliebenen Märkte plante.

Auch die tatsächlich erreichten Umsatzerlöse weichen für die Jahre 2007 und 2008 erheblich von der Planung der Möbel Walther AG ab. Auch dies ist vom Sachverständigen analysiert worden. Die tatsächlich erreichten Umsätze für 2007 liegen unter den Umsätzen von 2006, allerdings nicht so weit, wie prognostiziert. Andererseits sind die geplanten Umsatzerlöse in den Jahren 2009, 2010 und 2011 von der Möbel Walther AG nicht erreicht worden. 2011 wurde das Ziel sogar erheblich verfehlt.

Der geplante Einbruch der Umsatzerlöse 2007 ist jedoch nicht unplausibel. Auch Studien gingen von einem Umsatzrückgang für das Jahr 2007, nach der Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes aus. Die Steigerung der Profitabilität der Unternehmen sei im wesentlichen nur noch über die Ausweitung der Verkaufsfächen zu erzielen, so die Annahmen der Branche. Der Bundesverband der deutschen Möbel- Küchen- und Einrichtungshäuser ging 2005 jedoch schon von einer Überversorgung mit Möbelhäusern aus, geschätzte 30 % der Verkaufsfächen seien zu viel. Angesichts dieses schwierigen Umfeldes hält auch der Sachverständige die Planung eines Umsatzrückganges für 2007 für plausibel, zumal im 1. Halbjahr 2007 ein tatsächlicher Umsatzrückgang von 10,6 % sich bereits bei der Möbel Walther AG bestätigt hatte.

Für die Folgejahre, ab 2008, sah die Planung der Möbel Walther AG ein moderates Wachstum von 2 % pro Quadratmeter Umsatz vor. Das lag deutlich über den Wachstumsraten der Vergangenheit, wie der Sachverständige feststellte, in der kein positives Wachstum der Umsätze pro Quadratmeter zu erzielen war. Das Umsatzwachstum in der Vergangenheit resultierte ausschließlich aus der Eröffnung neuer Verkaufsfächen.

Auch die Planung der Personalkosten ist nachvollziehbar und plausibel, so der Sachverständige, auch wenn die geplante Personalkostenquote über den Werten der Vergangenheit liege. Im Bereich der Immobilien sei die Annahme eines moderaten Anstiegs der Personalkosten im Jahr 2007 sowie dann der Ansatz konstanter Personalkosten nicht unangemessen. Plausibel sei auch die Planung für das Segment „Zentrale Funktionen“. Zwar lägen die geplanten Personalkosten im gesamten Zeitraum oberhalb der tatsächlichen Personalkosten. Allerdings sei eine Annäherung der tatsächlichen Kostenquote an die geplante Kostenquote und im Jahr 2011 eine identische Personalkostenquote von Plan und Ist-Zustand erreicht. Würden die tatsächlich dann entfallenden Personalkosten im ungarischen Möbelhandel aus den Planaufstellungen herausgerechnet, blieben nur noch geringe Differenzen zwischen Plan und Ist-Zustand.

Während die Antragsteller den geplanten Anstieg der Abschreibungen für nicht haltbar erachteten, hielt der Sachverständige die Planung für plausibel. Über den Planungszeitraum ergebe sich im Segment Möbeleinzelhandel eine deutlich schwankende Investitionsquote, die Resultat der geplanten Standortneueröffnungen sei. Durch das erhöhte Investitionsvolumen 2007 ist plausibel, daß sich auch die Abschreibungen erhöhten. Die Abschreibungen im Segment Immobilien stellten den wesentlichen Teil der Gesamtabschreibungen der Möbel Walther AG dar. Unter Berücksichtigung der Nutzungsdauer, den Buchwerten und der detaillierten Investitionen erachtet der Sachverständige die Planungsrechnung für plausibel. Das gelte auch für das Segment „Zentrale Funktionen“. Der Unterschied der geplanten von den tatsächlichen Abschreibungsquoten sei u.a. durch die Aufgabe der Geschäftstätigkeit in Ungarn erklärlich.

Die sonstigen betrieblichen Erträge lägen zwar deutlich oberhalb der geplanten Erträge, so der Sachverständige, das sei aber im wesentlichen auf die höheren Mieterlöse zurückzuführen. Ab 2009 lägen die Mieterlöse unter den Planannahmen. Ab dem Jahr 2008 seien auch die Mieterlöse aus der Vermietung der Immobilie in Posen eingerechnet, die jedoch nach der Planung längst verkauft sein sollte. Weitere zusätzliche Mieterlöse stammten aus dem Erwerb weiterer Immobilien im Jahr 2010, die nicht in der Planung enthalten gewesen seien.

Eine nähere Betrachtung der Planung der Möbel Walther AG zeigt demnach, daß sie Planzahlen enthält, die sowohl negativ als auch positiv von den tatsächlich erreichten Zahlen abweichen, was dafür spricht, daß die Planung nicht für den Zweck einer möglichst niedrigen Abfindung der Minderheitsaktionäre aufgestellt wurde.

Allein eine Planungszahl „störte“ den Sachverständigen wie er in der Anhörung deutlich machte, ohne daß er nach der umfangreichen internen und externen Plausibilitätsprüfung der Planungsrechnung, bei Berücksichtigung der wesentlichen Faktoren wie Umsatzerlösen, Rohertrag, Abschreibungen oder sonstigen betrieblichen Aufwendungen, aufzeigen konnte, welche Annahmen der Planungsrechnung unvertretbar sein sollten. Das EBIT, insbesondere im Jahr 2007 sei, da es unterhalb der in der Vergangenheit erreichten Ziele lag, eine Größe, deren Herleitung der Sachverständige nicht recht nachzuvollziehen vermochte. Die Antragsteller ihrerseits rügten nicht nur die Abweichung des Ist- zum Planungszustand im Jahr 2007, sondern auch die erheblichen Abweichungen von der Planung im den Folgejahren, wobei jedoch wiederum festzustellen ist, daß die Planung des EBIT für das Jahr 2008 wesentlich höher ausfällt als das tatsächlich erreichte EBIT. Auch hier spricht nichts für eine Planaufstellung zu Lasten der Minderheitsaktionäre. Da der Sachverständige trotz der sorgfältigen Analysen der Planzahlen keinen Bereich fand, in dem die Planung unplausibel war, hat das Gericht keine neue Berechnung wegen einer Planzahl im Jahr 2007 durchführen lassen, wegen einer Planzahl im Jahr 2007, schon gar nicht systemwidrig auf Basis der tatsächlich erreichten Zahlen.

## Synergieeffekte

Soweit der Sachverständige vermutet, die Rohertragsmarge in der Planung der Möbel Walther AG und das tatsächliche Ergebnis des Unternehmens könnten durch Einkaufssynergien der Höffner Gruppe beeinflusst worden sein und in diesem Fall eine Erhöhung des Barwertes je Aktie auf 21,13 € vornimmt, wird das Gericht dem nicht folgen. Die Rechtsprechung unterscheidet, wie auch ein Teil der Betriebswirtschaftslehre, echte und unechte Verbundeffekte. Echte Verbundvorteile ergeben sich aus dem Bewertungsanlaß und entstehen durch die geplante Verbindung mit dem neuen Partner, während unechte Synergieeffekte auch ohne den Bewertungsanlaß realisiert werden können (s. nur Paulsen in MünchKomm § 305 Rn. 135 m.w.N.). Nur unechte Synergieeffekte werden nach den Empfehlungen des IDW und der ganz herrschenden Rechtsprechung in die Berechnung des Unternehmenswertes eingerechnet (s. Übersicht bei Hüffer/Koch § 305 Rn. 33). Dem Gegenargument, daß auch dem ausscheidenden Aktionär diese Effekte zugerechnet werden müssen, da er bei einem freiwilligen Ausscheiden einen Preis angestrebt hätte, der diese Effekte berücksichtigt (so Paulsen in MünchKomm § 305 Rn. 137f), kann nicht gefolgt werden.

Die Bewertung nach der Ertragswertmethode basiert auf der Fortschreibung des bisherigen Unternehmenskonzeptes. So hat auch das Bundesverfassungsgericht einerseits festgelegt, daß dem ausgeschlossenen Minderheitsaktionär der volle Ausgleich seiner Unternehmensbeteiligung zukommen muß. Andererseits ist es verfassungsrechtlich nicht erforderlich, daß bloße in dem aktuellen Wert des konkreten Eigentums noch nicht abgebildete Gewinnerwartungen und in der Zukunft liegende Verdienstmöglichkeiten sowie Chancen und Gegebenheiten innerhalb derer ein Unternehmen seine Tätigkeit entfaltet, ausgeglichen werden (BVerfG, Beschluß vom 16. 5. 2012, 1BvR 96/98 u.a. zitiert nach juris Rn. 23). Schwierig wäre auch die Verteilung der Vorteile auf die beteiligten Unternehmen.

Dies dahingestellt ist im vorliegenden Verfahren zu beachten, daß der Antragsgegner seit 2002 Mehrheitsaktionär der Möbel Walther AG ist und Synergieeffekte, gerade auch im Einkauf mit der Höffner Gruppe hätte anregen bzw. durchsetzen können. Das ergibt sich auch aus dem Bewertungsbericht, der hinsichtlich der Rohertragsmarge darauf hinweist, daß keine wesentlichen Verbesserungen der Ein- und Verkaufskonditionen zu erwarten sind, da die Möbel Walther AG bereits zum Zeitpunkt der Bewertung vom Gesamteinkaufsvolumen der Höffner Gruppe profitiert hat. Dann jedoch sind die Minderheitsaktionäre an so entstandenen Verbundeffekten bereits dadurch beteiligt worden, daß sich die Vorteile im Verkehrswert der Aktie widerspiegeln.

Der Antragsgegner selbst hat dargelegt, daß der Einkauf für die Sconto Möbelhäuser nach dem Squeeze out nicht in den Einkauf der Höffner Gruppe eingebunden worden sei, sondern selbständig geführt worden sei, bei den Möbelmärkten in Tschechien und Ungarn durch dortige Gesellschaften. Zwar können auch bei dieser Konstellation positive Effekte beim Einkauf sowohl der Möbel Walther AG als auch der Höffner Gruppe entstanden sein, dennoch muß es dabei bleiben, daß die Vorteile, die sich erst aus dem Ausschluß ergeben, nur dem Unternehmen zugute kommen (vgl. hierzu auch BGH, Beschluß vom 12. 3. 2001, II ZB 15/00 Rn. 26 – zum Beherrschungs- und Gewinnabführungs-vertrag).

## Ausschüttungsquote

Einige Antragsteller halten die von den Prüfern angesetzte Ausschüttungsquote von 50% für zu hoch, dies entspräche weder der üblichen Ausschüttungsquote deutscher Aktiengesellschaften noch der Praxis der Möbel Walther AG. Die Ausschüttungsquote der Möbel Walther AG blieb in der Vergangenheit weit hinter dieser Quote.

In der ewigen Rente so der Sachverständige werde die Annahme getroffen, daß das Ausschüttungsverhalten des Bewertungsobjektes äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage sei, sofern es nicht Besonderheiten zu beachten gebe. Der Sachverständige analysierte sowohl die Ausschüttungsquote der Möbel Walther AG als auch die einer Peer Group. Es zeigte sich, daß die Ausschüttungsquote der Möbel Walther AG stark schwankte. Eine „Dividendenpolitik“, so der Sachverständige, lasse sich nicht erkennen. Der Sachverständige bevorzugte daher die Berücksichtigung der Ausschüttungspolitik der Peer Group. Hier käme man zu einer gewichteten Ausschüttungsquote von 41,5 %, was eine Erhöhung der Barabfindung pro Aktie von 0,25 € nach sich zöge. Wenn man unabhängig von der Branche die Ausschüttungsquoten deutscher Unternehmer berücksichtigt, würde man eine Ausschüttungsquote, so wie es auch die Prüfer vorgenommen haben, von 50 % ansetzen. Das ist nicht zu beanstanden. Hiervon geht auch das Gericht aus.

Die These ist, daß der Wert eines Unternehmens durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt wird, den dieser zur freien Verfügung hat (s. Paulsen in MünchKomm § 305 Rn. 100). Es ist daher von einer Nachsteuerbetrachtung auszugehen. Die Minderheitsaktionäre kritisierten, daß bei der Wertberechnung eine Kursgewinnsteuer auf thesaurierte Gewinne angesetzt worden ist, hatten doch die Aktionäre der Möbel Walther AG vor der Einführung der Abgeltungssteuer ihre Aktien erworben.

Von 2001 - 2008 galt das Halbeinkünfteverfahren, das die Kapitaleinkünfte zur Hälfte erfaßte. Für die Zwecke einer Unternehmensbewertung wurde ein typisierter Steuersatz von 35 % unterstellt. Der typisierte Satz wurde auf die Hälfte der Überschüsse angewandt. Seit dem 1. Januar 2009 gilt die Abgeltungssteuer. Nunmehr wird eine Steuer von 26,375 % angesetzt (25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag). Unterstellt man eine lange Haltedauer für die Aktie kommt man zu einer durchschnittlichen Besteuerung von 13,19 %.

Die Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erfordert eine Typisierung dieser Verhältnisse. Ab dem 1. Januar 2009 führte die Einführung der Abgeltungssteuer zu einer einheitlichen Besteuerung der ausgeschütteten Dividenden von 25 %.

Die Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % wird auch bei Veräußerungsgewinnen fällig, sofern die Aktie nach dem 1. Januar 2009 erworben wurde. Für Aktien, die vor diesem Zeitpunkt erworben wurden, wie hier bei den Minderheitsaktionären, ist die Berücksichtigung von Steuern bei der Thesaurierung umstritten.

Bei der Festlegung des Barwertes für die Minderheitsaktionäre gingen die Prüfer zwar von einem typisierten Einkommensteuersatz von 17,5 % aus, da jedoch 2007 ein negatives Jahresergebnis geplant war, wurde auch keine Steuer in Ansatz gebracht. Im Jahr 2008 wurde ausschließlich bei den geplanten Ausschüttungen eine Besteuerung angenommen, eine Besteuerung von Kursgewinnen wurde nicht angesetzt. Ab dem Jahr 2009 wurde dann die Abgeltungssteuer (zu

1/2) berücksichtigt, was der Prüfer akzeptierte und was auch zunächst der Sachverständige für akzeptabel hielt, da diesem Ansatz die Annahme zugrunde liege, die Erhöhung der persönlichen Einkommensteuerbelastung werde am Kapitalmarkt berücksichtigt und fließe in die Preisbildung ein. Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde ein typisierter effektiver Veräußerungsgewinnsteuersatz von 13,19 % (da Solidaritätszuschlag eingerechnet wurde) angesetzt. Auch der Bewertungsprüfer hat unterstellt, daß für die Aktionäre der Möbel Walther AG die Abgeltungssteuer insoweit von Einfluß ist, da ein Erwerber der Aktien seine Kursgewinnbesteuerung in seinem Grenzpreiskalkül berücksichtigen würde.

Nimmt man dagegen an, wie der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme, daß die Abgeltungssteuer nicht zu berücksichtigen ist, da ja alle Minderheitsaktionäre vor dem 1. Januar 2009 ihre Aktien erworben haben, dann hat dies auch Konsequenzen bei der Festsetzung des Kapitalisierungszinses, insbesondere Auswirkung auf die Marktrisikoprämie. Die Marktrisikoprämie müßte sich erhöhen, wie Modellrechnungen zeigen. Folgt man diesen Modellrechnungen, dann ergibt sich im vorliegenden Fall ohne Berücksichtigung der Kursgewinnsteuer auf den Wertbeitrag aus Thesaurierung bei Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0 % ab dem Jahr 2009 ein Wert der Aktie von 18,07 €, also noch 0,01 € unter der festgesetzten Abfindung.

### **Kapitalisierungszins**

Der Kapitalisierungszinssatz ist angemessen bestimmt worden. Der Kapitalisierungszins zur Errechnung des Barwertes der Aktie setzt sich nach ganz herrschender Auffassung zusammen aus dem Basiszins, einem möglichen Risikozuschlag und einem Wachstumsabschlag, persönliche Ertragssteuern sind zu berücksichtigen (s. Riegger/Gayk KK-AktG Anh. § 11 SpruchG Rdn. 23 m.w.N.).

#### **a) Basiszinssatz**

Bei der Ableitung des Ertragswertes aus der Summe der zukünftigen Erträge der Gesellschaft durch Abzinsung werden die Erträge als Verzinsung des eingesetzten Kapitals angesehen. Es wird geprüft, welches Kapital bei einer Anlage in festverzinslichen Wertpapieren in dem Prognosezeitraum vermutlich die gleichen Erträge erbracht hätte wie die errechneten. Der Basiszins bezeichnet aus Sicht des Stichtages die auf Dauer erzielbare quasi risikolose Rendite, ohne daß zunächst das erhöhte Risiko des zu bewertenden Unternehmens berücksichtigt wird (Paulsen in MünchKomm, § 305 Rn. 108). Um kurzfristige Marktschwankungen zu eliminieren wird dabei nicht auf den Basiszinssatz des Stichtages abgestellt, sondern auf den Dreimonatszeitraum, der der Hauptversammlung vorausgeht. (vgl. nur OLG München, Beschluß vom 25. 4. 2016, 5 HK 9122/14 Rn. 127). Für den hier entscheidenden Zeitraum im Jahr 2007 war der Zinssatz unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ungerundet 4,71 %. Die vom Antragsgegner Bewertungsgutachter haben den so gefundenen Basiszinssatz nach den Empfehlungen des FAUB des IDW kaufmännisch gerundet auf 4,75 %.

Die Antragsteller kritisieren, daß der Basiszinssatz von den Prüfern zu hoch angesetzt und noch dazu aufgerundet worden sei.

Bei einer reinen Stichtagsbetrachtung hätte der Zins (bei einem Wachstumsabschlag von 1,5 %) bei 4,6668 % gelegen, bei einer Berücksichtigung des Drei-Monats-Zeitraums bei 4,7138 %. Dabei sollen durch die Bevorzugung des Dreimonatszeitraums temporäre Effekte geglättet werden. (OLG München, Beschluß vom 14.07.2009, 31 Wx 121/06). Die vorgenommene Aufrundung entspricht den Vorgaben des FAUB des IDW. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahekommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Aufrundung ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (s. auch LG München, Beschluß vom 25. 4. 2016, 5 HK 9122/14 Rn. 128 m. w. N.). Der Sachverständige hat ebenfalls die periodenspezifischen Durchschnittszinssätze mit Restlaufzeiten von 1 – 30 Jahren und den nachhaltigen durchschnittlichen Nullkuponzinssatz in einen konstanten barwertäquivalenten Zinssatz umgerechnet. Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes, der der Empfehlung des IDW S1 (2008) folgt, -einer flachen Zinsstruktur ab dem Jahr 30 – kommt der Sachverständige zu einem Basiszinssatz von 4,5941 %, gerundet 4,5 %. (Davor wurde ab dem Jahr 249 eine flache Zinsstrukturkurve ermittelt). Daraus würde sich ein angepaßter Aktienwert von 18,64 € ergeben (zur Anwendung eines nach dem Bewertungsstichtages entwickelten Standards s. BGH, Beschluß vom 29. 9. 2015, II ZB 23/14). Diesen Wert wird das Gericht jedoch nicht ansetzen. Der Minderheitsaktionär muß die volle Kompensation für sein Ausscheiden aus der Gesellschaft erhalten. Das Gericht hat jedoch nach § 327f AktG im Spruchverfahren nur dann anstelle der vom Hauptaktionär angebotenen eine andere Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung nicht angemessen ist. Angesichts der Unwägbarkeiten, die mit der auf zahlreiche Prognosen gestützten, durch eine Mehrzahl grundsätzlich gleich geeigneter Methoden gekennzeichneten und letztendlich mit einer Schätzung des Gerichts nach § 287 ZPO beruhenden Ermittlung des Unternehmenswerts verbunden sind, kann die Feststellung eines geringfügigen Korrekturbedarfs durch das Gericht nicht dazu führen, daß der angebotene Betrag als unangemessen anzusehen wäre. Dies gilt jedenfalls dann, wenn der vom Gericht nach fundamentalanalytischen Methoden wie dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert nur geringfügig von dem Ertragswert abweicht, welcher dem Angebot zugrunde gelegt wurde (s. OLG Stuttgart, Beschluß vom 17. 3. 2010, 20 W 9/08 Rn 236 m.w.N.). Nicht zu entscheiden ist, ob eine Unangemessenheit der angebotenen Abfindung erst ab Abweichungen in einer Größenordnung von 10 % anzunehmen ist. Jedenfalls bei einer Abweichung von weniger als 1 % läßt sich die Unangemessenheit der angebotenen Abfindung nicht feststellen (OLG Stuttgart aaO Rn. 241). Hier läge die Überschreitung noch unter 1 %, da dem zunächst festgesetzten Abfindungsbetrag in Höhe von 18,08 € weitere 0,49 € hinzuzurechnen sind, wie sich aus dem Vergleich des Antragsgegners mit einer Reihe von Anfechtungsklägern ergibt.

Der Sachverständige hat parallel dazu, wie es ein Teil der Antragsteller fordert, in seine Berechnungen den ungerundeten Zinssatz zum Stichtag 31. August 2007 in Höhe von 4,6467 % einer neuen Berechnung des Abfindungsbetrages zugrunde gelegt. Bei diesem Zinssatz würde sich ein angepaßter Wert je Aktie in Höhe von 18,16 € ergeben. Auch dieses ist kein Ergebnis, das das Gericht zu einer Erhöhung der Barabfindung veranlassen kann.

#### **b) Risikozuschlag**

Zu dem Basiszinssatz hinzuzurechnen ist der Unternehmensrisikozuschlag. Er wird angesetzt, weil die Kapitalanlage in einem Unternehmen mit einem höheren Risiko belastet ist als die Anlage

in öffentlichen Anleihen (siehe die Übersicht bei Paulsen in MünchKomm § 305 Rn. 115). Unterstellt wird in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis, daß durchschnittliche Anleger zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen und sich deshalb die Übernahme des Unternehmensrisikos durch Risikoprämien vergüten lassen. Die Berechnung des Risikozuschlages ist höchst umstritten, worauf auch der Sachverständige hingewiesen hat. Die Kammer folgt der Bestimmung der Risikoprämie nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), dessen Anwendung auch der IDW S 1 (2008) empfiehlt und das in der Rechtsprechung weithin akzeptiert ist (siehe nur BGH, Beschluß vom 29. 9. 2015, II ZB 23/14, zitiert nach juris Rn. 49 oder auch die Übersicht bei Hüffer/Koch § 305 Rn. 26).

#### aa) Marktrisikoprämie

Nach dem CAPM wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt. Diese Bewertung ist bei allen einer Prognose verbundenen Unsicherheiten und Risiken jedenfalls methodisch transparenter als andere Herleitungen (siehe Paulsen in MünchKomm § 305 Rn. 117 ff.).

Die Nachsteuer-Marktrisikoprämie ist hier von den Bewertern für die Jahre ab 2009 mit 4,5 % und für die Jahre 2007 und 2008 mit 5,5 % angesetzt worden. Sie entspricht damit den Empfehlungen des FAUB der unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens aufgrund der empirischen Ergebnisse –im wesentlichen basierend auf einer Langzeitstudie von Stehle - eine Marktrisikoprämie vor persönlicher Ertragsteuer in Höhe von 4 % bis 5 % bzw. eine Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuer in Höhe von 5 % bis 6 % für sachgerecht hielt (so hat das OLG Frankfurt, Beschluß vom 24. 11. 2011 21 W 7/11 für die Mitte des Jahres 2007 eine Marktrisikoprämie von 5,5 % für angemessen erachtet – ebenfalls dem IDW folgend s. Rn. 115; oder auch OLG Stuttgart, Beschluß vom 17. 10. 2011, 20W 7/11, Rn. 313).

Die Antragsteller halten die Marktrisikoprämie, die bei Errechnung der Abfindung eingesetzt wurde für zu hoch, ein Teil der Antragsteller kritisiert auch die Art der Mittelwertbildung (arithmetisch oder geometrisch). Tatsächlich ist ein Mittelwert aus dem arithmetischen und geometrischen Mittel der Bewertung zugrunde gelegt worden.

Das Gericht verkennt nicht, daß die Festsetzung der Marktrisikoprämie äußerst umstritten ist. Die Übernahme der vom IDW empfohlenen Prozentsätze ist denn auch nur eine Schätzgrundlage. Der Sachverständige hat in seinem Gutachten zahlreiche Studien zur Festsetzung der Marktrisikoprämie angeführt und ihre Schwächen und Vorzüge benannt. Dabei differieren diese Studien erheblich, da bereits die notwendige Festlegung des Referenzzeitraums zur Bestimmung der Werte in der Vergangenheit zu nicht ganz unerheblichen Schwankungen bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie führt. Das wiederum führt zu unterschiedlichen Unternehmenswerten. Das Gericht sieht es nicht als seine Aufgabe an, den betriebswirtschaftlichen Streit zu entscheiden. (vgl. auch LG Düsseldorf, Beschluß vom 14. 10. 2016 33 O 72/10, zitiert nach juris Rn. 68 f.). Jedenfalls stellt die Empfehlung des IDW eine Expertenmeinung von mit der Unternehmensbewertung befaßten Fachleuten dar, der einiges Gewicht zukommt, auch wenn die Antragsteller mutmaßen, die Empfehlungen des IDW seien interessengesteuert und im Interesse der Unternehmen darauf gerichtet, die Unternehmenswerte und die daran anknüpfenden Abfindungen kleinzurechnen. Das Landgericht Hamburg weist allerdings überzeugend darauf hin, daß Strukturmaßnahmen, die zu Spruchverfahren führen, in der Praxis der Unternehmensbewertung eher seltene Bewertungsanlässe sind. Wesentlich häufiger ist die Unternehmensbewertung um den Wert von Unternehmensbeteiligungen zu



November 2011, 21 W 7/11, zitiert nach juris Rn. 123). Das ist hier geschehen.

## bb) Betafaktor

Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktie des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zu Rendite des Marktportfolios verhält. Er drückt die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus und mißt das systematische Risiko der Aktie. Der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor ist kein empirisch feststellbare Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert, so auch der Sachverständige in seinem Gutachten. Dabei wird versucht, die Schätzung aus dem historischen Verlauf der zu bewertenden Aktie zu begründen. Gelingt dies nicht, weil eine zu geringe Anzahl von Handelsvorfällen zu beachten ist oder eine zu geringe Anzahl von Aktien gehandelt wird, wird eine Gruppe von vergleichbaren Unternehmen gewählt und hieraus der Schätzwert hergeleitet. Mathematisch führt ein hoher Betafaktor der ein überdurchschnittlich hohes Unternehmensrisiko beschreibt dazu, daß sich die Marktrisikoprämie und in der Folge der gesamte Kapitalisierungszins erhöht und der Barwert ermäßigt.

Der unverschuldete Betafaktor der Möbel Walther AG wurde von den Bewertern auf insgesamt 0,65 angesetzt. Die Bewerter haben dabei nicht den unternehmenseigenen Betafaktor eingesetzt, sondern auf Vergleichsunternehmen zurückgegriffen. Da das Unternehmen zum einen Discount-Möbelhandel betreibt sowie Immobilienverwaltung haben die Bewerter zwei Peer Groups gebildet. Auf der Basis dieser Daten wurde der gewichtete unverschuldete Betafaktor der Peer Group Möbele Einzelhandel mit 0,8 festgesetzt und der gewichtete unverschuldete Betafaktor der Immobiliensparte auf 0,5. Daraus wurde dann ein Betafaktor des Gesamtunternehmens von 0,65 gebildet.

Ein Teil der Antragsteller rügt, daß nicht der unternehmenseigene Betafaktor von den Prüfern eingesetzt wurde. Die beiden von den Prüfern gebildeten Peer Groups seien nicht vergleichbar, zumindest die aus der Möbelsparte gebildete Peer Group sei wegen ihres reinen Auslandsbezugs nicht zu berücksichtigen. Der Betafaktor sei ohnehin zu hoch gewählt.

Der Sachverständige hat zunächst klargestellt, daß es für die Auswahl der Analyseparameter des Betafaktors kein einheitliches Meinungsbild gebe, weder unter Wissenschaftlern noch unter Praktikern. Tatsächlich läßt sich auch hier ein unternehmenseigener Betafaktor abfragen, aber dieser ist, wie der Sachverständige ausführt, statistisch nicht signifikant, weder zeitraumbezogen noch stichtagsbezogen. Dies hat der Sachverständige in einer aufwendigen Darstellung begründet. Auch das Heranziehen von Liquiditätskennzahlen zur Einschätzung des unternehmenseigenen Betafaktors führt hier nicht weiter. Das geringe Handelsvolumen als auch der hohe relative Bid-Ask-Spread Indikator, so der Sachverständige zeigen die mangelnde Liquidität der Aktie. Diese Aussage trifft sowohl für die Stamm- als auch die Vorzugsaktie zu.

Auch nach Auffassung des Sachverständigen war es notwendig, den Betafaktor durch Heranziehen von vergleichbaren Unternehmen zu schätzen. Der Sachverständige hat dann nicht nur die von den Prüfern gebildeten beiden Peer Groups überprüft, sondern auch umfangreiche eigene Überlegungen zur Auswahl von Vergleichsunternehmen für die beiden Sparten von Möbel Walther AG angestellt. Auch der Sachverständige differenziert zwischen dem Möbele Einzelhandel und der Immobiliensparte und kommt bei den von ihm zusammengestellten Peer Groups zu einem Betafaktor von 0,8 bei der Sparte Möbel und zu

einem Betafaktor von 0,5 bei der Sparte Immobilien. Insgesamt nimmt der Sachverständige einen Betafaktor von 0,66 an, aufgerundet auf 0,7. Der ursprüngliche Betafaktor der Bewerber lag dagegen bei 0,65, wie oben dargestellt und damit bei einem für die Minderheitsaktionäre günstigeren Betafaktor.

### c) Wachstumsabschlag

Der aus dem Basiszinssatz und der Marktrisikoprämie ermittelte Kapitalisierungszins ist mittels eines Wachstumsabschlags, auch Inflationsabschlag genannt, zu korrigieren. Zugunsten des Aktionärs wird berücksichtigt, daß sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei Unternehmensbeteiligungen, denn das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zurückgezahlt wird (s.a. Paulsen in MünchKomm, aaO Rdn. 132).

Der Bewertungsprüfer des Antragsgegners hat den Wachstumsabschlag auf 1,5 % festgesetzt. Der Antragsgegner hat darauf verwiesen, daß der Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsrate anzusetzen sei, da auch die Beteiligung an einem Unternehmen nicht „inflationssicher“ wären, was empirische Studien bestätigt hätten.

Die Antragsteller dagegen kritisieren den eingesetzten Wachstumsabschlag als zu niedrig, man müsse auf die Inflationsrate abstellen, die mindestens in einer Höhe von 2 – 3 % zu berücksichtigen wäre.

Für die der Bewertung der zugrundeliegenden Planansätze für die Jahre 2007 – 2011 (Detailplanungsphase) wurde und wird kein Wachstumsabschlag eingesetzt, da in dieser Phase das geplante Wachstum der Erträge und Aufwendungen berücksichtigt wurde.

Der Sachverständige hat zur Kontrolle des eingesetzten Wachstumsabschlags eine eigene Analyse vorgenommen und dabei das Bruttoinlandsprodukt, die Inflationsrate, das Gewinnwachstum aller Unternehmen sowie das Gewinnwachstum des deutschen Einzelhandels einbezogen. Allein die durchschnittliche Inflationsrate im Zeitraum von 1992 – 2006 lag bei 2 % p.a. schon die Prognosen von Forschungsinstituten und Banken allein für die zeitlich naheliegenden Jahre von 2007 und 2008 waren bis auf einen Wert nicht zutreffend und lagen für 2007 unter dem tatsächlichen Wert von 2,3 % und für das Jahr 2008 bei durchschnittlich 1,8 % und damit wiederum unter dem tatsächlichen Wert. Das Gewinnwachstum der Branche Einzelhandel unterlag, so der Sachverständige, wesentlich stärkeren Schwankungen als das Gewinnwachstum aller Unternehmen in Deutschland. Als Ausgangspunkt für die Ermittlung eines angemessenen Wachstumsabschlags hat der Gutachter wegen des mehrheitlichen Beitrags des Segments Möbele Einzelhandel von etwa 60 % zum EBIT der Möbel Walther AG sowie der überwiegend vom Umsatz der Möbelbranche abhängigen Mieten seine Analysen zum Wachstumsabschlag überwiegend auf den Möbelsektor abgestellt. Bei dem Ansatz eines Wachstumsabschlags wird grundsätzlich unterstellt, daß das Unternehmen in der Lage ist, die Unternehmensergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase nachhaltig zu steigern. Die Analysen der volkswirtschaftlichen Größen führen zu dem Ergebnis, daß in den Jahren 1998 – 2006 das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes, die Inflationsrate sowie das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland im Durchschnitt über 1,5 % lagen. Das Gewinnwachstum im Einzelhandel lag bei durchschnittlich 5,2 % p.a.. Ein direkter Vergleich, wie ihn einige der Antragsteller angestellt haben, so der Gutachter der empirisch beobachtbaren Wachstumsraten

mit dem unterstellten inflationsbedingten Wachstumsabschlag wäre konzeptionell falsch, da es sich bei dem Wachstumsabschlag um die ausschließliche Abbildung des inflationsbedingten Wachstums der Gesellschaft in der ewigen Rente handelt, während das thesaurierungsbedingte Wachstum (was über das inflationäre Wachstum hinaus im Unternehmen generiert wird) der Gesellschaft in der ewigen Rente auch zu berücksichtigen ist und auch von den Bewertungsprüfern berücksichtigt wurde. Den angesetzten inflationsbedingten Wachstumsabschlag und das sich daraus ergebende Gesamtwachstum der Möbel Walther AG in Höhe von 5,2 % erachtet der Gutachter für plausibel.

### **Sonderwerte**

Zu dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert (s.auch Paulsen in MünchKomm § 305 Rdn. 139).

#### **a) Liquidität:**

Die Prüfer hielten die betriebsnotwendige Liquidität von 10 Mio. € für angemessen, was ein Teil der Antragsteller bezweifelt. Der Sachverständige konstatiert zunächst, daß es keine generelle Vorgabe zur Ermittlung betriebsnotwendiger Liquidität gebe. Hier müsse eine branchen- aber auch einzelfallabhängige Sichtweise erfolgen. Denkbar ist, aus der GuV diejenigen Mittel heranzuziehen, die monatlich anfallen (wie z.B. Personalkosten, Miete, Versicherung etc.) und hier eine dreimonatige Reserve anzunehmen, dann ist, so der Sachverständige die betriebsnotwendige Liquidität bei der Bewertung der Möbel Walther AG nicht zu hoch angesetzt. Würde man die liquiden Mittel zu einer Rückführung des Fremdkapitals verwenden, so der Sachverständige, würde dies zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen.

#### **b) Bewertung der Immobilien in Gera und Nossen sowie Polen:**

Die Möbel Walther AG war Eigentümerin von zwei unbebauten Grundstücken in Gera und Nossen, die verkauft werden sollten. Nicht betriebsnotwendige Grundstücke sind zum Veräußerungswert anzusetzen. Maßgeblich ist der am Stichtag erzielbare Erlös. Die beiden Grundstücke wurden mit einem Verkehrswert von 1 Mio. € angesetzt. Der Sachverständige hat dargelegt, daß die beiden Grundstücke bereits 2002 aufgrund von Schätzungen auf einen Buchwert von 894.000 € wertberichtigt wurden und in den folgenden Jahren dieser Wert nicht verändert wurde. Auf der Basis der dem Sachverständigen zugänglichen Unterlagen ist dieser Wert nicht zu beanstanden. Der Ansatz der beiden Grundstücke mit einem Sonderwert von 1 Mio. € ist daher sachgerecht.

Das Grundstück in Posen ist dagegen nicht als Sonderwert berücksichtigungsfähig. Zum Bewertungsstichtag ging die Möbel Walther AG von einem Veräußerungsbetrag von 15.800.000 € aus. Ein Vorvertrag war bereits geschlossen worden. Der erwartete Ertrag wurde im Rahmen der Planung 2008 berücksichtigt. Eine zusätzliche Berücksichtigung, so der Sachverständige, ist daher nicht sachgerecht.

## Stille Reserven

Der Sachverständige stimmt den Darlegungen des Antragsgegners zu, daß stille Reserven bereits im Rahmen der Ertragsbewertung berücksichtigt seien.

## Verkauf von 12 Betreibergesellschaften im Jahr 2006 an den Antragsgegner

Die Möbel Walther AG begründete den Schritt, zwölf Möbeleinzelhandelshäuser an den Antragsgegner zu verkaufen, mit der gewollten Konzentration auf die Mitnahme- und Selbstbedienungsmöbelmärkte und mit ihrem Kapitalbedarf zur Expansion in diesem Sektor. Die Immobilien, die mit Ausnahme der Standorte Leonberg und Schwetzingen, im Eigentum der Möbel Walther AG standen, wurden nicht veräußert. Der Sachverständige hat die Planung und die Annahmen des Bewertungsgutachtens, das beim Verkauf der Möbelhäuser erstellt wurde überprüft. Die Detailplanung, deren Zahlen dann tatsächlich nicht erreicht wurden, hielt der Sachverständige für eher optimistisch. Dagegen hat er die für die Grobplanungsphase getroffene Annahme einer Umsatzsteigerung von 0,5% für zu konservativ erachtet und hier ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 1,0% seinen Berechnungen zugrunde gelegt. Der Wareneinsatz und die betrieblichen Aufwendungen in der Planung wurden vom Gutachter für plausibel erachtet. Auch den Wachstumsabschlag hat der Sachverständige auf 1 % erhöht, statt der von den Bewertern angesetzten 0,5%. Hinsichtlich der Mietaufwendungen, die zu 60% aus umsatzabhängigen Mieten der Häuser resultieren, ist im Rahmen des Kaufvertrages eine Erhöhung des Mietzinses von bisher 5% auf 6% des Umsatzes vereinbart worden. Der Gutachter hat dann eine Gegenrechnung aufgestellt, bei der er weiterhin eine umsatzabhängige Miete von 5% eingesetzt hat. Dagegen ist der Verzicht der Möbel Walther AG auf 4,2 Mio. € auch nach Auffassung des Sachverständigen nicht als Sonderwert zu berücksichtigen, da diese Verbindlichkeit im Rahmen der Bewertung bei der Ermittlung der Nettofinanzverschuldung berücksichtigt wurde.

In seiner ergänzenden Stellungnahme hat der Sachverständige nochmals darauf hingewiesen, daß der Forderungsverzicht zu einer geringeren Verschuldung und niedrigeren Eigenkapitalkosten der Einrichtungshäuser führte und damit im Unternehmenswert berücksichtigt wurde. Der Sachverständige stellte dann, ausgehend von dem von ihm ermittelten Wert für die vom Antragsgegner übernommenen Möbelhäuser von 58 Mio. € und ohne Forderungsverzicht die Eigenkapitalkosten in einer Tabelle dar. Unter Berücksichtigung des höheren Zinsaufwandes und der höheren Eigenkapitalkosten würde sich ohne Forderungsverzicht der Unternehmenswert der Möbeleinzelhandelsgesellschaften auf 53 Mio. € reduzieren. Diesem wäre dann der Sonderwert durch den Verzicht auf 4,2 Mio. € hinzuzurechnen. Damit ergeben sich keine Auswirkungen auf die Bemessung des Barwertes der Möbel Walther AG.

Insgesamt hielt der Sachverständige einen Kaufpreis für die Einrichtungshäuser von 58 Mio. €, statt der gezahlten 31,6 Mio. € für angemessen.

Allerdings ändert diese Einschätzung des Sachverständigen nichts an der Festlegung der Abfindung für die Minderheitsaktionäre. Wenn man den Kaufpreis für die Einzelhandelshäuser heraufsetzt, muß man entsprechend die umsatzabhängigen Mieteinnahmen der Möbel Walther AG reduzieren. Das wiederum würde den Unternehmenswert der Möbel Walther AG zum Bewertungsstichtag auf 179,2 Mio. € reduzieren und zu einer angemessenen Barabfindung von 17,95 € führen.

### **Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktion**

Die Prüfer haben die gleiche Barabfindung sowohl für Stamm- als auch für Vorzugsaktien festgesetzt. Wegen der Stellung des Mehrheitsaktionärs mit mehr als 95 % Anteil am Grundkapital kommt, so auch der Sachverständige, dem in den Stammaktien verkörperten Stimmrecht kein großes Gewicht zu. Das zeige auch die Entwicklung der Aktienkurse von Stamm- und Vorzugsaktien. Andererseits kommt auch der Vorzugsdividende von 0,13 je Aktie nur eine geringe Bedeutung zu, so daß es bei einer einheitlichen Höhe der Barabfindung bleiben kann.

### **Buchwert**

Ein Teil der Antragsteller bevorzugt die Bemessung zum Buchwert und wählt den Buchwert zum 31. Dezember 2008. In die Betrachtung einzubeziehen wäre allenfalls der Buchwert zum 31. Dezember 2006 oder derjenige zum Bewertungsstichtag. Der Buchwert zum 31. Dezember 2006 lag unterhalb des Ertragswertes je Aktie.

### **Börsenkurs**

Den ausgeschlossenen Aktionären steht die volle Abfindung für den Verlust ihres Eigentums zu, wobei der Verkehrswert die Untergrenze bildet (seit BVerfGE 100,289ff). Zur Kontrolle der Angemessenheit der Barabfindung hat das Gericht daher den Börsenkurs aus dem Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre herangezogen (zu diesem Zeitraum s. auch BGH, Beschluß vom 19. 7. 2010, II ZB 18/09, zitiert nach juris Rn. 10ff.). Der Tag der Bekanntgabe war der 9. Februar 2007. Danach ergibt sich ein umsatzgewichteter Durchschnittskurs von 10,48 € pro Vorzugsaktie und von 12,77 € je Stammaktie. Diese Werte wären die Untergrenze für die festzulegende Barabfindung.

Der Börsenkurs ist auch nicht deshalb hochzurechnen, weil die Umsetzung der angekündigten Maßnahme ungewöhnlich lange gedauert hätte (s. hierzu BGH, aaO Rdn. 29ff). Die Hauptversammlung, auf der der Squeeze out-Beschluß gefaßt wurde, war am 31. August 2007, also sechs Monate und etwas mehr als drei Wochen nach der Bekanntgabe. Wie bereits das LG München feststellte, liegt es in der Natur der Sache, daß sich die Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses über mehrere Monate erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zu erstellen ist und hierzu dann ein Prüfbericht (LG München, Beschluß vom 25.4. 2016, 5 HK 9122/14, zitiert nach juris Rn. 187). Würde man einen längeren Zeitraum bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 ½ Monaten annehmen, bestünde die Gefahr, daß die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des BGH zur Regel wird (so zutreffend LG München aaO). Im übrigen hat der Antragsgegner unwidersprochen dargelegt, daß selbst bei einer Hochrechnung der Börsenkurs für die Stammaktie bei 14,05 € und für die Vorzugsaktie bei 11,53 € liegt.

Die Kostenentscheidung folgt aus § 15 SpruchG. Die Gerichtskosten hat der Antragsgegner zu tragen, Es sind keine Billigkeitsgesichtspunkte ersichtlich, wonach den Antragstellern gemäß § 15 II SpruchG diese Kosten ganz oder zum Teil aufzuerlegen sind. Die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters fallen dem Antragsgegner gemäß § 6 II SpruchG ebenfalls zur Last.

Die außergerichtlichen Kosten haben die Parteien jeweils selbst zu tragen. Die Anordnung der Erstattung der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners sieht das Gesetz nicht vor. Für die Anordnung einer Übernahme der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller nach § 15 IV SpruchG besteht kein Anlaß, nachdem die Anträge erfolglos waren.

Der Geschäftswert wird endgültig auf 200.000€ gemäß § 74 GNotKG festgesetzt. Bei unbegründeten Anträgen ist der Mindestgeschäftswert anzusetzen (s. auch Kubis in MünchKomm, AktG, § 15 SpruchG Rn 7 m.w.N.).

### **Rechtsbehelfsbelehrung**

Gegen diesen Beschluß findet gemäß § 12 SpruchG die sofortige Beschwerde statt. Diese kann nur durch einen Rechtsanwalt eingelegt werden. Die Beschwerde ist gemäß § 64 I FamFG bei dem Landgericht Potsdam binnen einen Monats nach Zugang des Beschlusses einzulegen und zu begründen.