



Landgericht Berlin

Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 139/02 AktG

In dem Spruchverfahren
betreffend die Otto Reichelt Aktiengesellschaft, Berlin

Beteiligte:

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin, Littenstraße 12-17, 10179 Berlin (Mitte) am 20. März 2008 ohne mündliche Verhandlung durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und **b e s c h l o s s e n**:

- 1: Die gegen die Beteiligte zu 14. gerichtete Anträge werden zurückgewiesen.
2. Der angemessene Abfindungsbetrag gemäß den §§ 327a dd. AktG aufgrund des in der Hauptversammlung der Otto Reichelt AG, Berlin, vom 22. Mai 2002 beschlossenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung in der Fassung des gerichtlichen Vergleichs vor dem Landgericht Berlin im Verfahren 104 O 94/02 wird auf 8,06 EUR je Stückaktie der Otto Reichelt AG festgesetzt.
3. Der Abfindungsbetrag ist ab dem 29. Oktober 2002 mit jährlich zwei vom Hundert über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen.
4. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie die notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller hat die Beteiligte zu 15. zu tragen.
5. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf 338.803,08 EUR festgesetzt.

Gründe:

I.

Das vorliegende Spruchverfahren betrifft die Festsetzung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 2 AktG der Anteilsinhaber der früheren Otto Reichelt Aktiengesellschaft, jetzt Otto Reichelt GmbH, aus Anlass der am 22. Mai 2002 beschlossenen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin _____
(im Folgenden als Antragsgegnerin bezeichnet).

Die Otto Reichelt AG war eine in Berlin ansässige Aktiengesellschaft, deren Grundkapital in Höhe von 34.580.000 € in 13.300.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt war. Eine Notierung der Aktien bestand im amtlichen Handel der Wertpapierbörsen in Berlin und Frankfurt am Main. Darüber hinaus fand an den Wertpapierbörsen Düsseldorf, Hamburg und Stuttgart Freihandel mit dem Papier statt.

Die wirtschaftliche Betätigung der Otto Reichelt Unternehmensgruppe bestand zum einen aus dem Geschäftsfeld Lebensmitteleinzelhandel sowie zum anderen aus der eigenen Herstellung von Back- und Fleischwaren mit Zulieferung der zuletzt genannten Produkte an den Lebensmitteleinzelhandel sowie die gesellschaftseigenen Filialbetriebe, von denen Ende 2001 im Raum Berlin/Brandenburg insgesamt 108 betrieben wurden. Die Mehrzahl dieser Filialen befindet sich auf gesellschaftseigenen Grundstücken. Die Herstellung von Back- und Konditorwaren erfolgte durch die 100-prozentige Tochtergesellschaft Otto Thürmann GmbH, die wiederum an den branchengleichen Unternehmen H. Hilbig GmbH & Co. KG und Richard Nowak GmbH & Co. Bäckerei und Konditorei Filialbetriebe KG beteiligt war. Der Bereich Fleisch- und Wurstwaren wurde durch die gleichfalls 100-prozentige Tochtergesellschaft Otto Reichelt Fleisch- und Wurstwaren GmbH abgedeckt. Neben diesen Beteiligungen existierten Anfang 2002 neun weitere, wirtschaftlich nicht aktive Tochtergesellschaften der Otto Reichelt AG sowie die Renoka Unterstützungskasse GmbH, welche die Pensionskasse des Konzerns führte.

Am 7. November 2001 veröffentlichte die Antragsgegnerin ein an die außenstehenden Aktionäre der Otto Reichelt AG gerichtetes Kaufangebot in Höhe von 6,75 € je Aktie. In Folge der Annahme dieses Kaufangebots hatte die Antragsgegnerin bis März 2002 ihre Beteiligung an der Otto Reichelt AG auf insgesamt 85,704 % erhöhen können. Ein von ihr abhängiges Unternehmen, _____ hatte daneben ein Aktienpaket in Höhe von 12,001 % erworben. Am 14. März 2002 gab die Antragsgegnerin daraufhin ihre Absicht bekannt, die verbliebenen Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft auszuschließen.

Am 13. März 2002 stellte die Antragsgegnerin gegenüber dem Vorstand der Otto Reichelt AG ein förmliches Übernahmeverlangen für die am 22. Mai 2002 vorgesehene ordentliche Hauptversammlung. Im Zeitpunkt der Hauptversammlung hielt die Antragsgegnerin 11.398.684 Aktien an der Gesellschaft, weitere 1.596.078 Aktien wurden durch
gehalten.

Für ihren Bericht in der einzuberufenden Hauptversammlung bediente sich die Antragsgegnerin der Hilfe der , deren Bewertungsgutachten im Übertragungsbericht wörtlich wiedergegeben wurde. Dieser Bewertung lag die mittelfristige Ertragsplanung der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2002 bis 2004 zu Grunde. betonte bei der Erstellung der Bewertung insbesondere das schwierige Marktumfeld im Lebensmitteleinzelhandel. Unter Anwendung eines Basiszinssatzes von 6 % und einer Marktisikoprämie von gleichfalls 6 %, gelangte bezogen auf den beabsichtigten Termin der Hauptversammlung zu einem Unternehmenswert von 64.738 TEUR, was auf die einzelne Inhaberaktie bezogen einen Ertragswert von 4,87 € bedeutete. Im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes führte unter anderem aus, die Höhe der Risikoprämie letztlich geschätzt zu haben, wobei berücksichtigt worden sei, dass die Gesellschaft in der Vergangenheit ihre Planziele nicht erreicht habe. Ferner sei kein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen, da die Reichelt Gruppe auf Dauer allenfalls in der Lage sein werde, ihre eigenen Kostensteigerungen weiterzugeben. Der Börsenkurs wurde von nicht berücksichtigt, da dieser nach Auffassung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wegen einer von ihr angenommenen Marktmenge nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegele. Die Angemessenheit einer Abfindung Höhe von 4,87 € je Aktie wurde von der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin
ohne wesentliche eigene Erwägungen bestätigt.

Am 22. Mai 2002 beschloss die Hauptversammlung der Gesellschaft mit der Stimmenmehrheit der Antragsgegnerin die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf sie gegen eine Abfindung von 5,63 € je Aktie. Bei der Bestimmung dieser Barabfindungshöhe hatte sich die Antragsgegnerin an dem gewichteten Durchschnittskurs der Aktie der Otto Reichelt AG in einem Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe des freiwilligen öffentlichen Kaufangebots orientiert. Die Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister verzögerte sich aufgrund einer hiergegen bei dem Landgericht Berlin zum Geschäftszeichen 104 O 94/02 erhobenen Anfechtungsklage. Als Ergebnis eines in diesem Verfahren abgeschlossenen Vergleichs hob die Antragsgegnerin die Abfindung auf einen Betrag von 6,95 € je Aktie an. Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in dem bei dem Amtsgericht Charlottenburg geführten Handelsregister der Gesellschaft erfolgte schließlich am 18. Oktober 2002, die letzte Bekanntmachung dieser Eintragung am 29. Oktober 2002 in der Zeitung „Der Tagesspiegel“.

Am 13. Dezember 2002 beschloss eine weitere Hauptversammlung, die Otto Reichelt AG in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung umzuwandeln.

Die Antragsteller sowie der Vertreter der außenstehenden Aktionäre machen neben verfahrensrechtlichen Einwendungen geltend, auch der erhöhte Abfindungsbetrag von 6,95 € sei zu niedrig bemessen. Der für die Ertragswertermittlung in Ansatz gebrachte Kapitalisierungszinssatz sei zu hoch, dies gelte für den Basiszinssatz ebenso wie für die Marktrisikoprämie, bei der die hohe Eigenkapitalausstattung der Otto Reichelt AG nicht hinreichend berücksichtigt worden sei. Die Annahme eines Nullwachstums für die Phase der ewigen Rente sei nicht nachvollziehbar. Für die Höhe der zu erwartenden Ausschüttungen der Gesellschaft müsse berücksichtigt werden, dass bei den von der Gesellschaft aufgestellten Planungsalternativen auch die „realistische Planungsvariante“ bereits eine Risikokomponente zu Lasten der Minderheitsaktionäre beinhalte, die nicht erneut in den Risikozuschlag einfließen dürfe. Auch die Aktienkursentwicklung innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten vor der Hauptversammlung hätte berücksichtigt werden müssen. Ferner sei die Gesellschaft vor dem Hintergrund der zu geringen Eigenkapitalverzinsung als ertragschwach einzustufen, was eine Ermittlung des Liquidationswerts erforderlich gemacht hätte. Dies gelte vor allem wegen des umfangreichen Immobilienbesitzes der Gesellschaft, welcher zudem erhebliche stille Reserven beinhalte. Dieser sei letztlich nicht betriebsnotwendig, da ein Betrieb der Märkte auch nach Abschluss eines „Sale & Lease Back“ Geschäfts möglich sei. Schließlich müsse der handelsrechtliche Buchwert der Gesellschaft in die Bewertung einfließen, der ausweislich der zum 31. Dezember 2001 aufgestellten Bilanz bei umgerechnet 8,95 € pro Aktie gelegen habe.

Die Antragsgegnerin verteidigt die von ihr auf 6,95 € je Aktie festgesetzte Barabfindung und hält einen darüber hinaus gehenden Betrag nicht für angemessen, da ein solcher durch das operative Ergebnis der Gesellschaft nicht zu rechtfertigen sei. Die nicht angemessene Verzinsung des Eigenkapitals sei auf die Marktentwicklung im Berliner Lebensmitteleinzelhandel zurückzuführen, die zu einer desolaten Marktlage geführt habe. Einzig die so genannten Discounter seien von den Umsatzrückgängen nicht betroffen. Im Übrigen habe sie bedingt durch den Umstand, dass es in der Vergangenheit bei der Otto Reichelt AG erhebliche Abweichungen zwischen Plan und Ist gegeben habe, bereits optimistische Werte angenommen. Dies zeige sich auch daran, dass die tatsächlich in den Jahren 2002 bis 2004 erzielten Werte deutlich niedriger ausgefallen seien. Der Liquidationswert der Gesellschaft liege bei lediglich 51.000.000 € und unterschreite damit den von ihr ermittelten Ertragswert. Auch der Blick auf die Börse rechtfertige keine höhere Abfindung als beschlossen, da der im November 2001 festzustellende steile Kursanstieg allein auf ihrem freiwilligen öffentlichen Kaufangebot beruhe.

Die Kammer hat am 2. April 2004 beschlossen, die Berechnung der Barabfindung der Minderheitsaktionäre nach Maßgabe des Beschlusses der Hauptversammlung der Otto Reichelt AG vom 22. Mai 2002 in Höhe des zuletzt angebotenen Betrages durch die gerichtlich bestellte Sachverständige (in der Folge als bezeichnet) überprüfen zu lassen. Wegen des weiteren Inhalts des Beschlusses und der darin enthaltenen Vorgaben für den Sachverständigen wird auf den Wortlaut des Beschlusses, Bd. VII, Bl. 134 f. d.A., verwiesen. Die Sachverständige legte ein Gutachten mit Datum vom 19. Mai 2006 vor, welches zu einem auf den 22. Mai 2002 bezogenen Unternehmenswert der Otto Reichelt AG von 92.435 Mio. € und einer darauf basierenden angemessenen Barabfindung in Höhe von 7,59 € je Stückaktie gelangte. Aufgrund von Einwendungen der Antragsteller und der Antragsgegnerin gegen dieses Ergebnis und die im Gutachten angewandte Methodik legten die Gutachter im Auftrag der Kammer ergänzende Stellungnahmen vom 27. März 2007 (Anlage zu Bd. VIII d.A.) sowie vom 26. Juni 2007 (Bd. VIII, Bl. 135 ff. d.A.) und 26. November 2007 (Bd. VIII, Bl. 192 ff. d.A.) vor, auf die wegen der Einzelheiten verwiesen wird. Darüber hinaus wird auf die Sitzungsniederschrift vom 5. Juni 2007, Bl. 122 ff. d.A. Bezug genommen.

II.

Auf das erstinstanzliche Verfahren waren die bis zum 1. September 2003 geltenden Vorschriften für Spruchverfahren anzuwenden. Dies ergibt sich aus § 17 Abs. 2 SpruchG, nach dem auf Verfahren, in denen ein Antrag auf gerichtliche Entscheidung vor diesem Datum gestellt worden ist, die bis zu diesem Tage geltenden Vorschriften des Aktiengesetzes und des Umwandlungsgesetzes anzuwenden sind.

A. Zulässigkeit der Anträge

1. Die Anträge waren zurückzuweisen, soweit sie sich ausdrücklich gegen die Otto Reichelt GmbH als Antragsgegnerin richteten. Nach Auffassung der Kammer ist Antragsgegnerin im Falle der gerichtlichen Nachprüfung der Barabfindung nach Maßgabe der §§ 327f Abs. 2 a.F. AktG, 306 a.F. AktG nicht die (hier ehemalige) Aktiengesellschaft, sondern allein deren Hauptaktionär.

Die Frage, wer nach einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 327a AktG in einem nachfolgenden gerichtlichen Spruchverfahren in Anspruch zu nehmen ist, war unter der Geltung der Verfahrensvorschrift des § 306 AktG allerdings umstritten. Im Gegensatz zum Umwandlungsrecht, in dem sich die Regelung des § 307 Abs. 2 UmwG a.F. befand, existierten im Aktienrecht keine gesetzlichen Vorgaben zu dieser Frage. So wurde vertreten, dass entweder die Gesellschaft oder der Hauptaktionär Antragsgegner sind als auch die notwendige Inanspruchnahme sowohl der

Aktiengesellschaft als auch ihres Hauptaktionärs (vgl. etwa Krieger, BB 2002, 53, 57; Köln-Komm/Hasselbach, AktG, Rz. 8 zu § 327f AktG m.w.N.: Antragsgegner ist der Hauptaktionär; a.A. Hüffer, Aktiengesetz, 5. Aufl. 2002, Rz. 5 zu § 327f AktG; Vetter, AG 2002, 176, 190: Antragsgegner ist die Gesellschaft). Die besseren Argumente sprechen aber für die Auffassung, dass die Anträge auf Verbesserung der Barabfindung ausschließlich gegen den Hauptaktionär zu richten sind, da dieser die Höhe der im Spruchverfahren zu prüfende Kompensation nach der Regelung in § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG nur allein festlegt, sondern auch materiell-rechtlich schuldet (vgl. auch OLG Düsseldorf, DB 2004, 428). Der Gesetzgeber hat die bestehende Unklarheit nunmehr durch § 5 Nr. 3 SpruchG im Sinne der hier vertretenen Auffassung beseitigt.

2. Die gegen gerichteten Anträge wa-
ren hingegen sämtlich zulässig. Die Anträge der Antragsteller zu 1. bis 6. sind innerhalb der nach § 327 Abs. 2 Satz 2 AktG a.F. maßgeblichen Frist von zwei Monaten nach dem Tag gestellt worden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Sie sind vor dem insoweit maßgeblichen Fristende am 30. Dezember 2002 bei Gericht eingegangen.

Auch die Anschlussanträge gemäß § 306 Abs. 3 Satz 2 AktG a.F. sind rechtzeitig vor dem entsprechenden Fristablauf am 14. Mai 2003 gestellt worden.

3. Die Anträge der Antragsteller waren, soweit sie sich gegen die Hauptaktionärin richten, auch im übrigen zulässig, da alle antragstellenden Beteiligten durch Vorlage von Schreiben ihrer Depotbanken nachgewiesen haben, dass sie bis zur Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister Aktionäre der Otto Reichelt Aktiengesellschaft waren.

B. Begründetheit der Anträge

Die gegen die Antragsgegnerin gerichteten Anträge haben in dem aus dem Beschlusstenor ersichtlichen Umfang Erfolg. Insoweit war die den Antragstellern nach Maßgabe der §§ 327a, 327b AktG für den Verlust ihrer Aktien zu zahlende Kompensation über die Festlegung der Antragsgegnerin hinaus zu erhöhen.

1. Unternehmensplanung der Otto Reichelt Aktiengesellschaft

Die Unternehmensplanung der Otto Reichelt Aktiengesellschaft war nach Maßgabe der von der gerichtlichen Sachverständigen vorgenommenen Änderungen geeignet, als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu dienen.

Wesentliche Mängel oder eine bewusste Manipulation zu Lasten der außenstehenden Aktionäre waren angesichts des Gutachtens der gerichtlichen Sachverständigen nicht erkennen. Die Kritik, vor allem des Antragstellers zu 6., an der Verwendung der „realistischen“ Planungsvariante der Otto Reichelt AG als Grundlage für den Detailplanungszeitraum und damit letztlich auch für die Phase der „ewigen Rente“ vermochte die Kammer nicht zu teilen.

a) Die im Spruchverfahren gerichtlich bestellte Sachverständige, hat bei der Ermittlung des Werts die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur an Hand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg ist die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die auch aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533). Dabei wird – jedenfalls nach dem von und zugrunde gelegten Bewertungsstandard IDW S1 a.F. – von einer Vollausschüttung der erwirtschafteten Überschüsse an die Eigentümer sowie der weiteren Prämisse ausgegangen, das Unternehmen bestehe für unbestimmte Zeit fort.

b) Da mit dem Ertragswertverfahren der objektivierte Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft basiert, so dass beispielsweise durch den Hauptaktionär mögliche Maßnahmen wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Restrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren. Mögliche, aber am Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind ebenso wenig zu berücksichtigen wie Zukunftserfolge, die gerade infolge des „Squeeze-Out“ eintreten werden (vgl. auch Eisolt, DStR 2002, 1145, 1149).

c) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Nach der Vorschrift des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG hat die Höhe der Barabfindung, welche der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen. Damit ist für den Fall des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nach § 327a AktG auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272,

3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativenanlagen bestehen (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., S. 57).

Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38). Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90). Das tatsächliche Geschehen nach dem Stichtag erlaubt und gebietet aber nach Auffassung der Kammer in Grenzen eine gewisse Plausibilitätskontrolle und kann insoweit für die Frage herangezogen werden, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen (vgl. Großfeld, a.a.O., S. 62).

d) Mit der für die Quantifizierung des künftig zu erwartenden Unternehmenserfolgs der Otto Reichelt Aktiengesellschaft wichtigen Marktposition sowie ihrer Aufstellung im unternehmensspezifischen Marktumfeld hat sich der von der Antragsgegnerin für die Erstellung ihres Übertragungsberichts beauftragte Gutachter in seinem Gutachten ausführlich auseinandergesetzt. Gegen diese Darstellung sind von Seiten der Antragsteller nur wenige Einwendungen erhoben worden, welche sich aber als zu pauschal und letztlich nicht durchgreifend erwiesen. Dies galt etwa für den Hinweis der Antragstellerin zu 3., die Otto Reichelt AG verfüge über ein spezielles Sortiment, da unklar blieb, was hierunter zu verstehen sein sollte. Es ist offensichtlich, dass sich das Angebot in den Ladengeschäften der Otto Reichelt von demjenigen der so genannten Lebensmitteldiscounter unterscheidet und unterscheiden soll. Insoweit spricht das Unternehmen zum Teil andere Kundengruppen an als die Discountketten wie Aldi oder Lidl. Auf der anderen Seite war aber evident, dass sich die Otto Reichelt als Vollsortimenter – anders als ein reiner Nischenanbieter mit einer beschränkten Produktpalette – der allgemeinen Markt- und Preisentwicklung im Lebensmitteleinzelhandel nicht entziehen kann.

Im Übrigen galt, dass es in Streitigen Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, zu denen das aktienrechtliche Spruchverfahren zählt, Sache der Beteiligten ist, für sie jeweils günstige Tatsachen vorzutragen (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2004, 622, 623). Wie bereits oben erwähnt, konnte die

Kammer im Rahmen der Annahmen der nach dem Stichtag voraussichtlich zur Ausschüttung an die Aktionäre zur Verfügung stehenden Mittel keine augenscheinlichen Inkonsistenzen erkennen.

aa) Als Besonderheit der Planung der Otto Reichelt AG führt an, dass sich die angewandte Technik aus historischen Gründen deutlich von der handelsrechtlichen Gliederung einer Gewinn- und Verlustrechnung unterscheidet. Dieselbe Art der Planung fand sich auch für die Tochtergesellschaften Otto Thürmann und Reichelt Fleisch. Darüber hinaus hatte die Gesellschaft per März 2002 keine einheitliche Planung entwickelt, sondern mit einer pessimistischen, einer realistischen sowie einer optimistischen Variante drei mögliche Szenarien für die zukünftige Entwicklung abgebildet.

bb) Bei der Bewertung der Validität einer Unternehmensplanung ist zunächst anhand der Vergangenheitsergebnisse zu überprüfen, ob es sich um eine plausible Weiterführung handelt, wobei periodenspezifische und andere singuläre Ereignisse auszublenden sind. Eine solche Betrachtung unter Bereinigung der Ergebnisse hat auf Seite 46 bis 48 ihres Gutachtens für die Antragsgegnerin vorgenommen, ohne dass die gerichtliche Sachverständige gegen das Ergebnis in der Sache Einwendungen erhoben hat. Zwar führt lediglich aus, die von dargestellten bereinigten Vergangenheitsergebnisse seien nicht unplausibel, Fehler in der angewandten Methode oder der Herleitung der Ergebnisse zeigt sie jedoch nicht auf. Solche waren auch für die Kammer nicht zu erkennen, so dass die Werte der Betrachtung zu Grunde zu legen waren. Diese weisen einen starken Ergebnisrückgang in den Jahren 1997 bis 1999 auf, wobei sich diese Entwicklung im Jahr 2000 umgekehrt hat, in dem gegenüber den vorangegangenen Jahren wieder eine deutliche Ergebnisverbesserung verzeichnet werden konnte.

Bei der Entwicklung ab 1997 war allerdings zu berücksichtigen, dass vor allem im Jahr 1998 eine Mehrzahl von Faktoren das Ergebnis beeinflusst hat, die nicht auf die allgemein Absatzsituation im Lebensmitteleinzelhandel zurückzuführen sind. So fand 1998 die Restrukturierung des Fleisch- und Backwarengeschäfts statt, zudem fielen Kosten durch Filialschließungen, Umbauten und Modernisierungen in den bestehen bleibenden Ladengeschäften statt. Allerdings waren sowohl 1998 als auch 1999 auch deutliche Rückgänge im eigentlichen operativen Geschäft zu verzeichnen. Ab 2000 machte sich dann die stärkere Einbindung in den Konzern bemerkbar, unter anderem durch die Aufnahme der Belieferung der Super 2000 Filialen in Berlin und Brandenburg im Jahr 2001.

cc) Vor diesem Hintergrund konnte die Ergebnisprognose für die Jahre ab 2002 nicht als lineare Fortschreibung der Vergangenheitsergebnisse erfolgen, da zu beurteilen war, ob sich der ab 1998 zu verzeichnende Einbruch in den Ergebnissen wiederholen oder sich die leicht positive Entwick-

lung der Jahre 2000 und 2001 fortsetzen würde. Dabei war zunächst die Frage zu beantworten, in welcher der drei Varianten die von der Otto Reichelt AG für den Zeitraum von 2002 bis 2004 erstellte Detailplanung heranzuziehen war.

Sowohl die als auch haben an dieser Stelle die Heranziehung der „realistischen“ Planungsvariante für sachgerecht gehalten, was vor allem vom Antragsteller zu 6. mit der Begründung kritisiert worden ist, dass es zu einer Doppelung der Risiken zu Lasten der Minderheitsaktionäre komme, da bereits der im Kapitalisierungszins in Ansatz gebrachte Risikozuschlag das volle Unternehmensrisiko der Otto Reichelt AG abbilde. Aus diesem Grunde müsse bei der Prognostizierung der Ergebnisse die „optimistische“ Planung verwendet werden. Diese Argumentation überzeugt zwar im Ansatz, nicht aber auf den konkreten Fall bezogen. So entspricht es allgemeiner Auffassung, dass das handelsrechtliche Vorsichtsprinzip im Rahmen einer Unternehmensbewertung nach dem IDW S 1 keine Anwendung findet, da sich dies zum Nachteil der Anteilseigner auswirken würde. Vorliegend war aber nicht ersichtlich, dass die „realistische“ Unternehmensplanung gegen diesen Grundsatz verstoßen könnte. Zwar führt im Hauptgutachten auf Seite 33 aus, die „realistische“ Planung enthalte bereits prozentuale Anpassungen hinsichtlich nicht einzeln geplanter ertragswirksamer Faktoren. Hierbei handelt es sich jedoch nicht ausschließlich um die Berücksichtigung von Risiken, sondern auch von Chancen, so etwa die Erhöhung der Bruttomarge durch die gemeinsame Nutzung des -Lagers sowie kostendämpfende Effekte durch geplante Rationalisierungsmaßnahmen. Damit handelt es sich bei der „realistischen“ gegenüber der „optimistischen“ Variante nicht lediglich um ein risikoadjustiertes Szenario, welches sich zu Lasten der außenstehenden Aktionäre ergebnismindernd auswirkt.

Darüber hinaus war zu berücksichtigen, dass sich die Planung der Otto Reichelt AG in der Vergangenheit durch Negativabweichungen der Istwerte zu den Planwerten ausgezeichnet hat. Zwar waren diese Abweichungen laut nicht nur auf überzogene Erwartungen an die Ergebnisentwicklung zurückzuführen, sondern vor allem auch auf nicht vorhersehbare Einmaleffekte. Dennoch spiegelt das „optimistische“ Szenario damit wegen der zu geringen Eintrittswahrscheinlichkeit nicht den zu erwartenden Ertragswert wider, wie ausführlich darstellt. Die Verlagerung des allgemeinen Unternehmensrisikos als Zuschlag in den Kapitalisierungszinssatz bedeutet nach Ansicht der Kammer nicht, dass für den zu kapitalisierenden Ertragswert Beträge anzusetzen wären, die von dem zu bewertenden Unternehmen aller Voraussicht nach nicht erzielt werden können.

dd) Soweit sich die gerichtliche Sachverständige mit der im Gutachten der dargestellten Detailplanung der Otto Reichelt AG auseinandergesetzt hat, sind an mehreren Stellen Korrekturen vorgenommen worden, die plausibel erscheinen und denen sich die Kammer daher anschließt.

Danach war die in der Planung vorgesehene Kürzung der Großhandelsumsätze im Jahr 2002 nicht plausibel, da die zugrunde liegende Feststellung, die Vorgaben für das Jahr 2001 seien nicht erreicht worden, sich als nicht zutreffend erwiesen hat. Die notwendigen Änderungen für eine periodengerechte Zuordnung der Auflösung der Rückstellungen für Rückbauverpflichtungen und der Abschreibungsdifferenzen hat nachvollziehbar dargelegt. Dies gilt auch für die unterbliebene Berücksichtigung der voraussichtlichen Umsatzsteigerungen bei Thürmann durch die Eröffnung weiterer Filialen im Jahre 2004. Bei Reichelt Fleisch hielt die Sachverständige hingegen keine Änderungen an der Planung für angezeigt. Zu eigenen Korrekturen sah sich die Kammer trotz des von mehreren Antragstellern gerügten Umstandes, dass für diese Tochtergesellschaft langfristig nur das Erreichen einer „schwarzen Null“ geplant war, nicht veranlasst. Hierbei hielt sie es für entscheidend, dass für eine selbstständige Untergliederung innerhalb eines Konzerns die „going concern“ Prämisse nicht angewendet werden kann, da nicht ausschließlich auf die Gewinn- und Verlustsituation einzelner Gesellschaftern abzustellen ist, sondern auf das Konzernergebnis insgesamt. In diesem Zusammenhang ist es aber nicht unplausibel, dass für Tochtergesellschaften lediglich ein ausgeglichenes Ergebnis geplant wird, wenn das vorgesehene Ergebnis für den Konzern positiv ist.

ee) Soweit die Antragsteller geltend machen, das Ergebnis der Planungen der Gesellschaft sei unter Berücksichtigung verschiedener Faktoren, wie etwa der Marktpositionierung der Otto Reichelt AG und deren Sortimentszuschnitt, insgesamt zu negativ, war eine Erhöhung der Beträge nicht angezeigt. Zum einen hat im Rahmen ihrer Untersuchungen über die oben angesprochenen Punkte hinaus keine weiteren Inkonsistenzen der Planung festgestellt. Schließlich ist allgemein bekannt, dass die Situation im Lebensmitteleinzelhandel für Unternehmen wie die Otto Reichelt, die eine traditionelle Vertriebsform bevorzugen, in den letzten Jahren bestenfalls schwierig war. Aus diesem Grunde scheint es nachvollziehbar, wenn – gerade wegen der guten Marktpositionierung der Gesellschaft in Berlin – mit einer im Wesentlichen stabilen Marktposition, nicht aber mit deutlich steigenden Umsätzen und Ergebnissen gerechnet wurde.

Darüber hinaus verbietet es sich für die Gerichte im Spruchverfahren regelmäßig, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise

annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (so zutreffend OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425).

ff) Damit stellen sich die zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Ergebnisse der Gesellschaft vor persönlichen Steuern wie folgt dar:

<u>Jahr</u>	<u>Ergebnis in T€</u>
2002	93
2003	8.994
2004	14.702
Normjahr	6.517

2. Kapitalisierungszinssatz

a) Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines objektiv vernünftigen dritten Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt somit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege

der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass auch trotz nicht vollständig geklärten betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.; IDW S. 1 Tz. 91 ff, 122).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Gutachtens der zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes, eines niedrigeren Risikozuschlages und eines höheren Wachstumsabschlages korrigiert wissen wollen. Die Kammer hielt insoweit auf der Basis des Gutachtens von gegenüber dem Gutachten von Korrekturen für erforderlich, wobei sich diese auf sämtliche der genannten Parameter beziehen. Diese Korrekturen führen unter Berücksichtigung der zu erwartenden Unternehmenserträge zu einer Erhöhung des anzunehmenden Werts einer Aktie der Otto Reichelt Aktiengesellschaft, welcher über der von der Antragsgegnerin zuletzt angebotenen Barabfindung liegt.

3. Bewertungsstandard

Die Kammer vertritt die Auffassung, dass im vorliegenden Verfahren die Bestimmung des Ertragswerts der Otto Reichelt AG noch unter Anwendung des Bewertungsstandards IDW S1 a.F. zu erfolgen hat. Zwar handelt es sich bei den Handlungsanweisungen des IDW Standards S1 nicht um Rechtsvorschriften, jedoch ist auch insoweit der Grundsatz zu beachten, dass ein Schuldverhältnis für die Dauer seines Bestehens dem bei seiner Begründung geltenden Recht unterliegt (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Von diesem Grundsatz kann zwar dann abgewichen werden, wenn neue, nach dem für das Spruchverfahren maßgeblichen Stichtag eingeführte, Bewertungsgrundsätze eine nachvollziehbare methodische Verbesserung mit sich bringen (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006 15208). Die Annahme einer generellen Überlegenheit des IDW S1 n.F. gegenüber dem IDW S1 a.F. wird nach Kenntnis der Kammer findet sich bislang aber weder in der betriebswirtschaftlichen und juristischen Literatur noch in der Rechtsprechung, da der neuere Standard in der betriebswirtschaftlichen Literatur nicht unumstritten ist (vgl. etwa die Ausführungen bei Peemöl-

ler/Beckmann/Miethe/Meitner, BB 2005, 90 ff.). Soweit der Sachverständige anführt, mit Hilfe des IDW S1 n.F. ließen sich die steuerlichen Gegebenheiten besser abbilden, bietet dieses Argument allein keine tragfähige Grundlage für dessen Anwendung auch auf „Altfälle“, die auch vom IDW selbst gefordert wird. Um eine verlässliche Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswerts in einem Spruchverfahren nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO zu erhalten, muss sich die Rechtsprechung darauf verlassen können, dass die bei der Ertragswertermittlung angewandten Methoden allgemeine Berufsauffassung der Wirtschaftsprüfer sind (so zutreffend BayObLG, a.a.O.). Eben diese Feststellung kann für den IDW S1 n.F. aber zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht getroffen werden, da noch nicht abschließend diskutiert ist, ob das nach diesem Standard anzuwendende Verfahren gegenüber dem Standard-CAPM sachgerechter oder gar überlegen ist (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 16. Februar 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 03081), zumal das Halbeinkünfteverfahren bereits im IDW S1 a.F. berücksichtigt worden war. Daneben war zu Gunsten der Minderheitsaktionäre auch zu berücksichtigen, dass die Anwendung des IDW S1 n.F. gegenüber dem IDW S1 a.F. zu tendenziell niedrigeren Unternehmenswerten führt, wobei die Differenz mehr als 20 % betragen kann (vgl. Knoll, AG S/2005, 39 ff.). Schließlich zeigt der vorliegende Fall auch die Schwierigkeiten, die bei Anwendung des IDW S1 n.F. konkret auftreten, da nach diesem Standard die Thesaurierung eines Teils der erwirtschafteten Überschüsse vermutet wird, die insoweit anzusetzenden Beträge aber nur schwer zu schätzen sind, wenn über das Thesaurierungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens nichts bekannt ist oder dieses von der Marktüblichkeit erheblich abweicht.

4. Basiszinssatz

Der von der gerichtlichen Sachverständigen für den Stichtag 22. Mai 2002 angenommene Basiszinssatz von 5,7) % begegnet keinen durchgreifenden Bedenken. Solche sind nach Erstattung des Gutachtens auch von den Beteiligten nicht geltend gemacht worden,

a) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747).

b) Nach dem Stichtagsprinzip ist grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin den 22. Mai 2002. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle, NZG 1998, 987, 988; Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 56 a und 57 f zu § 305 AktG.; Riegger in Kölner

Kommentar zum Aktiengesetz, Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG; Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. S. 59 f.). Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz jedoch gerade nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (Großfeld S. 119). Da die erforderliche Zukunftsprognose sich auf eine zu unterstellende unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens erstreckt und nach dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz (auf dem Markt nicht existierende) zeitlich unbegrenzte Anleihen der öffentlichen Hand heranzuziehen wären, kann der Basiszinssatz jedenfalls nicht mit dem aktuellen Zinssatz für die längstlaufenden öffentlichen Anleihen von 10 Jahren oder länger gleichgesetzt werden. Bei der Festlegung der Elemente des Kapitalisierungszinssatzes ist nämlich zu beachten, dass sie laufzeitäquivalent sein müssen. Greift man auf öffentliche Anlagen mit begrenzter Laufzeit zurück, ist auch die dann erforderliche Wiederanlage zu berücksichtigen, da eine unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens angenommen wird (vgl. OLG München, ZIP 2006, 1722, 1725). Auf der anderen Seite können für den Zeitpunkt nach der Endfälligkeit 30-jähriger Anleihen keine objektivierbaren Zinsprognosen mehr getroffen werden. Zudem ist bei Heranziehung von Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren nach deren Ablauf regelmäßig ein Abflachen der Zinskurve zu beobachten, wobei der Einfluss auf den Ertragswert bei Zinsänderungen in entfernter liegenden Zeiträumen ohnehin abnimmt.

c) Damit die Zinsprognose allerdings nicht jeglicher Grundlage entbehrt, kann als Datenbasis für auf die Zinsentwicklung in der Vergangenheit zurückgegriffen werden. Zwar lässt sich auch auf dieser Grundlage die künftige Zinsentwicklung umso weniger mit rationalen Erwägungen prognostizieren, je weiter der Prognosezeitraum in die Zukunft reichen muss. Indessen wirken sich aus finanzmathematischen Gründen tatsächliche Annahmen im Ergebnis umso weniger aus, je weiter diese Annahmen in die Zukunft reichen. hat für langfristige öffentliche Anleihen mit einer Laufzeit von 15 bis 30 Jahren für den Zeitraum von Juni 1988 und Mai 2002 eine durchschnittliche Rendite von 6,7 % ermittelt.

d) Die Sachverständige hat zunächst die zum Stichtag zu erzielende Rendite von 30-jährigen Bundesanleihen mit 5,6 % ermittelt. Im Anschluss hat sie aus diesem Stichtagszins unter Verwendung der oben genannten langjährigen Rendite einen einheitlichen Basiszins von 5,7 % errechnet. Dieser Zinssatz liegt deutlich unter demjenigen von 6 %, den in ihrem für die Antragsgegnerin erstellten Gutachten in Ansatz gebracht hat. hat jedoch nicht zufriedenstellend erläutert, wie sie auf der Grundlage einer durchschnittlichen Rendite von deutschen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über 9 bis 10 Jahren im Februar 2002 zu dem von ihr gewählten Zinsfuß von

6 % gelangt ist. Zwar führt sie aus, in den letzten 40 Jahren habe die Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten bei 7,4 % gelegen, es wird aber nicht offengelegt, auf welcher Datengrundlage, vor allem unter Berücksichtigung welcher Laufzeiten, dieser Wert gebildet worden ist. Zudem räumt ein, dass die zum Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens zu beobachtende Niedrigzinsphase bereits länger anhält, vertritt aber gleichwohl ohne weitere Auseinandersetzung mit dieser Frage die Auffassung, es könne aus der seinerzeitigen Situation nicht auf die langfristig zu erwartende Verzinsung geschlossen werden. Damit handelte es sich bei den in Ansatz gebrachten 6 % offensichtlich lediglich um einen „gegriffenen“ Wert.

e) Die Kammer hält den von angenommenen Basiszinssatz in diesem Verfahren für eine geeignete Grundlage. Der Basiszinssatz kann nach einem neueren Ansatz auch aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze hergeleitet werden. Für den 22. Mai 2005 ergibt sich nach der Svensson-Methode ein Zinssatz von 5,78 %, der allerdings wegen der teilweise starken Schwankungen der Werte durch die Betrachtung der Entwicklung über einen mehrmonatigen Zeitraum noch geglättet werden müsste. Damit spricht auch dieser Quervergleich für die Richtigkeit der Annahme von

5. Risikozuschlag

a) Es ist im Wesentlichen anerkannt und auch sinnvoll, das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Anlage in öffentlichen Anleihen. Zu diesen Risiken gehören nicht nur solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich berücksichtigt werden können, sondern auch außergewöhnliche Umstände wie Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches, sowie das stets vorhandene Insolvenzrisiko (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

b) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages – gerade auch im Fall des Ausschlusses von Minderheitsaktionären – umstritten. Ihm wird zum einen entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüber stehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus

zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., S. 126). Zum anderen wird geltend gemacht, dass gerade im Falle des Squeeze-Out die Mehrheitseigener der Gesellschaft das zukünftige Unternehmensrisiko nicht zum Teil auf die Abfindung der ausscheidenden Aktionäre abwälzen und diese darum kürzen dürfen (vgl. etwa LG Berlin, AG 1983, 137, 138; LG Frankfurt, AG 2007, 42 ff.). Auch diese Ansicht kann aber in der Konsequenz nicht überzeugen. Die Bewertung des Unternehmens erfolgt nämlich regelmäßig unter der Prämisse der unveränderten Betriebsfortführung, so dass nicht bei der Frage des Risikozuschlages darauf abgestellt werden kann, welche Strategie der Hauptaktionär nach der Übernahme sämtlicher Aktien verfolgen wird – etwa den Rückzug von der Börse im Wege des Delisting oder, wie hier, die Umwandlung in eine andere Gesellschaftsform. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die Minderheitsaktionäre ohne die Strukturmaßnahme ihre Aktien behielten und mit ihrer Investition weiterhin am Unternehmensrisiko teilnahmen. Daran zeigt sich, dass das in Ansatz zu bringende Marktrisiko keineswegs dasjenige des Hauptaktionärs ist, da Gegenstand der Betrachtung gerade nicht das Unternehmen nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre ist (so zutreffend Reuter, AG 2007, 1, 5). Schließlich wird behauptet, die Risikoprämie sei für die Unternehmensbewertung im Rahmen eines Squeeze-Out irrelevant, da ein Marktrisiko bei Unternehmen, deren Anteile sich zu mehr als 95 Prozent in der Hand eines Hauptaktionärs befänden, nicht festgestellt werden könne (so Erhardt/Nowak in Sonderheft AG 2005, 3 ff.). Dies widerspricht aber der grundsätzlichen Erkenntnis, dass unternehmerisches Handeln stets mit einem höheren Risiko verbunden ist als die Investition in Anleihen. Zudem sind in die zu Grunde liegende Studie Renditedaten eingeflossen, denen aufgrund des geringen Handelsvolumens keine wirkliche Aussagekraft beigemessen werden kann (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, 1. Aufl., Rz. 130 Anh § 11 SpruchG). Plausibel erschiene allenfalls die Annahme, dass für den Fall einer weit gehenden Integration des zu betrachtenden Unternehmens in das Unternehmen des Hauptaktionärs eine Annäherung der Risikoeinschätzung für beide Unternehmen stattfindet. Selbst bei einer solch engen Verzahnung würde das Risiko des mehrheitlich „beherrschten“ Unternehmens jedoch nicht auf Null sinken.

c) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgerecht. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine andere gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel (vgl. auch Großfeld, a.a.O., S. 127). Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist. Dies zeigt sich bereits in der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie, die

auf diversifizierte Portfolios setzt und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um so für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen.

d) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Nach Bay-ObLG, NZG 2006, 156, 159 sind Risikozuschläge von über 2% besonders begründungsbedürftig. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz-68 zu § 305 AktG; zur Rechtsprechung auch Großfeld, a.a.O., S. 129 f.).

e) Dem Risikozuschlag ist früher unter der Geltung des Bewertungsstandards HFA 2/1983 vornehmlich dadurch Rechnung getragen worden, dass entweder die nach der Unternehmensplanung angenommenen Ergebnisse noch einmal explizit mit einem Risikoabschlag versehen oder umgekehrt der Kalkulationszinsfuß um einen pauschalen Risikozuschlag erhöht wurde. Diese Vorgehensweisen sind wegen ihrer rational kaum zu begründenden Spielräume teilweise als willkürlich abgelehnt worden, werden andererseits aber auch noch in der neueren Rechtsprechung für vertretbar gehalten. Sie begegnen vor allem dann Bedenken, wenn sie in einer Weise vermischt werden, die offen lässt, welche Risiken an welcher Stelle (unter Umständen mehrfach) Berücksichtigung gefunden haben, aber auch, wenn allgemeine Unternehmensrisiken und Spezifika des untersuchten Unternehmens nicht getrennt werden.

f) Diesen Bedenken trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien kapitalmarktorientierte Modelle (CAPM - Capital Asset Pricing Model - oder Tax-CAPM) empfiehlt, wobei die durchschnittliche Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen definiert und mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert wird, der sich aus der Volatilität der Aktie ergibt (vgl. auch Großfeld, a.a.O., S. 136 f.; IDW S 1 a.F. Tz. 135). Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt. Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unter-

nehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

g) Zwar ist die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent, allerdings steht, wie auch Wissenschaftler einräumen, die empirische Bewährung des Modells noch aus. Das CAPM beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adloff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.). Damit stellt sich aber bereits grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Auf der anderen Seite erscheint es aber nicht völlig unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa denjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen erzielt worden ist.

h) Darüber hinaus bestehen auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist. Diese beiden Faktoren haben aber entscheidendes Gewicht. Durch die Wahl des Vergleichszeitraums in der Vergangenheit - obwohl es eigentlich um eine Schätzung für die Zukunft geht - und durch die Wahl eines Wiederanlagezeitraums bei einem arithmetischem Mittel wird die Höhe der beobachtbaren Marktrisikoprämie entscheidend beeinflusst (vgl. Großfeld-Stöver-Tönnies, BB-Spezial 7/2005, 2, 6). Gleiches gilt für die Feststellung des unternehmensspezifischen Beta-Faktors, da auch hier die Auswahl unterschiedlicher Referenzzeiträume und Kapitalmarktinizes zu stark unterschiedlichen Ergebnissen führen kann, wie die stark schwankenden Werte bei dem Versuch einer Bestimmung des Beta-Faktors für die Otto Reichelt AG exemplarisch zeigen. Vor diesem Hintergrund wird in der Rechtsprechung zum Teil die Auffassung vertreten, das CAPM stelle gegenüber der pauschalen Zuschlagsmethode keine überlegene Schätzprozedur dar, da die

abgeleiteten Werte nur modelltheoretische Marktwerte darstellen (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 158; OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006 15208).

i) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existieren nach Kenntnis der Kammer verschiedene Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie in Deutschland, die kein einheitliches Bild ergeben und sowohl von der ermittelten Höhe her selbst als auch von den angenommenen Vorzeichen her schwanken.

j) Eine Klärung dieses Streits war im vorliegenden Verfahren nicht herbeizuführen, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, wie die Risikoprämie zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

k) Dabei hält die Kammer die Annahme einer positiven Marktrisikoprämie für zwingend. Schon durch die steuerliche Begünstigung von Dividenden aus Aktien gegenüber der vollen Besteuerung der Zinserträge aus festverzinslichen Anlagen wächst seitdem die Ertragschance des Anlegers bei Anlagen in Aktien gegenüber der Anlage in festverzinsliche Anlagen, da bei theoretisch gleich hohen künftigen Erträgen aus beiden Anlagenformen der tatsächliche Erlös aus der Aktienanlage und die Hälfte des persönlichen Steuersatzes höher ausfällt als der Ertrag aus einer festverzinslichen Anlage. Dem höheren Risiko einer Investition in Aktien steht daher durch die steuerliche Begünstigung eine höhere Ertragschance gegenüber.

l) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei eine kritische Prüfung der Parameter allerdings notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen.

m) Die Kammer hält im Ergebnis die von der gerichtlichen Sachverständigen in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie von 3 % für angemessen und plausibel.

aa) Die von der Antragsgegnerin für die Bestimmung der Höhe der Marktrisikoprämie offensichtlich herangezogene Empfehlung des AKU des IDW, die im Wesentlichen auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (WpG 2004, 906 ff.) beruht, ist abzulehnen. Diese Studie vermag nämlich, wie zu Recht feststellen, von ihrer Methodik her nicht zu überzeugen, ohne dass es auf die häufig geäußerte Kritik an dieser Arbeit im Hinblick auf die Finanzierung durch ankommen könnte. So ist die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum nicht plausibel, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist nicht ersichtlich, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen auch an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Darüber hinaus verknüpft Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen (vgl. auch Großfeld-Stöver-Tönnies, a.a.O.). Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Marktrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet, als in der betriebswirtschaftlichen Forschung noch ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie, je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt.

bb) Die von in ihrem Hauptgutachten vom 19. Mai 2006 vorgenommene Berechnung zeigt, dass bereits ein Betrachtungszeitraum von 1960 bis 2003 die zu beobachtende Marktrisikoprämie deutlich unter den von Stehle für zutreffend erachteten Nachsteuerbetrag von 5,5 % fallen lässt. Bei der Anwendung des IDW S 1 Standards alter Fassung ist dabei zu berücksichtigen, dass es für die Feststellung des Risikozuschlags auf die Marktrisikoprämie vor Steuern ankommt.

Die Auswertung von weiteren Kapitalmarktuntersuchungen durch die gerichtliche Sachverständige hat zu dem Ergebnis geführt, dass sich bei den in diesen Studien jeweils ermittelten historischen Renditedifferenzen zwischen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren deutliche Häufungen in den Bereichen 2 % bis 3 % und 3 % bis 4 % feststellen lassen. Vor diesem Hintergrund erschien es plausibel, für die künftige Marktrisikoprämie einen Wert von 3 % anzunehmen. Einen höheren Wert hielt die Kammer auch angesichts der andauernden Niedrigzinsphase für nicht darstellbar, da die Risikoprämie auch in Relation zur Höhe des Basiszinssatzes gesetzt werden muss. Es ist nicht anzunehmen, dass sich der typisierte Anleger bei seinen Renditeerwartungen ausschließlich an historischen Daten orientiert und aktuelle Zinsentwicklungen hierbei außer Kalkül lässt. Insofern ist ein Missverhältnis anzunehmen, wenn in Modellrechnungen die Risikoprämie den Basis-

zins entweder übersteigt oder beide Werte gleich hoch sein sollen, wie dies im für die Antragsgegnerin erstellten Gutachten angenommen hat. Wenn dort zur Begründung ausgeführt wird, die Höhe der Risikoprämie beruhe auch auf Überlegungen zum unternehmensspezifischen Risiko der Otto Reichelt AG, widerspricht diese Vorgehensweise dem CAPM-Modell, nach dem die Risikoprämie das allgemeine Marktstrukturrisiko abbilden soll.

cc) Soweit die Antragsgegnerin die fehlende „Ableitung“ einer Risikoprämie von 3 % als Vorsteuerprämie aus dem Hauptgutachten von vermisst, im dem die Sachverständige eine Marktrisikoprämie in eben dieser Höhe als Nachsteuerprämie angenommen hat, war dies letztlich unerheblich. Da die Kammer, wie oben dargestellt, die Anwendung des IDW S 1 n.F. im vorliegenden Verfahren für nicht angemessen hält, konnte es für die nach diesem Standard maßgeblichen Parameter des Kapitalisierungszinsfußes nicht ankommen. Festzustellen war allein, welche Werte nach dem IDW S1 a.F. anzusetzen sind, wobei auf die obigen Ausführungen verwiesen werden kann. Auf eine Ableitung oder Kreuzberechnung zwischen den Standards konnte es damit nicht ankommen. Im Übrigen waren die in der „Stellungnahme“ vom 3. September 2007 vorgenommenen Alternativberechnungen, welche sich die Antragsgegnerin mit ihrem Schriftsatz vom 7. September 2007 ohne weitere Ausführungen zu eigen gemacht hat, insgesamt nicht nachvollziehbar, worauf die gerichtliche Sachverständige in ihrer Stellungnahme vom 16. November 2007 zutreffend hingewiesen hat.

6. Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie global bestimmt wird, ist sie nach dem CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das individuelle Unternehmen anzupassen. Dieser bildet über den Vergleich der Volatilität der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht.

a) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Gerade der vorliegende Fall zeigt aber, dass die Ermittlung des zutreffenden Betafaktors unabhängig von grundlegenden methodischen Problemen Schwierigkeiten bereiten kann, wenn sich aus den vorhandenen Marktdaten keine plausiblen Zahlen ablesen lassen. führen in ihrem Hauptgutachten einleitend selbst aus,

dass zum einen die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert wird. Zum verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Frage, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgeblich zukunftsgerichtete Betafaktor zu bestimmen ist.

b) Die Antragsgegnerin vertreten durch [redacted] hat unter Hinweis auf das geringe Handelsvolumen mit Aktien der Otto Reichelt AG gar nicht erst den Versuch der Ermittlung eines unternehmensindividuellen Betafaktors unternommen, sondern lediglich angenommen, das Unternehmensrisiko entspreche dem durchschnittlichen Gesamtmarktrisiko. Diese Annahme war ohne weitere Begründung kaum plausibel, da sich der Lebensmitteleinzelhandel von anderen im Markt vertretenen Branchen durchaus unterscheidet.

c) Die Einschätzung von [redacted], ein Betafaktor der Otto Reichelt AG lasse sich nicht ermitteln, wird allerdings auch von der gerichtlichen Sachverständigen bestätigt, da die von ihr für zwei verschiedene Referenzzeiträume aus DAX und CDAX berechneten Durchschnittswerte für die wirtschaftlichen Vergangenheitsbetas weit divergieren und damit als Grundlage für die Bestimmung des Betafaktors im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes untauglich sind. Wie die weiteren Analysen von [redacted] zeigen, führt auch die - umstrittene - Heranziehung einer so genannten „Peer Group“ nicht weiter, da deren Marktdaten gleichfalls von nur geringer Relevanz sind oder ein Vergleich mit der Otto Reichelt AG aufgrund des zu unterschiedlichen Unternehmenszuschnitts nicht ernsthaft in Betracht kommt, was sowohl für die Kamps AG als auch für die Metro AG gilt.

d) Soweit sich in Fällen der speziellen Situation des Squeeze-Out der Betafaktor der mehrheitlich im Besitz des Hauptaktionärs befindlichen Gesellschaft als nicht verwertbar herausstellt, bietet es sich nach Ansicht der Kammer häufig an, den Betafaktor des Hauptaktionärs heranzuziehen, soweit es sich bei diesem gleichfalls um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt. Diese Vorgehensweise scheidet hier angesichts der Rechtsform der Antragsgegnerin jedoch aus.

e) Um überhaupt ein modellgerechtes Ergebnis erhalten zu können, hat die gerichtliche Sachverständige sich in Ermangelung anderer Alternativen auf für das Jahr 2000 für den Einzelhandel sowie den Lebensmittelhandel ermittelte „verdichtete Branchenbetas“ von 0,76 beziehungsweise 0,70 gestützt und unter Berücksichtigung der Besonderheiten der Otto Reichelt, hier insbesondere der hohen Eigenkapitalfinanzierung, einen Betafaktor von 0,75 geschätzt. Dieses Ergebnis erscheint trotz der Problematik seiner Ermittlung jedenfalls wesentlich nachvollziehbarer als die von [redacted] vorgenommene Einschätzung. Zwar handelt es sich beim Lebensmitteleinzelhandel um keine „Wachstumsbranche“, der grundsätzliche Bedarf in der Bevölkerung für die vertriebenen Pro-

dukte ist aber konjunkturabhängig vorhanden, weswegen das Risiko unterhalb der Risikosituation des Gesamtmarkts liegen muss.

f) Im Ergebnis hält die Kammer den sich nach _____ als Produkt von Marktrisikoprämie und Betafaktor ergebenden Risikozuschlag von 2,25 vor Steuern für plausibel, so dass eine weitere Auseinandersetzung mit der grundsätzlichen Frage der Anwendbarkeit beziehungsweise Nichtanwendbarkeit dieses Modells vorliegend nicht notwendig erscheint.

Die oben bereits zitierte Entscheidung BayObLG in NZG 2006, 156, 159, welche Risikozuschläge von über 2% für besonders begründungsbedürftig hält, kann bei dieser Beurteilung keine Rolle spielen, da sie noch auf der Grundlage des HFA 2/1983 ergangen und deshalb auf den hier zu beurteilenden Sachverhalt nicht übertragbar ist, zumal sich die Marktrisikoprämie bei einer Nachsteuerbetrachtung mit einem typisierten Steuersatz von 35% weiter reduziert.

7. Wachstumsabschlag

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein so genannter Wachstumsabschlag abzusetzen.

a) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG, Rz. 23). Eine Vergleichsrechnung zwischen Geldanlage und Investition in einem Unternehmen muss die unterschiedliche Ausgangslage bei der Kapitalisierung berücksichtigen. Der Abschlag vom Kapitalisierungszins hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass das Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen. Die Kapitalanlage in einem Unternehmen kann insoweit einer Geldentwertung entzogen werden, wenn und soweit dieses in der Lage ist, die durch Geldentwertung gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf die Abnehmer zu überwälzen (vgl. OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG). 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. In der Praxis sind Prozentsätze zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG; Großfeld, a.a.O., S. 149 f.; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

b) Dabei stellt sich allerdings grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann. Daneben erscheint es der Kammer jedenfalls sinnvoll, auch auf die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts abzustellen, da sich nur wenige Branchen in ihrer Wachstumsdynamik von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung abkoppeln können.

c) Die von der Antragsgegnerin beauftragte hat für die Otto Reichelt Aktiengesellschaft einen nach den obigen Maßstäben unterdurchschnittlichen Wachstumsabschlag von 0 % angenommen und dies mit nominell gleich bleibenden Unternehmenserträgen begründet, da es auch im Normjahr nur gelinge, Kostensteigerungen in den Erlösen weiterzugeben. Die gerichtliche Sachverständige hat sich dieser Einschätzung nicht angeschlossen und in ihrer Analyse der potenziellen Entwicklung der Otto Reichelt zwar einerseits auf das schwierige Marktumfeld, andererseits zu Recht aber auch darauf hingewiesen, dass die Gesellschaft in ihren Planungen ab Frühjahr 2002 von einer im Wesentlichen stabilen Wettbewerbsposition ausgegangen ist. Auch die - bereits vor dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre bestehende - weit gehende Integration der Gesellschaft in den -Konzern lasse einen Verzicht auf künftiges Wachstum nicht plausibel erscheinen. Damit sei ein geringfügiger Wachstumsabschlag von 0,5 % als angemessen anzusehen.

d) Die Kammer schließt sich dieser Wertung vollumfänglich an. Zwar wollen einige Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre einen höheren Wachstumsabschlag annehmen. Auf welcher konkreten Grundlage sich eine positivere Entwicklung der Otto Reichelt Aktiengesellschaft ergeben könnte, die zu einem deutlicheren Wachstum führt, haben die Antragsteller aber nicht nachvollziehbar begründen können. Allein auf die Inflationsrate abzustellen, greift aus zwei Gründen zu kurz. Zum einen ist im Basiszinssatz bereits eine Inflationskomponente enthalten, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden kann. Zum anderen ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen stets die Inflationsrate übersteige. Dies gilt auch vor dem Hintergrund des in den Jahren vor und nach dem Stichtag zu beobachtende Wachstum des Bruttoinlandsprodukts. Dieses betrug jeweils im Jahr 2001: 1,2 %, im Jahr 2002: 0,0 %, im Jahr 2003: -0,2 % und im Jahr 2004: 1,2 %. Auf dieser Grundlage war aus der Sicht des Stichtages ein deutliches Gesamtwachstum der Wirtschaft, welches auf eine nachhaltige Belebung der Nachfrage im Lebensmitteleinzelhandel hätte durchschlagen können, nicht zu erwarten.

8. Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern

Keine Bedenken bestehen gegen die von der Sachverständigen im Rahmen der vorgenommene Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um die persönlichen Ertragsteuern. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. IDW S. 1 Tz. 101). Die für Unternehmensbewertungen gemeinhin angenommene pauschalierte Steuerbelastung von 35% begegnet keinen grundlegenden methodischen Einwänden (vgl. auch OLG Düsseldorf, BeckRS 2006, 07149; OLG München, NJOZ 2006, 3010, 3015).

Da der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein kann, sondern im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden muss, besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

9. Zinssatz

Damit waren für die Zusammensetzung des Kapitalisierungszinssatzes ein Basiszinssatz von 5,7 % sowie eine Marktrisikoprämie von 3,0 % in Verbindung mit einem Betafaktor von 0,75 heranzuziehen. Nach Abzug der typisierten Ertragssteuer von 35 % ergab sich für die Detailplanungsphase der Jahre 2002 bis 2004 mithin ein Zinssatz von 5,2 % und für die Phase der ewigen Rente unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlags von 0,5 % ein solcher von 4,7 %.

10. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, ist dieses gesondert zu bewerten und für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG). Dieses ist regelmäßig mit seinem Liquidationswert in Ansatz zu bringen (vgl. BayObLG, NZG 1998, 946). Hierbei handelt es sich um den Erlös, der sich erzielen lässt, wenn sämtliche Gegenstände des Unternehmens veräußert werden (Summe der Einzelveräußerungspreise nach Abzug von Schulden, Liquidationskosten und eventuellen Steuern).

a) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.

b) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der Otto Reichelt AG bestand gemäß den übereinstimmenden Ausführungen der Antragsgegnerin im Gutachten von und von im Wesentlichen aus inaktiven Grundstücksverwaltungsgesellschaften, Grundbesitz in Form von drei unbebauten Grundstücken sowie Wertpapieren. Die Ausrichtung des Werts der inaktiven Gesellschaften an der Höhe ihres Stammkapitals ist nicht zu beanstanden, da ein höherer Wert für potenzielle Erwerber nicht ersichtlich war. Ebenso bestanden gegen die Einschätzung des Werts der Wertpapiere mit ihrem letzten bilanziellen Ansatz per 31. Dezember 2001 keine Bedenken, da sich nach Angaben von im Bewertungszeitpunkt keine Erhöhung der Kurswerte ergeben hat. Unbeanstandet von den Verfahrensbeteiligten ist auch die Bewertung der Grundstücke durch geblieben, wobei mit der Sachverständigen anzunehmen ist, dass diese in Anbetracht unterbliebener Abschreibungen mit dem Buch- und nicht dem geringeren Verkehrswert anzusetzen sind.

Die Kammer hielt darüber hinaus die Einschätzung von dass es sich bei den Verpflichtungen der Otto Reichelt AG gegenüber der Renoka Unterstützungskasse um eine nicht betriebsnotwendige Verbindlichkeit handelt, die jedenfalls auch Vereinfachungsgründen als Einmalbetrag zu kapitalisieren sei, für hinreichend vertretbar und sah keinen Anlass, die Bewertung durch die gerichtliche Sachverständige insoweit zu hinterfragen. Dies gilt auch für die Berücksichtigung von Steuereffekten einschließlich der persönlichen Ertragssteuer der Anteilseigner auf den anfallenden Betrag.

c) Darüber hinaus gehende Vermögenswerte der Gesellschaft, die einer Veräußerung zugänglich wären, waren weder ersichtlich noch ist das Vorhandensein solchen Vermögens von den Antragstellern substantiiert behauptet worden. Die weiteren Grundstücke, die sich im Eigentum der Gesellschaft befinden, werden durch die Bebauung mit Filialen, Produktions- oder Verwaltungsgebäuden sämtlich für Betriebszwecke genutzt und stehen damit ohne Beeinträchtigung des Betriebsergebnisses für eine gesonderte Veräußerung nicht zur Verfügung. Soweit von den Antragstellern zum Teil eine bessere Nutzung gefordert wird, etwa durch bauliche Veränderungen oder einen Verkauf von Filialgrundstücken mit einer anschließenden Anmietung der Gebäude, ging dies nach Auffassung der Kammer vor dem Hintergrund der Prämisse, dass das Unterneh-

men zu bewerten war, wie es am Stichtag „steht und liegt“, fehl. Zudem ist ein so genanntes „Sale & Lease Back“-Geschäft nicht nur mit einem kurzzeitigen Mittelzufluss in Form des Kaufpreises, sondern auch mit laufenden Zahlungen in Form von Mietaufwendungen verbunden, die wiederum hoch genug ausfallen müssen, um die Renditeerwartungen des Käufers abzudecken. Aus diesem Grunde konnte nicht von einer nachhaltigen Erhöhung des Unternehmenswertes durch die Verfolgung einer solchen Strategie ausgegangen werden. Hinsichtlich der vom Antragsteller zu 6. angeführten Kaufoptionen der Otto Reichelt AG aus bestehenden Immobilien-Leasingverträgen ging die Kammer mit der Stellungnahme von [redacted] vom 27. März 2007 (hier Bl. 26 f.) davon aus, dass es sich bei diesen Positionen nicht um Vermögensgegenstände im eigentlichen Sinne handelt. Schließlich dürften die Kaufoptionen während des Bestehens von Mietverträgen mit Otto Reichelt für Dritte keinen Marktwert besitzen, der gesondert bewertet und in die Bilanz zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen eingestellt werden könnte.

Die Bewertung des Gesamtwerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit -10.695 T€ im Ergänzungsgutachten von [redacted] vom 26. Juni 2007 war insgesamt nachvollziehbar und damit der Unternehmensbewertung zu Grunde zu legen.

11. Ertragswertberechnung

Aus dem Vorgehenden ergab sich die nachfolgende Berechnung für den Ertragswert:

	2002	2003	2004	Normjahr
	T€	T€	T€	T€
Ergebnis vor Ertragssteuer	-2.496	12.131	14.702	10.714
Betriebliche Ertragssteuer	42	3.137	0	4.197
Verwendung Ergebnisvortrag	2.631	0	0	0
Ausschüttbares Ergebnis	93	8.994	14.702	6.517
Persönliche Ertragssteuern (17,5%)	16	1.574	2.573	1.140
Unmittelbarer Nettozufluss	77	7.420	12.129	5.377
Kapitalisierungszinssatz	5,2%	5,2%	5,2 %	4,7 %
Abzinsungsfaktor	0,96965	0,92174	0,87620	18,65289
Barwerte	74	6.839	10.628	100.288
Ertragswert	117.829			

Unter Abzug des nicht betriebsnotwendigen Vermögens von -10.695 T€ ergab sich damit ein Ertragswert in Höhe von **107.134 T€**, entsprechend einem Wert pro Aktie von **8,06 €**.

12. Börsenkurs

Die Berücksichtigung des Börsenkurses der Otto Reichelt Aktiengesellschaft konnte nicht zur Festsetzung einer höheren Barabfindung führen.

a) Der Hauptaktionär legt beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre die Höhe der Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss, § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können, die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage. Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie“ deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den „Squeeze-Out“ erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs.

c) Die Zivilgerichte sind dabei gehalten, durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses Manipulationen des Börsenkurses zu begegnen. Der Bundesgerichtshof hat in seiner Entscheidung vom 12. März 2001 (NJW 2001, 2080) hierzu ausgeführt, dass aus Gründen der Rechtssi-

cherheit auf den auf den Stichtag der Hauptversammlung bezogenen Durchschnittskurs der vorangegangenen drei Monate abzustellen ist. Diese Entscheidung ist allerdings in jüngerer Zeit nicht mehr unumstritten geblieben. So hat das Kammergericht entschieden, dass auch bei grundsätzlicher Zugrundelegung der genannten Rechtsprechung des BGH auf einen Referenzzeitraum abzustellen sei, der drei Monate vor der (ersten) Veröffentlichung der Abfindungskonditionen liege (KG, NZG 2007, 71, 72). Zuvor hatte bereits das Oberlandesgericht Stuttgart einen identischen Zeitraum für maßgeblich gehalten (Beschluss vom 16. Februar 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 03081).

d) Zwar sind die genannten Entscheidungen von BVerfG und BGH für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ergangen. Die Grundsätze sind jedoch auch für den „Squeeze-Out“ relevant (vgl. auch Vetter, AG 2002, 176, 188), da die Minderheitsaktionäre im Fall ihres unfreiwilligen Ausscheidens aus der Gesellschaft sogar den vollständigen Verlust der in ihren Aktien verkörperten Rechtsposition hinnehmen müssen. Ob dann im konkreten Einzelfall auf den Börsenkurs als maßgeblichen Wert der Mindestentschädigung der Minderheitsaktionäre abgestellt werden muss, hängt jedoch davon ab, ob ein effektiver Handel der Aktien der betroffenen Aktiengesellschaft an der Börse festgestellt werden kann. Der Börsenkurs am Stichtag gibt nämlich nur dann den Verkehrswert der Aktie wieder, wenn er tatsächlich erzielbar gewesen wäre. So kann, wie das BVerfG in seinem Beschluss vom 27. April 1999 (NZG 1999, 931) ausführt, im Fall der Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss eine Marktengung entstehen, weil mindestens 95% der Aktien unverkäuflich sind und damit ungewiss sein kann, ob ein Minderheitsaktionär seine Aktien tatsächlich zum Börsenkurs hätte verkaufen können. Ähnlich liegt die Situation beim zwangsweisen Ausschluss der Minderheitsaktionäre, da der Hauptaktionär aufgrund der Regelung in § 327a Abs. 1 AktG ebenfalls über eine Aktienmehrheit in Höhe von 95% des Grundkapitals der Gesellschaft verfügen muss. Das BVerfG hat aber auch ausgeführt, dass auch in einem solchen Fall den Börsenkurs nicht jede Eignung zur Feststellung des Wertes der Unternehmensbeteiligung fehlt, solange die Aktien an der Börse gehandelt werden. Allein aus dem Umstand, dass sich nahezu 95% der Aktien im Besitz des Hauptaktionärs befinden, ergibt sich eine solche „Marktengung“ nicht, denn schematisierende Betrachtungsweisen, die insoweit auf ein Mindesthandelsvolumen abstellen, sind nicht gerechtfertigt. So hat es der BGH für die Feststellung einer Marktengung für nicht ausreichend gehalten, wenn nur 2,5 bis 3,7% der Aktien eines Unternehmens gehandelt werden. Entscheidend ist die Frage, ob insoweit Aktien in einem Ausmaß gehandelt wurden, die es den Anbietern ermöglichte hätte, ihre Anteile zum Börsenkurs tatsächlich zu veräußern, wobei dieser Umstand von demjenigen, der ihn geltend macht, darzulegen ist (vgl. BGH AG 2001, 417, 420).

e) Im vorliegenden Fall konnte jedoch zum einen dahinstehen, ob eine Marktengung anzunehmen war, wie dies unter Hinweis auf einen Anteil an handelbaren Aktien der Otto Reichelt Aktien-

gesellschaft von lediglich 2,29 % und ein tatsächlich darunter liegendes Handelsvolumen getan hat. Jedenfalls kann aus den Ausführungen von nicht sicher der Schluss gezogen werden, dass den Minderheitsaktionären der Gesellschaft eine freie Veräußerung ihrer Anteile über die Börse faktisch unmöglich gewesen wäre.

f) Zum anderen konnte auch dahinstehen, welcher Referenzzeitraum für die Ermittlung des Börsenkurses zu wählen ist, da der Börsenkurs der Otto Reichelt Aktiengesellschaft in jedem in Betracht kommenden Zeitraum deutlich unterhalb des Ertragswerts pro Aktie lag. Insoweit kann auf die Ausführungen im Hauptgutachten von S. 97, Bezug genommen werden, wonach der durchschnittliche gewichtete Durchschnittskurs im Dreimonatszeitraum vor der freiwilligen Kaufangebot der vom 7. November 2001 bei 5,63 € pro Aktie lag, im Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre am 14. März 2002 bei 6,80 € pro Aktie und schließlich im vom Bundesgerichtshof für maßgeblich gehaltenen Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung vom 22. Mai 2002 bei 6,91 € je Aktie.

13. Liquidationswert

Der für die Otto Reichelt AG anzunehmende Liquidationswert lag deutlich unter dem Ertragswert. Eine eingehendere Gesamtbewertung des Unternehmens auf der Grundlage von Liquidationswerten hatte aus diesem Grunde trotz der Kritik einiger Antragsteller am Vorgehen von nicht zu erfolgen, da ein Einfluss des Liquidationswerts auf die den Minderheitsaktionären zu zahlende Kompensation auszuschließen war.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellt (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509; Großfeld, a.a.O., S. 203). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs, kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 47 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Vorliegend war zwar nicht ersichtlich, dass die Absicht besteht, die Otto Reichelt Aktiengesellschaft zu liquidieren, vielmehr beabsichtigt die Antragsgegnerin das Unternehmen vollständig in

ihren Konzern zu integrieren. Angesichts der unzureichenden Eigenkapitalverzinsung, die auch von der Gutachterin der Antragsgegnerin konzediert wird, war jedoch zu klären, ob die Antragsteller auf der Grundlage eines – fiktiven – Liquidationswerts abzufinden waren. Dieser Fall hätte aber nur dann eintreten können, wenn der Liquidationswert den Ertragswert der Otto Reichelt überstiegen hätte.

c) Die Antragsgegnerin hat von einer näheren Ermittlung des Liquidationswerts abgesehen und lediglich in ihrem Schriftsatz vom 4. September 2003 dargelegt, wie sie zu einem überschlägig ermittelten Liquidationswert von 51 Mio. € gelangt ist. Aus diesem Grunde bedurfte es, auch angesichts des Beweisbeschlusses der Kammer vom 2. April 2004, einer näheren Betrachtung dieses Ergebnisses durch die gerichtliche Sachverständige, die zur Frage des Liquidationswerts in ihrem Gutachten vom 19. Mai 2006 ab Seite 80 ausführliche Erwägungen anstellt und gegenüber der von der Antragsgegnerin gewählten Variante einer auf den Bewertungsstichtag bezogenen fiktiven Stichtagsliquidation die Abbildung der „bestmöglichen“ Verwertungsalternative versucht. Dabei wurde hinsichtlich der von der Otto Reichelt betriebenen Filialen von einem gestreckten Vorgehen ausgegangen, welche neben der Schließung und Veräußerung der Mehrzahl der Ladengeschäfte von einer vereinzelt Fortführung bis Ende 2010 vorsieht. Unter Berücksichtigung der sonstigen aktiven und passiven Posten sowie der durch die Liquidation selbst verursachten Kosten gelangt zu einem Liquidationswert von 64,322 Mio. €.

d) Die Kritik der Antragsteller, vor allem des Antragstellers zu 6., an der Art und Weise der Ermittlung des Liquidationswerts durch die gerichtliche Sachverständige besteht zum einen in der Einbindung der und zum anderen in der als unzureichend empfundenen Bestimmung der zu erwartenden Erlöse bei der Veräußerung der sich im Eigentum der Gesellschaft befindenden Immobilien. Diese Kritik vermag im Ergebnis zum Teil jedoch nicht zu überzeugen und ist zum Teil für den Ausgang des Verfahrens nicht von Bedeutung.

Es ist nicht davon auszugehen, dass ohne Information des Gerichts einen weiteren Sachverständigen hinzugezogen hat, bei dem es sich zudem noch um den Parteigutachter der Antragsgegnerin gehandelt hat. Die gerichtliche Sachverständige hat diesbezüglich in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 27. März 2007 ausgeführt, dass sich weder die Antragsgegnerin noch die Otto Reichelt AG sich in der Lage gesehen hätten, ihr die für die Abbildung der bestmöglichen Liquidation notwendigen Daten an die Hand zu geben und diese daher um Unterstützung gebeten hätten. An der Vorgehensweise der Sachverständigen war aus diesem Grunde nichts auszusetzen, da sie gerade nicht von sich aus mit Aufträgen irgendwelcher Art versehen hat. Die Sachverständige hatte keinen Einfluss darauf, welche Mittel die Antragsgegnerin nutzt, um ihren Mitwirkungspflichten im Verfahren nachzukommen. Schließlich hat sich

die von gelieferten Daten nicht lediglich ungeprüft übernommen, was tatsächlich mit dem gerichtlichen Gutachtauftrag nicht vereinbar gewesen wäre, sondern sich umfassend mit ihnen auseinandergesetzt. Konkrete Einwendungen inhaltlicher Art sind von den Antragstellern mit Ausnahme des oben erwähnten Punkts auch nicht erhoben worden.

Betreffend die Immobilien der Gesellschaft konnte es auf den Einwand, es seien die in den Gewerbegrundstücken vorhandenen Reserven nicht hinreichend berücksichtigt worden, nicht ankommen. Zum erscheint es entsprechend der Erläuterungen von vom 27. März 2007, denen sich die Kammer anschließt, nicht sachgerecht, im Rahmen einer Liquidation eventuelle Ausbaureserven von Grundstücken als werterhöhend in Ansatz zu bringen, da eine Verwertung im Istzustand erfolgt. Zum anderen führte selbst die Annahme einer Verdoppelung des Liquidationswerts der Grundstücke unter Verwendung der von der gerichtlichen Sachverständigen auf Seite 95 ihres Hauptgutachtens vom 19. Mai 2006 dargestellten Berechnung zu einem Liquidationswert des Unternehmens in Höhe von 95,910 T€, welcher unterhalb des Ertragswerts liegt.

Vor diesem Hintergrund hielt es die Kammer nicht für erforderlich, den Wert der Gewerbeimmobilien durch einen dezidierten Sachverständigen für Grundstücks- und Immobilienbewertung einer eingehenderen, weiteren Prüfung zu unterziehen.

13. Handelsrechtlicher Buchwert

Soweit der Antragsteller zu 6. die Auffassung vertritt, bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Otto Reichelt Aktiengesellschaft sei auch der Wert des handelsrechtlichen Eigenkapitals heranzuziehen und der Kompensation gegebenenfalls zu Grunde zu legen, hielt die Kammer dies bereits vom theoretischen Ansatz her für verfehlt. Bislang ist, soweit ersichtlich, jedenfalls weder in der Literatur noch in der Rechtsprechung ernsthaft erwogen worden, dem handelsrechtlichen Bilanzwert eines Unternehmens neben Börsen- und Liquidationswert den Maßstab einer „Untergrenze“ im Sinne eines Mindestwerts beizumessen. Im Gegenteil wird der Buchwert regelmäßig für die Unternehmensbewertung für unergiebig erachtet, da die handelsrechtliche Bilanz den „wahren Wert“ eines Unternehmens wegen des Bestehens von Bilanzierungswahlrechten und Bilanzierungsverböten nicht widerspiegeln und auch die Unternehmensrisiken nicht voll ausweisen (so zu Recht Großfeld, a.a.O., S. 50 f.). Darüber hinaus handelt es sich bei dem Bilanzposten „Eigenkapital“, auf den der Antragsteller zu 6. vor allem abstellt, innerhalb der Bilanz (lediglich) um einen Rechnungsposten. Dieser kann nicht mit der in einem bestimmten Zeitpunkt zur Ausschüttung an die Anteilhaber eines Unternehmens zur Verfügung stehenden Liquidität gleichgesetzt werden.

Darüber hinaus hat die gerichtliche Sachverständige das von der Otto Reichelt Aktiengesellschaft in der Bilanz zum 31. Dezember 2001 ausgewiesene Eigenkapital gegenüber dem Ertragswert verprobt und hat diesbezüglich festgestellt, dass die Belastungen der Renoka Unterstützungskasse in den Konzernabschluss bilanziell nicht einbezogen waren. Da die diesbezüglich bestehende Unterdeckung nicht außer Betracht bleiben kann, ergibt sich ein deutlich unterhalb des Ertragswerts nach IDW S 1 a.F. liegendes bereinigtes Eigenkapital von 97,999 Mio. €. Aus diesem Grunde erübrigte sich eine weitere Diskussion der Frage.

14. Kosten und Geschäftswert

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen.

Für die Kosten des Verfahrens war gemäß § 327f Abs. 2 Satz 3 AktG a.F. die Regelung des § 306 AktG a.F. sinngemäß anzuwenden, so dass hinsichtlich der Gerichtskosten § 306 Abs. 7 AktG a.F. die maßgebliche Rechtsgrundlage ist. Hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten findet sich die entsprechende Regelung in § 13a Abs. 1 FGG (vgl. Hüffer, a.a.O., Rz. 22 zu § 306 AktG a.F. m.w.N.). Die Kosten des Verfahrens treffen danach in beiden Fällen regelmäßig die Vertragsteile des Unternehmensvertrages, woraus sich in entsprechender Anwendung auf die Fälle des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nach § 327f AktG die Kostenbelastung des Mehrheitsaktionärs ergibt.

Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch einem anderen Beteiligten auferlegt werden (§ 306 Abs. 7 Satz 7 und 8 AktG a.F.), von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003 Nr. 30331282). Einen solchen Fall vermochte die Kammer angesichts der Begründetheit der Anträge, die zu einer Erhöhung der Kompensation oberhalb der Bagatellgrenze geführt haben, aber nicht zu erkennen.

Es entsprach daneben der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu tragen hat (§§ 327f, 306 Abs. 2 AktG a.F., 99 Abs. 1 AktG, § 13 a FGG), wobei zu beachten ist, dass sich der Wert für die Rechtsanwaltsgebühren nur nach den von den konkreten Antragsteller bis zum Wirksamwerden des Ausschlusses gehaltenen Anzahl der Aktien zu orientieren hat.

b) Im aktienrechtlichen Spruchverfahren ist der Geschäftswert von Amts wegen nach § 30 Abs. 1 KostO festzusetzen (§ 306 Abs. 7 Satz 5 AktG a.F.). Danach ist der Wert in einer vermögens-

rechtlichen Angelegenheit nach freiem Ermessen zu bestimmen, wobei die in § 30 Abs. 2 KostO enthaltene Begrenzung keine Anwendung findet. Der wichtigste tatsächlichen Anhaltspunkt für die Bestimmung nach freiem Ermessen ist der Wert des durch das Geschäfts betroffenen Wirtschaftsgutes und das Ausmaß, in welchem dieses durch das Geschäft betroffen wird (vgl. OLG Düsseldorf, AG 2000, 323, 326). Im Spruchverfahren ist der Geschäftswert damit einheitlich unter Berücksichtigung der mit der Festsetzung verbundenen wirtschaftlichen Bedeutung für sämtliche außenstehenden Aktionäre festzusetzen. In der Regel wird der Geschäftswert aus der Differenz zwischen der angebotenen und der angemessenen Leistung je Aktie multipliziert mit der Anzahl der „außenstehenden“ Aktien abgeleitet, wenn der Antrag beziehungsweise die Anträge wenigstens zum Teil erfolgreich waren (vgl. Hüffer, a.a.O., Rz. 21 zu § 306 AktG a.F.).

Bei dieser Berechnung ist bei einer späteren Erhöhung der angebotenen Abfindung nicht die ursprünglich von der Hauptversammlung beschlossene Kompensation, sondern der erhöhte Betrag für die Berechnung maßgeblich, was – ausgehend von einem Erhöhungsbetrag von 1,11 € je Aktie und 305.228 außenstehenden Aktien – hier zu einem Verfahrenswert von 338.803,08 € führt.

15. Weitere Nebenentscheidungen

Die Zinsentscheidung beruht auf § 327b Abs. 2 AktG.