

3-05 O 164/13

## **LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS**

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Abfindung der im Rahmen einer Verschmelzung nach § 62  
Abs. 5 UmwG ausgeschlossen Minderheitsaktionäre der AIRE GmbH & C. KGaA  
am dem hier beteiligt sind:

1.

gegen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 16.12.2014 am 16.12.2014 beschlossen:

**Die Anträge werden zurückgewiesen.**

**Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.**

**Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.**

**Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.**

**Die Beschwerde wird nicht zugelassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt.**

## Gründe

## I.

Das Grundkapital der AIRE GmbH & Co. KGaA (im Folgenden AIRE) betrug im Jahre 2012 EUR 4.223.655 und war in 4.223.655 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem Nennbetrag von je EUR 1,00 pro Aktie eingeteilt. Daneben bestand noch bis zu Zeitpunkt der Hauptversammlung am 19.12.2012 nicht ausgeschöpftes genehmigtes Kapital in Höhe von EUR 2.111.827 und bedingtes Kapital in Höhe von EUR 2.111.827 welches zur Bedienung von ggf. in Anspruch genommenen Wandlungsechten aus einer bis zum Zeitpunkt der Hauptversammlung nicht in Anspruch genommenen Ermächtigung zur Ausgabe von Options- und Wandelschuldverschreibungen dienen sollte.

Die (Kommandit)Aktien der AIRE waren zum Handel im Regulierten Markt, sowie im Teilbereich des amtlichen Marktes mit weiteren Zulassungspflichten der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen.

Der einzige persönlich haftende Gesellschafter von AIRE war die

. Diese war nicht am AIRE-

Grundkapital beteiligt und hielt auch keine sonstigen Kapitalanteile an AIRE.

Der Alleingesellschafter des ist die

. Der Alleingesellschafter von ist die

. Der Alleingesellschafter der

ist die

. Die

, eine

börsennotierte Gesellschaft, ist der Alleingesellschafter der

sowie

die Konzernobergesellschaft der

Gemäß § 2 der Satzung von AIRE umfasste der Unternehmensgegenstand den Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung auf eigene Rechnung von Immobilien, Immobiliengesellschaften sowie Finanzinstrumenten und ähnlichen Anlageinstrumenten, welche sich auf Immobilien beziehen, im In- und Ausland sowie die Vornahme damit zusammenhängender Sicherungsgeschäfte. AIRE ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die dem Unternehmensgegenstand dienen. Zu diesem Zweck kann AIRE andere Unternehmen gründen, erwerben, halten, sich an ihnen beteiligen oder sie veräußern. AIRE ist nicht berechtigt, Tätigkeiten durchzuführen, welche nach den Bestimmungen des Gesetzes über das Kreditwesen oder der Gewerbeordnung einer Erlaubnis bedürfen.

Die ursprüngliche Geschäftsstrategie von AIRE war darauf gerichtet, Erträge für ihre Aktionäre durch Investitionen in ein dynamisches, aktiv gemanagtes und weltweit

diversifiziertes Immobilienportfolio mit Anlagen in Nordamerika, Lateinamerika, Europa und Asien zu erwirtschaften.

Am 24. Oktober 2008 hatte AIRE bekannt gegeben, dass sie vorläufig keine neuen Investitionen mehr tätigen und die durch ihr Anlageportfolio erwirtschafteten Erlöse an ihre Aktionäre zurückfließen lassen würde. AIRE teilte ferner mit, dass die AIRE und ihre Tochtergesellschaften (AIRE-Gruppe) ihre Kapitalzusagen im Hinblick auf vorhandene Investitionen sowie an existierende Fonds, an denen sie als Anleger beteiligt ist, weiterhin decken wird. AIRE erklärte weiter, dass Erträge, die nach der Bereitstellung der notwendigen Liquidität für vorhandene Kapitalzusagen oder zusätzliche Kapitaleinlagen in bestehende Investitionen sowie Betriebskosten verblieben, an die Aktionäre durch Aktienrückkäufe oder Dividenden zurückfließen würden.

AIRE hat seitdem keine neuen Investitionen getätigt, jedoch weiterhin Kapitalzusagen im Hinblick auf bestehende Investitionen und gegenüber Fonds gemacht. Gemäß dem Zwischenbericht zum 30. Juni 2012, hat die AIRE-Gruppe im ersten Halbjahr 2012 in ihrem bestehenden Co-Investitionsportfolio Folgeinvestitionen in Höhe von insgesamt USD 1,2 Millionen (EUR 0,9 Millionen) getätigt. Bei den Fondsinvestitionen nahm die AIRE-Gruppe in diesem Zeitraum keine größeren Folgeinvestitionen vor. Die zum 30. Juni 2012 noch ausstehenden Investitionszusagen der AIRE-Gruppe betragen rund EUR 66,9 Millionen. Die Arten von Objekten, in die die AIRE-Gruppe investiert war, umfassten Bürogebäude, Wohn-, Industrie- und Einzelhandelsimmobilien. Aufgrund von Veräußerungen von Investitionsobjekten ist das Investitions-Portfolio inzwischen auf Nordamerika und Asien konzentriert. Zudem war die AIRE-Gruppe in der Mehrzahl ihrer Investitionen entweder als Kommanditistin in Immobilienfonds oder als Minderheits-Eigenkapitalpartner in Co-Investitionen engagiert.

Eine Dividende wurde an die AIRE-Aktionäre in den letzten Jahren nicht ausgezahlt.

Die Antragsgegnerin veröffentlichte am 22.7.2012, dass sie den Erwerbspreis eines von ihr gemachten und laufenden freiwilligen Übernahmeangebotes auf EUR 19,75 erhöhe, da sie zu diesem Preis einen Erwerb von AIRE-Aktien durchgeführt habe.

Die Antragsgegnerin hielt im Sommer 2012 ca. 93,79 % des AIRE-Grundkapitals. Die persönlich haftende Gesellschafterin der Antragsgegnerin hielt auch alle Kommanditaktien der Antragsgegnerin. Alleingesellschafter der Antragsgegnerin war die

Mit Schreiben vom 17.9.2012 teilte die Antragsgegnerin der AIRE mit, dass die Absicht bestehe, mit der AIRE eine Verschmelzung als übertragende Gesellschaft vorzunehmen und in diesem Zusammenhang die Minderheitsaktionäre der AIRE gegen Barabfindung auszuschließen.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin die  
mit einem Bewertungsgutachten. Diese  
ermittelte die Abfindung je Aktie nach den Net Asset Value (NAV) in Höhe von EUR 18,59  
je Aktie und vergleichend einen Ertragswert im DCF-Verfahren von EUR 17,69 und bei  
Kapitalkosten nach CAPM von EUR 19,64 je Aktie.

Der NAV je AIRE-Aktie wurde von wie folgt ermittelt:

Zur Veräußerung verfügbare Finanzinvestitionen	67.911
Zahlungsmittel	26.782
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	33
Sonstige Vermögensgegenstände	<u>544</u>
Vermögenswerte	95.270
Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen	- 448
Sonstige Verbindlichkeiten	- 671
Steuerrückstellungen	- 956
Passive latente Steuern	- 254
Steuerliche Eventualverbindlichkeit	- 1.535
Schulden	<u>- 3.864</u>
Vermögenswerte abzgl. Schulden zum 30. Juni 2012	91.406
Barwert Verwaltungskosten	-15.663
Net Asset Value zum 30. Juni 2012	75.743
Aufzinsungsfaktor 1,04	
Net Asset Value zum 19. Dezember 2012	78.454

Bei 4.223.655 Aktien ergab dies einen Net Asset Value  
je Aktie zum 19. Dezember 2012 von EUR18,58

Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten Übertragungsbericht verwiesen.

Der durchschnittliche gewichte 3-monatige Börsenkurs der AIRE-Aktie betrug im Zeitraum vor dem 17.9.2013 nach Angaben der BaFin EUR 19,53 und nach Bloomberg EUR 19,32. Im Hinblick auf die Höhe des früheren freiwilligen Übernahmeangebots in dieser Höhe hat die Antragsgegnerin die Abfindung auf EUR 19,75 festgelegt.

Auf Antrag der Antragsgegnerin hatte das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 2.10.2012 – 3-05 O 11/12 – die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden Prüferin) zur Verschmelzungsprüferin und sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In ihren Prüfbericht vom 7.11.2012 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 19,75 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 7.11.2012 verwiesen.

Der Verschmelzungsvertrag durch Aufnahme der AIRE in die Antragsgegnerin wurde am 9.11.2012 notariell beurkundet. In der Hauptversammlung vom 19.12.2012 wurde der Beschluss auch über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der AIRE gefasst. Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 13.3.2013 – bekannt gemacht am 18.3.2013 - mit der Maßgabe, dass dieser erst mit der Eintragung der Verschmelzung wirksam werde, welche am 7.6.2013 – bekannt gemacht am 10.6.2013 – in das Handelsregister eingetragen wurde. Zu diesem Zeitpunkt wurden 262.190 Aktien der AIRE nicht von der Antragsgegnerin gehalten

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag je Aktie von EUR 19,75 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG i.V.m. § 62 UmwG. Sie führen hierzu u.a. aus:

Der Unternehmenswert sei zu Unrecht nach dem NAV ermittelt worden. Dies sei nicht von dem Bewertungsstandard IDW S 1 gedeckt. Jedenfalls hätten die Verwaltungskosten – die zudem nicht plausibel und überhöht seien - und die Eventualverbindlichkeiten nicht in Abzug

gebracht werden dürfen. Der ermittelte NAV stehe auch im Widerspruch zu dem vor dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre kommunizierten Nettoinventarwert von EUR 21,99. Der Buchwert der Aktie liege mit EUR 21,45 über dem Abfindungsbetrag.

Die Grundlagen der Immobilienbewertungen seien unklar, bzw. nicht plausibilisierbar.

und die Prüferin hätten sich nur auf die Angaben zum Fair Value dieser Immobilien von Konzerngesellschaften in deren Bilanzen verlassen und dies einfach übernommen und keine eigenständige Wertermittlung der Immobilien vorgenommen. Es handele sich nicht um Marktwerte, die bei der Ermittlung des NAV zu berücksichtigen seien. Objektwertsteigerungen seien nicht berücksichtigt worden. Der Gewinnverteilungsschlüssel einzelner Beteiligungen sei nicht nachvollziehbar.

Stille Reserven seien nicht berücksichtigt worden.

Eine sachgerechte Bewertung nach dem Ertragswertverfahren, würde zu einer höheren Abfindung führen. Soweit in einer Vergleichsrechnung dies geschehen sei, sei diese nicht sachgerecht erfolgt. Die dort angesetzte Cash-Flow Planung stamme nicht von der Geschäftsleitung sondern von . Die geplante Ausschüttung sei zu gering.

Die angesetzte Marktrisikoprämie von 6,0 % sei zu hoch. Auch der über eine peer-group ermittelte Beta-Faktor von 1,0 sei überhöht. Ein besonderes Risiko der AIRE sei nicht gegeben. Aufgrund der hohen Eigenkapitalquote und der Anlagestrategie sei allenfalls eine Festsetzung am unteren Rand der Bandbreite eines Risikozuschlags angemessen. Die Feststellungen zum durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs seien nicht nachvollziehbar.

Jedenfalls sei der Preis des Übernahmeangebots die Mindestgrenze. Es sei auch nicht auszuschließen, dass die Antragsgegnerin nach Beendigung ihres freiwilligen Übernahmeangebotes Aktien zu einem Preis über der nunmehr angebotenen Abfindung erworben habe. Dies stelle jedoch nach der Regelung des WpÜG den Mindestpreis dar. Der Liquidationswert seien nicht ordnungsgemäß ermittelt worden.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragschriften, der Stellungnahme des Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 11.4.2014 (Bl. 751 ff d. A.) sowie der ergänzenden Schriftsätze der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist dem Antrag entgegen getreten. Sie hält die Abfindung für angemessen.

Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel. Der zur Bewertung herangezogene NAV sei sachgerecht, da die AIRE nur Minderheitsbeteiligungen an Immobilieninvestments (Vehikeln) gehalten habe.

Als Minderheitsgesellschafter hätten AIRE auch keine unmittelbaren Informationsrechte im Hinblick auf die einzelnen Immobilieninvestments zugestanden. Die Bewertung der einzelnen Investments basiere auf Informationen, die von den jeweiligen Fondsmanagern, bzw. dem geschäftsführenden Gesellschaftern zur Verfügung gestellt worden seien. Zukünftige Objektwertsteigerungen seien berücksichtigt worden. Im Rahmen der Fair Value Bewertung der einzelnen Immobilienengagements stellten die erwarteten Cash-Flows einen Erwartungswert dar, der sowohl die Chancen als auch die Risiken zukünftiger Wertsteigerung berücksichtigen. Die Bewertung der einzelnen Investments hätte einer regelmäßigen Abschlussprüfung in den Anlagegesellschaften unterliegen. Die dort vorgenommenen Werte nach dem Fair Value Konzept seien daher auf Plausibilität geprüft gewesen und hätten übernommen werden können. Zudem habe der Jahresabschlussprüfer der AIRE im Rahmen der Prüfung für das Geschäftsjahr 2011 Stichproben im Hinblick auf die Bewertung und Annahmen vorgenommen. Weiterhin seien von dem [ ] und der sachverständigen Prüferin Gespräche mit den Assetmanagern hierüber geführt worden. Stille Reserven seien nicht zu berücksichtigen gewesen, da der Konzernabschluss der AIRE nach IFRS erstellt werde, indem die Bewertung der als Finanzinvestitionen gehalten Immobilien und der zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerte zum Fair Value erfolge, mithin keine stille Reserven entstünden. Verwaltungskosten seien zu Recht angesetzt worden, da diese auch bei der AIRE entstanden wären. Die AIRE habe selbst kein Personal gehabt, so dass sie alle Dienstleistungen einkaufen müssen. Diese seien auch der Höhe nach angemessen. Die steuerlichen Eventualverbindlichkeiten hätten entsprechend ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit berücksichtigt werden müssen. Der Liquidationswert liege regelmäßig unter dem NAV, weil zusätzliche Liquidationskostenabschläge hier zu berücksichtigen seien. Soweit ein höherer Nettoinventarwert von EUR 21,99 vorher im Rahmen der Konzernberichterstattung kommuniziert worden sei, bzw. ein Buchwert von EUR 21,45 sich ergebe, beruhe dies darauf, dass hier nur die Nettoaktiva durch die Zahl der zum Stichtag ausgegebenen Aktien berechnet worden seien, zukünftige Aufwendungen für Verwaltung und Eventualverbindlichkeiten jedoch nicht beinhaltet gewesen seien. Zudem habe sich dieser Nettoinventarwert bis zu beschließender Hauptversammlung um EUR 0,59 reduziert.

Bei der zur Verprobung des Unternehmenswertes angesetzten Vergleichsrechnung nach dem DCF Verfahren seien die Annahmen der Unternehmensplanung hinreichend plausibel. Es sei zu Recht keine unendliche Lebensdauer aufgrund des Geschäftskonzeptes der AIRE angenommen worden. Der Planung hätten realistische Annahmen zugrunde gelegen. Auch die hierzu vorgenommene Liquidationsplanung sei nicht zu beanstanden. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen habe nicht berücksichtigt werden müssen, da derartiges nicht vorhanden gewesen sei. Die liquiden Mittel der Gesellschaft seien betriebsnotwendig gewesen. Die operativen Risiken seien angemessen berücksichtigt worden. Auch die Zinsparameter seien sachgerecht angenommen worden. Der Basiszinssatz sei nicht zu beanstanden. Die Kapitalkosten seien nicht zu hoch angesetzt worden; Marktrisikoprämie und der Beta-Faktor aufgrund einer peer-group seien sachgerecht ermittelt worden. Zum Stichtag habe die AIRE keine eigenen Aktien mehr gehalten. Historische Kapitalerhöhungen seien für die Bewertung irrelevant. Auf die Frage des – insoweit bestrittenen - Vorliegens oder Prüfung eines Abhängigkeitsberichts komme es für die Bewertung nicht an. Schadensersatzansprüchen gegen Vorstand und Aufsichtsrat bestünden nicht.

Auf Vorerwerbe komme es bei der Ermittlung der Barabfindung nicht an. Zudem habe die Antragsgegnerin keine relevanten Nacherwerbe für dies öffentliche Übernahmeangebot i.S.v. § 31 Abs. 5 WpÜG tätigt.

Wegen der Einzelheiten wird auf die Antragsrwiderrung vom 20.12.2013 (Bl. 611 ff d. A.) und den ergänzenden Schriftsatz vom 26.6.2014 (Bl. 795 ff d. A.) verwiesen.

## II.

Alle Anträge sind zulässig, insbesondere fristgerecht gestellt.

Nach § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG beginnt die Antragsfrist zur Einleitung eines Spruchverfahrens mit der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister (vgl. § 327e Abs. 3 AktG). Diese Regelung passt nicht in der Konstellation des vorliegenden verschmelzungsrechtlichen Squeeze out, da dieser – anders als der aktienrechtliche Squeeze out – nicht bereits mit der Eintragung im Handelsregister wirksam wird, sondern erst mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft. Nach dem Sinn und Zweck ist die Verweisungskette der § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327f AktG i.V.m. § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG beim

verschmelzungsrechtlichen Squeeze out daher so zu lesen, dass die Antragsfrist zur Einleitung eines Spruchverfahrens zwar grundsätzlich mit der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister beginnt, frühestens aber mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft (vgl. Schockenhoff/Lumpp ZIP 2013, 749), so dass vorliegend die Antragsfrist nicht bereits mit der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses am 18.3.2013 begann und am 18.6.2013 endete, sondern erst mit der Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses am 10.6.2013, so dass die 3-monatige Antragsfrist erst am 10.9.2013 endete. Alle Anträge sind aber bis zu dieser Frist bei Gericht eingegangen.

Die Anträge sind jedoch unbegründet.

Eine Erhöhung der festgesetzten Barabfindung ist nicht vorzunehmen.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben zwar nach § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (BVerfG, ZIP 2007, 1261; BGH, ZIP 2005, 2107 OLG Stuttgart Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08 – BeckRS 2011, 18552 m.w.Nachw.). Das Gericht hat aber nach § 327f Satz 2 AktG nur dann eine angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung unangemessen ist.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen oder andere anerkannte Methoden. Das Verfassungsrecht als auch das allgemeine Recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (vgl. BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -

a.a.O.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2010, 274). Dabei ist zu bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so z. B. Lochner AG 2011, 692, 693 f.) nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert – nach der hier von einigen Antragstellern begehrten Ertragswertmethode - gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen – auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschl v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -) – von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung letztlich

dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ist nämlich die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einem gerichtlich bestellten Prüfer untersuchte Wertbemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem angemessenen, d.h. zugleich nicht allein richtigen Abfindung führen (ähnlich BVerfG Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -; KG WM 2011, 1705).

Jedoch ist die gerichtliche Überprüfung stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts. Dies beinhaltet aber ggf. auch eine abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses oder anderer Methoden. Insoweit ist die gerichtliche Überprüfung nämlich stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – aaO). Dabei ist nicht der höchst mögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – aaO mwN).

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind nämlich die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge jedoch durch das Gericht nur eingeschränkt überprüfbar. Sie 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 (OLG Stuttgart, Beschluss v. 13.3.2010 – 20 W 9/08 -; AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).

Zu berücksichtigen ist zudem weiter bei der Bewertung, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschlüsse v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322 – und 25.11.2014 -3-05 O 43/13 -) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen.

Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es daher nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Prüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht im Vorfeld der Maßnahme bestellten Prüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Übertragungsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung ist Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes.

Das Gutachten des Abfindungsprüfers kann deshalb im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden (OLG Düsseldorf, NZG 2000, 1079 = BB 2000, 1108). Im Übrigen haftet der Abfindungsprüfer nach § 327c Abs. 3 i. V. m. § 293d Abs. 2 AktG auch gegenüber den Anteilsinhabern. Dass seine Prüfung regelmäßig gleichzeitig mit dem Erstellen des Übertragungsberichts erfolgt, ändert nichts daran, dass es sich um eine unabhängige Prüfung handelt und begründet für sich genommen auch keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München, Beschluss vom 19. 10. 2006 - 31 Wx 92/05 – NJOZ 2007, 340; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 = ZIP 2003, 2363; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288).

Der Untersuchungsgrundsatz (§§ 26 ff FamFG) gebietet es vorliegend nicht ein Sachverständigengutachten – insbesondere zu den Werten der einzelnen Immobilien - erstellen zu lassen. Bei der pflichtgemäßen Ermessensausübung ist auch der Gesichtspunkt der Wirtschaftlichkeit zu berücksichtigen; im vorliegenden Fall ist nicht ersichtlich, dass der damit verbundene Aufwand ein entsprechendes Mehr an Zuverlässigkeit der Aussage des Sachverständigen geschaffen hätte.

Das Gericht sieht keinen weiteren Erkenntnisgewinn darin, wenn die von einigen Antragstellern und vom Vertreter der außenstehenden Aktionäre gewünschte Neubegutachtung der AIRE (ggf. anhand des Ertragswertes) durchgeführt würde

Die Kammer hält bei der gegebenen Sachlage es vorliegend vielmehr für sachgerecht, die Angemessenheit der Abfindung wie es auch und die bestellte Prüferin getan haben, nach dem sog Net Asset Value (NAV) zu ermitteln.

Dabei kann letztlich dahingestellt bleiben, ob nach dem IDW S1 2008 eine Bewertung nach dem NAV statthaft ist. Bei dem IDW S1 handelt es sich um eine Verlautbarung einer (privatrechtlichen) Organisation der Wirtschaftsprüfer, die regelmäßig in gerichtlichen Spruchverfahren bei der Bewertung von Unternehmen zugrunde gelegt, doch besagt dies

nicht, dass diese in allen Fällen zwingend einer Unternehmensbewertung in Spruchverfahren zugrunde zu legen ist. Vielmehr entfalte diese Verlautbarung eines letztlich privaten Vereins für ein staatliches Gericht keine Bindungswirkung, insbesondere wenn nach Ansicht des Gerichts Umstände vorliegen, die ein Abweichen rechtlich oder tatsächlich gebieten. Diese Umstände sieht die Kammer bei der AIRE als Unternehmen gegeben, dessen Geschäftszweck, zum Zeitpunkt der Bewertung im Halten von (Minderheits)anteilen an Immobilien über sog. Investitionsvehikel(gesellschaften) und Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds besteht. Hier bietet sich an, die Bewertung nach den Grundsätzen vorzunehmen, die sich für die Bewertung von europäischen Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat. Besonders schwer wiegt hier jedoch, dass der deutsche Gesetzgeber diese Art der Bewertung als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds ausdrücklich (§ 36 InvG im Zeitpunkt der streitgegenständlichen Bewertung, nunmehr § 168 KAGB) ausdrücklich gesetzlich kodifiziert hat. Der Grundsatz der Einheitlichkeit der Rechtsordnung bedingt dann, dass besondere Gründe vorliegen müssen, wenn für vergleichbare Sachverhalte von einer ausdrücklichen gesetzgeberischen Entscheidung zu einer Art der Bewertung abgewichen werden soll. Derartige besondere Gründe sind aber vorliegend nicht ersichtlich, vielmehr weist das zum Zeitpunkt der Bewertung bestehende Geschäftsmodell der AIRE aus der Sicht des Anlegers doch beträchtliche Parallelen zu einem offenen Immobilienfonds auf. Dies gilt umso mehr als AIRE weniger nahezu nur noch bestandhaltend und nicht mehr operativ bezüglich der Ausnutzung von Ertragspotentialen durch Käufe und Verkäufe tätig war.

Der Wert einer vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft ergibt sich im Wesentlichen aus der Ertragskraft ihrer Immobilien, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck kommt. Betrachtet man den Marktwert einer Immobilie als Barwert der damit verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben, so ergibt sich der Wert einer vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft als Summe der einzelnen Verkehrswerte der Immobilien zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwartswertes der Verbindlichkeiten. Bei einer vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft stehen die isolierten Vermögensgegenstände im Vordergrund, aus deren Zusammenspiel keine wesentlichen Synergien erkennbar sind.

Der NAV stellt weniger auf das Zusammenwirken von zweckgerichteten materiellen und immateriellen Vermögensgegenständen ab, sondern vielmehr auf die eigenständige Wertentwicklung der Liegenschaften. Bei Immobiliengesellschaften sind kaum Tatbestände

ersichtlich, deren Zusammenwirken erhebliche Synergien oder immaterielle Mehrwerte generieren können.

Der NAV einer Immobiliengesellschaft wird aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten und – auch nach Ansicht der Kammer entgegen der Auffassung des gemeinsamen Vertreters und einiger Antragsteller - des Barwertes der Verwaltungskosten der Gesellschaft ermittelt. Er entspricht dem Reinvermögen eines Unternehmens unter Einschluss der stillen Reserven.

Die von [redacted] durchgeführte Ermittlung des NAV und der Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin sind hier geeignet und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Unternehmenswert zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Insbesondere ist die Einholung eines weiteren Gutachtens eines anderen Sachverständigen zum Unternehmenswert nicht erforderlich.

Der Prüfer hat hierzu (ab Seite 26 Prüfbericht) ausgeführt:

*„Der NAV ergibt sich aus einer Saldierung der Zeitwerte aller Vermögenswerte und Schulden der Gesellschaft zum voraussichtlichen Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 19. Dezember 2012.*

...

82. *Bei einer sachgerechten Ermittlung des NAV ist der Barwert der Verwaltungskosten zu berücksichtigen. Es wurde deshalb von [redacted] im Rahmen ihrer Wertermittlung ein Barwert der Verwaltungskosten wertmindernd angesetzt. Die Kennzahl des im Zwischenbericht zum 30. Juni 2012 ausgewiesenen Konzern-NAV je Aktie in Höhe von 21,99 € berücksichtigt nicht den Barwert der Verwaltungskosten. Der Konzern-NAV ist daher nicht vergleichbar mit dem von [redacted] für Zwecke der Ermittlung einer angemessenen Barabfindung berechneten NAV. Daher hat [redacted] diesen Wert für die Ableitung der Barabfindung richtigerweise nicht zugrunde gelegt.*

83. *Latente Ertragsteuern auf die stillen Reserven, die bei einer Veräußerung der Vermögenswerte auf Gesellschaftsebene anfallen würden, wurden nicht berücksichtigt, weil die Fair Values der Immobilien insgesamt unter ihren Anschaffungskosten liegen und somit keine Ertragsteuern bei einem Verkauf anfallen werden. Steuerliche Verlustvorträge bei der AIRE Investments Inc. wurden nicht angesetzt, weil sie nicht verkehrsfähig sind. [redacted] hat sie zutreffend bei der Ermittlung des NAV nicht berücksichtigt.*

84. *Da die Ermittlung des NAV auf der Ebene der Gesellschaft stattfindet, wurden persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner durch die Bewertungsgutachterin methodisch sachgerecht nicht in Abzug gebracht.*

b) *Bewertung der Vermögenswerte und Schulden*

85. *Die Vermögenswerte und Schulden wurden ausgehend von den vom International Accounting Standards Board (IASB) veröffentlichten und derzeit gültigen International Financial Reporting Standards (IFRS) bewertet. Grundsätzlich werden demnach alle Jahresabschlussposten mit ihren Anschaffungskosten bewertet. Hiervon ausgenommen sind die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien, die zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerte und die derivativen Finanzinstrumente, die zum beizulegenden Zeitwert (Fair Value) bewertet werden.*

86. *Bei den Vermögenswerten handelt es sich um zur Veräußerung verfügbare Finanzinvestitionen ("available for sale"). Sie werden gemäß IAS 39 bilanziert. Die folgenden Ausführungen zur Bewertung der Immobilien sind dem Zwischenbericht der AIRE zum 30. Juni 2012 teilweise wortwörtlich entnommen.*

87. *Die Bewertung der Anteile des Konzerns an Immobilienfonds erfolgt auf Basis der Aufstellung der Kapitalanteile zu diesen Finanzinvestitionen, die vom Fondsmanager oder Komplementär bestimmt wurden, und leitet sich direkt aus den Jahresabschlüssen der Fonds ab. Die Aufstellung der Kapitalanteile stellt den dem Konzern zurechenbaren Anteil am ausgewiesenen Nettoinventarwert (NAV) des Fonds dar und wird abzüglich der anwendbaren Honorare und Aufwendungen gemäß den Emissionsunterlagen des jeweiligen Fonds ausgewiesen. Während die Fondsmanager/Komplementäre verschiedene modellbasierte Ansätze zur Bewertung ihrer Investmentportfolios nutzen dürfen, auf denen die Bewertung des Konzerns basiert, werden keine derartigen Modelle unmittelbar bei der Ermittlung des Fair Value der Investitionen durch den Konzern verwendet.*

88. *Die Co-Investments bzw. direkten Beteiligungen der AIRE bestehen aus Geschäftsanteilen an nicht börsennotierten Unternehmen, die Immobilien im Eigentum halten. Der Konzern verwendet die Bewertung der Immobilien durch den Investment Advisor zur Anpassung des in den Jahresabschlüssen der Gesellschaften ausgewiesenen Nettoinventarwerts (NAV), um den Fair Value des Anteils des Konzerns an einem bestimmten Beteiligungsunternehmen zu ermitteln. Gegebenenfalls wird zusätzlich die Wasserfallverteilung<sup>1</sup> gemäß den rechtlichen Unterlagen der Beteiligungsunternehmen berechnet, um den Fair Value des Anteils des Konzerns an der Beteiligung zu ermitteln.*

...

101. In Bezug auf die ausgewählten Immobilienobjekte haben wir in Stichproben mit den zuständigen Investmentmanagern Interviews geführt. Dabei haben uns die Investmentmanager die der Bewertung zu Grunde liegenden wesentlichen Prämissen, Methodik sowie Inhalt der zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle erläutert. Einzelne Modelle haben wir in Stichproben auf rechnerische Richtigkeit überprüft. Die zentralen Annahmen der Immobilienbewertungen haben wir in Stichproben anhand von Marktdaten plausibilisiert und mit den Prämissen der externen Sachverständigen, deren Wertermittlungsgutachten uns ebenfalls zur Verfügung gestellt wurden, verglichen.

102. Ferner wurden von der Bewertungsgutachterin für den Zeitraum 2009 bis 2012 die Veräußerungserlöse aus Desinvestitionen mit den Fair Values des jeweils zuvor veröffentlichten Quartalsabschlusses verglichen und wesentliche Abweichungen hinterfragt. Diese Analyse hat gezeigt, dass in der Gesamtbetrachtung die Wertdifferenz unter 5 liegt. Die Erläuterungen der Investmentmanager zu den hinterfragten Wertabweichungen in schriftlicher Form werden von uns als plausibel erachtet.

103. Darüber hinaus haben wir ein Gespräch mit der Abschlussprüferin im Hinblick auf ihre Prüfungshandlungen im Zusammenhang mit der Ermittlung der Fair Values der Immobilien im Rahmen der Jahresabschlussprüfung sowie der prüferischen Durchsicht zum Halbjahr geführt.

104. Wir halten die als Finanzinvestitionen ausgewiesenen Fair Values der Immobilien in Höhe von 67.911 T€ für sachgerecht ermittelt.

105. Wir weisen jedoch darauf hin, dass es sich bei den Fair Values der Fonds-Investitionen und Co-Investments nicht um einen Marktwert im Sinne eines Verkehrswertes gemäß § 194 BauGB handelt. Der Verkehrswert (Marktwert) wird dort durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre. Bei den Investments der AIRE handelt es sich ausschließlich um Minderheitenanteile an Immobilien, für die bei einer Veräußerung regelmäßig Verwertungsabschläge kalkuliert werden müssen, so dass der Verkehrswert der Minderheitenanteile unter den Fair Values liegen dürfte.

(2) Zahlungsmittel

106. In der Bilanz zum 30. Juni 2012 sind liquide Mittel in Höhe von 26.782 T€ ausgewiesen.

Dabei handelt es sich um Guthaben der AIRE bei den Kreditinstituten. Wir halten es für zutreffend, die liquiden Mittel zum Nominalbetrag bei der Ermittlung des NAV anzusetzen.

107. Die Forderungen gegen verbundene Unternehmen wurden zum Buchwert in Höhe von 33 T€ in die Ermittlung des NAV einbezogen. Wir erachten es für angemessen.

108. Die sonstigen Vermögensgegenstände von 544 T€ betreffen im Wesentlichen Forderungen aus der Veräußerung von Investments, Vorauszahlungen sowie aktive Rechnungsabgrenzungsposten. Die Berücksichtigung sonstiger Vermögensgegenstände bei der Ermittlung des NAV in Höhe von 544 T€ ist aus unserer Sicht sachgerecht.

### (3) Schulden

109. Bei den Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen handelt es sich um die Verbindlichkeit gegen \_\_\_\_\_, die die Gebühren für das Portfolio-Management betrifft. Die Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen wurden sachgerecht in Höhe des Buchwertes von 448 T€ angesetzt.

110. Die sonstigen Verbindlichkeiten, die in der Bilanz in Höhe von 671 T€ ausgewiesen sind, betreffen im Wesentlichen Kosten für die Erstellung und Prüfung des Jahresabschlusses, Reporting und laufende Buchhaltung sowie Steuerberatung. Die Berücksichtigung sonstiger Verbindlichkeiten von 671 T€ ist angemessen.

111. Die Steuerrückstellungen in Höhe von 956 T€ betreffen die Körperschaftsteuer der AIRE S.a.r.l. Die Steuerrückstellungen von 956 T€ wurden bei der Wertermittlung zutreffend berücksichtigt.

112. Die passiven latenten Steuern sind auf Bewertungsunterschiede der zur Veräußerung verfügbaren Finanzinvestitionen sowie auf unrealisierte Währungsgewinne auf Fremdwährungsforderungen zurückzuführen. Der Ansatz passiver latenter Steuern in Höhe von 254 T€ ist sachgerecht.

113. Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Ermittlung des NAV die nicht in der Bilanz ausgewiesene steuerliche Eventualverbindlichkeit in Höhe von 1.535 T€ berücksichtigt. Die Möglichkeit eines Abflusses von Geldmitteln wird von der Geschäftsführung mit einer Wahrscheinlichkeit von unter 50 % geschätzt. Aus diesem Grund wurde diese Verbindlichkeit nicht in der Bilanz der AIRE abgebildet. Die Berücksichtigung des Erwartungswertes der steuerlichen Eventualverbindlichkeit halten für plausibel. Keine Berücksichtigung dieser Verbindlichkeit bei der Wertermittlung würde c.p. den Wert je Aktie von 18,58 € auf 18,95 € erhöhen.

*(4) Verwaltungskosten*

114. Die Bewertungsgutachterin hat einen Barwert der Verwaltungskosten in Höhe von 15.663 T€ ermittelt. Wir haben die Annahmen der Wertermittlung nachvollzogen. Sie wurde rechnerisch richtig unter den von [ ] getroffenen Annahmen ermittelt. Wir haben eigene Berechnungen zum Barwert der Verwaltungskosten mit anderen Annahmen durchgeführt. Dabei gingen wir u.a. davon aus, dass die Verwaltungskosten lediglich über den Prognosezeitraum bis zum Jahr 2019 anfallen und in den letzten Jahren auch deutlich sinken werden. Des Weiteren haben wir den Barwert der Verwaltungskosten mit niedrigeren Kapitalkosten abgezinst. Im Ergebnis ergibt sich nach unseren Berechnungen ein geringerer Barwert der Verwaltungskosten. Der von uns ermittelte NAV der AIRE liegt daher über dem von der Bewertungsgutachterin ermittelten NAV der Gesellschaft, aber unter der angebotenen Barabfindung.

*d) Angemessenheit des Wertes je Aktie auf Basis des NAV*

115. Wir weisen darauf hin, dass die Berechnung des NAV auf einer Bilanz zum 30. Juni 2012 basiert. Nach den uns gegebenen Auskünften wird sich der NAV je Aktie zum 30. September 2012 voraussichtlich verringern. Zum Stichtag der Hauptversammlung ist eine Überprüfung und ggf. eine Anpassung der Berechnungen erforderlich, wenn sich die zugrunde liegenden Prämissen und Wertansätze wesentlich geändert haben sollten.

116. Unter Berücksichtigung unserer abweichenden Annahmen bei der Ermittlung des Barwertes der Verwaltungskosten ergibt sich ein höherer NAV je AIRE-Aktie, der jedoch immer noch unter der angebotenen Barabfindung in Höhe von 19,75 € je Aktie liegt. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass die angebotene Barabfindung in Höhe von 19,75 € je Aktie über dem nach unseren Berechnungen ermittelten NAV je Aktie liegt. Die angebotene Barabfindung ist daher angemessen.“

Dieser Einschätzung des sachverständigen Prüfers schließt sich die Kammer im Wesentlichen nach Überprüfung an und nimmt zur Vermeidung von Wiederholungen vollinhaltlich Bezug darauf.

Dabei ist allerdings die Kammer der Ansicht, dass die steuerliche Eventualverbindlichkeit in Höhe von TEUR 1.535 (s. Tz 113) nicht zu berücksichtigen sind. In Hinblick auf das Stichtagsprinzip (Maßgeblich ist der Tag der beschließenden Hauptversammlung) können nur – ebenso wie im Bilanzrecht - zu Lasten der Ermittlung der Abfindung der Minderheitsaktionäre nur Verbindlichkeiten berücksichtigt werden, wenn zum Stichtag schon eine hinreichende Wahrscheinlichkeit der Belastung besteht, d.h. die Wahrscheinlichkeit der

Inanspruchnahme muss größer ist als eine Nichtinanspruchnahme. Insoweit korrespondiert dies - wie von einigen Antragstellern auch vorgebracht – mit dem Ansatz von Schadensersatzansprüchen der Gesellschaft gegen Dritte im Rahmen einer Unternehmensbewertung im Spruchverfahren. Auch diese sind nur nach Grund und Höhe zu berücksichtigen, wenn eine hinreichende Wahrscheinlichkeit einer Realisierung gegeben ist. (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 15.02.2010 - 5 W 52/09 – BECK RS 2010, 21946 -; Kammerbeschluss vom 15.2.2011 – 3-05 O 362/09 -; Schroeder/Habbe, NZG 2011, 845). Vorliegende ist aber nach dem eigenen Vorbringen der Antragsgegnerin zum maßgeblichen Zeitpunkt die Wahrscheinlichkeit einer Inanspruchnahme aus dieser angesetzten Verbindlichkeit geringer als die einer Nichtinanspruchnahme, so dass dieser völlig außer Ansatz zu bleiben haben und das Risiko einer etwaigen Inanspruchnahme hier nur die Antragsgegnerin trifft, die letztlich die Entscheidung zur Verschmelzung verbunden mit der Übernahme aller Aktien der AIRE getroffen hat.

Mit der Prüferin ist die Kammer auch der Ansicht, dass die hier verwendete Ermittlung des Wertes der einzelnen Immobilien(beteiligungen) über Auskünfte bzw. die in den jeweiligen Rechnungslegungswerken angesetzten Werte sachgerecht erfolgt ist. Hier ist zu beachten, dass AIRE in allen Fällen nur Minderheitsgesellschafter war und ihr nach – nach nicht substantiiert widersprochener - Darlegung der Antragsgegnerin keine weitergehenden Auskunftsrechte zum Wert zustanden. Weiter ergeben sich diese Werte teilweise auch aus geprüften Jahresabschlüssen mit Fair-Value Bewertung. Zudem wurde auch in der Vergangenheit diese Art der Bewertung auch in die Jahresabschlüsse der AIRE überführt, ohne dass es - soweit bekannt – insoweit zu Beanstandungen des Abschlussprüfers der AIRE gekommen wäre. nicht beanstandet. Auch keiner der Antragsteller hat dargetan, dass er oder andere sich in der Vergangenheit gegen die Jahresabschlüsse der AIRE und die darin aufgenommen Bewertung von ihren Immobilienengagements in irgendeiner Weise gewandt hätte.

Im Hinblick darauf ist es auch aus den zu berücksichtigenden Gründen der Wirtschaftlichkeit ist es vorliegend nicht angebracht, ein gerichtliches Sachverständigengutachten zur Wert der einzelnen Immobilien und des Wertes der Beteiligung der AIRE an diesen einzuholen. Fast Alle Immobilien liegen im Ausland (insgesamt 93,2 %), zumeist in den USA (63,3 %), Es müsste daher für alle Immobilienengagements ein mit den örtlichen Märkten vertrauter Sachverständiger gefunden werden, was bei einem deutschen Sachverständigen nahezu unmöglich sein dürfte. Zwar ist es prozessual (vgl. Art. 17 Haager Beweisübereinkommen)

nicht ausgeschlossen, einen Sachverständigen mit Sitz im Ausland zu beauftragen (vgl. Hau RiW 2003, 822), doch ist zu beachten, dass der Sachverständige grundsätzlich als Hilfsperson des Gerichts gilt und von diesem zu leiten und zu überwachen ist (vgl. § 404a ZPO); die Befugnis zu Ordnungsmittel und andern Leitungsmaßnahmen aber bei einem ausländischen Sachverständigen sich nur schwer realisierbar sind.

Zu beachten ist zudem, dass ein Sachverständiger u. U. auf die Mitarbeit und Informationserlangung durch die ausländischen Gesellschaften und Immobilieninvestments, an denen AIRE beteiligt war, angewiesen wäre. Gegenüber diesen gibt es jedoch weder für AIRE aufgrund ihres Minderheitenstatus noch für das Gericht mangels über das Gebiet der Bundesrepublik Deutschland hinausreichende Kompetenz Möglichkeiten auf diese entsprechend einzuwirken.

Die Kammer hält, wie die Prüferin, es für angebracht, beim NAV den Barwert der Verwaltungskosten anzusetzen und in Abzug zu bringen.

Legt man nämlich zugrunde, dass der NAV die Summe der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände repräsentiert, müssen auch bei der Ermittlung der Abfindung für ausgeschlossene Aktionäre nach dem NAV der Barwert der künftig entstehenden Verwaltungskosten, die nicht den einzelnen Kapitalanlagen zuzuordnen sind, in Abzug gebracht werden, da sich nur dann ein vollständiges Bild der geforderten Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen geforderte Bild ergibt, da sich diese Kosten auch auf die künftig für die Aktionäre erwirtschafteten Erträge ausgewirkt hätten, wenn sie im Unternehmen verblieben wären, die jedoch - worauf die Antragsgegnerin zutreffend hinweist, nicht ihrem Niederschlag im Buchwert bzw. im bilanziellen Netto-Inventarwert finde, weswegen diese Werte nicht ohne weiteres der Bemessung der angemessenen Abfindung zugrunde gelegt werden können.

Soweit Antragsteller und der gemeinsame Vertreter hier die Höhe dieser Kosten beanstanden unter Hinweis, dass diese übersetzt sein, so ist aber zu berücksichtigen, dass die AIRE keine Mitarbeiter beschäftigte, daher alle Arbeiten fremdvergeben musste. Zudem entsprechen die geplanten Kosten denen, wie sei tatsächlich in den Jahre 2009 – 2011 angefallen, bzw. sind sogar geringer und ihr Entstehen ist damit hinreichend plausibel. Selbst wenn diese Kosten im Fremdvergleich hoch sein sollten, wie mache Antragsteller rügen, so verkenne sie, dass die Art und Weise der Geschäftsführung und die dadurch entstehenden Kosten eine ureigenste

Aufgabe des Managements der AIRE ist. Grundsätzlich obliegt es den Gerichten im Spruchverfahren nämlich nicht zu überprüfen, ob eine bestimmte der Planung zugrunde gelegte unternehmerische Einzelentscheidung, sie sich gewinnmaximierend auswirkt oder vielmehr durch andere unternehmerische Weichenstellungen hätte ersetzt werden sollen (so ausdrücklich OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 9.2.2010 - 5 W 38/09 - BeckRS 2010 04682; – 5 W 33/09 -BeckRS 2010, 04683 m. w. Nachw.).

Dies geht im Wesentlichen einher mit der bereits vor der unternehmerischen Maßnahme gegebenen Stellung des außenstehenden Aktionärs im Unternehmen. Aufgrund der Mehrheitsverhältnisse ist es ihm als Minderheitsaktionär in aller Regel nicht möglich, auf die Geschäftspolitik seiner Gesellschaft aktiven Einfluss zu nehmen. Vielmehr hat er derartige Entscheidungen im Normalfall hinzunehmen, selbst wenn sie sich als suboptimal erweisen sollten. Aufgrund dieser faktisch eingeschränkten Stellung des Minderheitsaktionärs, die auch das Bundesverfassungsgericht seinen Überlegungen regelmäßig zugrunde legt (vgl. BVerfGE 100, 289, 305; NJW 2007, 3268), bestehen zugleich an der nur eingeschränkten Überprüfbarkeit geschäftspolitischer Entscheidungen im Rahmen der Unternehmensbewertung keine verfassungsrechtlichen Bedenken.

Vielmehr verbleibt es ebenfalls im Spruchverfahren bei dem schon im Haftungsrecht verankerten Grundsatz der Autonomie unternehmerischer Entscheidungen (vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG).

Es kann dahingestellt bleiben, ob der Prüferin zu folgen ist, wonach geringere Kapitalkosten für die Abzinsung anzusetzen sind, da sich dies nicht relevant auswirken würde.

Zwar hat auch die Kammer gewisse Vorbehalte, ob der Ansatz von (und der Verlautbarung des FAUB vom 19.9.2012 zur Erhöhung der Marktrisikoprämie, vgl. zur Problematik der Erhöhung durch den FAUB, Kammerbeschluss vom 18.11.2014 – 3-05 O 43/13 -) hinsichtlich der Marktrisikoprämie von 6 % zutreffend ist, und es ggf. sachgerecht wäre mit der Prüferin nur eine Marktrisikoprämie von 5 % bei der Ermittlung des Barwertes der Verwaltungskosten zu berücksichtigen ist, d.h. zum rechnerischen Stichtag 1.7.2012 nur TEUR 10.724 in Abzug zu bringen wären, würde der NAV zu diesem Tag TEUR 82.217 betragen. Da sich die Änderung des Zinssatzes auch im Barwertfaktor auswirkt und dieser dann nur 1,02 für die Aufzinsung zum Stichtag 19.12.2012 beträgt, ergäbe dies einen NAV von EUR 19,85 pro Aktie, mithin eine Abweichung von unter 1 % zur angebotenen Abfindung.

Es ergäbe sich damit folgende Berechnung des NAV:

Zur Veräußerung verfügbare Finanzinvestitionen	67.911
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	33
Sonstige Forderungen	499
Sonstige Vermögensgegenstände	45
Flüssige Mittel	26.782
<b>Vermögenswerte</b>	<b>95.270</b>
Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen	448
Sonstige Verbindlichkeiten	671
Steuerrückstellungen	956
Passive Latente Steuern	254
Steuerliche Eventualverbindlichkeit	0
<b>Schulden</b>	<b>-2.329</b>
Barwert Verwaltungskosten	-10.724
<b>Net Asset Value zum 30. Juni 2012</b>	<b>82.217</b>
Aufzinsungsfaktor	1,02
<b>Net Asset Value zum 19. Dezember 2012</b>	<b>83.862</b>
Anzahl Aktien	4.223.655
<b>Net Asset Value je Aktie zum 19. Dezember 2012 EUR</b>	<b>19,85</b>

Abweichungen von unter 5 % rechtfertigen im Regelfall nach der Rechtsprechung (vgl. OLG Frankfurt Beschl. v. 3.9.2010 – 5 W 57/09 –; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011 – 20 W 3/09 - BeckRS 2011, 01678) jedoch keine abweichende Festsetzung.

Für eine Angemessenheit der Abfindung jedenfalls nicht zu Ungunsten der Minderheitsaktionäre spricht zudem, dass der maßgebliche durchschnittliche gewichtete Börsenkurs von 3 Monaten vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme am 17.9.2012 mit EUR 19,53 (nach BaFin) unter der festgesetzten Abfindung von EUR 19,75 lag.

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre, die Vorlage der Arbeitspapiere von \_\_\_\_\_ und der

sachverständigen Prüferin anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die hier tätige sachverständige Prüferin hat das Ergebnis ihrer Prüfungen im Prüfungsbericht detailliert dargestellt erläutert. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG a. F. i.V. § 136 GNotKG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 136 GNotKG i.V.m. § 15 Abs. 4 SpruchG a. F. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Roskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommt, sind aber auch keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnten. Dass die Kammer eine geringfügig höhere Abfindung ermittelt hat, die sich jedoch im Ergebnis nicht auswirkt, genügt auch aus Billigkeit Gesichtspunkten nicht.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 136 GNotKG i.V.m. § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG a. F. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a. F.).

Mangels Erhöhung der Abfindung bleibt es bei dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,--.

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind.

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt.

Zur Frage der Zulassung einer Beschwerde folgt die Kammer der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main vom 21.5.2012 – WpÜG 10/11 -.

Auch im gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahren handelt es sich um eine vermögensrechtliche Streitigkeit wie im Verfahren nach § 39a WpÜG, für die § 61 FamFG seit 1.9.2009 gilt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit sich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwerde keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7).

Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten. Es gibt vorliegend keinen Grund, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und die daraus begehrte Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichung des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist, zumal keiner der Beteiligten auch die Zulassung beantragt hat.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und es muss eine Beschwerde von über EUR 600,-- gegeben sein.