

Landgericht München I

Az. 5HK 9122/14

(verkündet am 25.4.2016)



In dem Spruchverfahren



gegen

wegen Barabfindung



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 30.4.2015 und 14.8.2015 am 12.2.2016
folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Advanced Inflight Alliance AG zu leistende Barabfindung wird auf € 8,09 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlung ab dem 18.04.2014 mit 5 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an die gemeinsame Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu leistende Vergütung werden auf € 669.030,90 festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin, eine mittelbare Tochtergesellschaft der in den Vereinigten Staaten von Amerika börsennotierten

hielt zum 19.4.2013 94,07 % des damaligen Grundkapitals der Advanced Inflight Alliance AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft), wobei sich dieser Anteil in der Folgezeit aufgrund von Optionsausübungen auf 93,95 % reduzierte. Das Grundkapital der Gesellschaft belief sich nach den Optionsausübungen und damit verbundenen Kapitalerhöhungen auf € 24.052.493,-- und war in ebenso viele Inhaberstückaktien eingeteilt. Die damals noch als Aktiengesellschaft firmierende Antragsgegnerin und die Advanced Inflight Alliance AG schlossen am 19.12.2013 einen Verschmelzungsvertrag, wonach ein Beschluss dergestalt gefasst werden sollte, dass die Aktien der Minderheitsaktionäre der Advanced Inflight Alliance AG im Zusammenhang mit der Verschmelzung auf die Antragsgegnerin übergehen sollten.

Die Hauptversammlung der Gesellschaft fasste dementsprechend am 21.2.2014 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 7,63 je auf den Inhaber lautende namenlose Stückaktien auf die Antragsgegnerin zu übertragen. Am 31.7.2013 hatte die Gesellschaft, deren Aktien im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt wurden, mittels Ad hoc-Mitteilung bekannt gemacht, sie sei von der Antragsgegnerin über deren Absicht informiert worden, in Verhandlungen über den Abschluss eines Verschmelzungsvertrages zwischen der Advanced Inflight Alliance AG als übertragender Gesellschaft und der Antragsgegnerin als übernehmender Gesellschaft zu treten, wobei in diesem Zusammenhang die anderen Aktionäre aus der Gesellschaft gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung



ausgeschlossen werden sollten. In einem Zeitraum von drei Monaten vor dem 31.7.2013 lag der umsatzgewichtete rechnerische Durchschnittskurs der Aktien der Advanced Inflight Alliance AG nach Bescheinigungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei € 5,56 je Aktie.

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft liegt ausweislich von § 2 Abs. 1 ihrer Satzung in der Erbringung sämtlicher Dienstleistungen im Zusammenhang mit Unterhaltungsprogrammen insbesondere an Bord von Flugzeugen einschließlich der Entwicklung von Applikationen für Unterhaltungssysteme sowie im Handel mit und dem Verleihen von Filmrechten. Nach § 2 Abs. 2 der Satzung ist die Gesellschaft zudem zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die den Gegenstand des Unternehmens unmittelbar oder mittelbar zu fördern geeignet sind. Zu diesem Zweck darf sie im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten, andere Unternehmen gleicher oder verwandter Art gründen, erwerben oder sich an diesen beteiligen. Die Gesellschaft selbst fungiert als Konzernholding eines Konzerns (im Folgenden auch: Advanced Inflight Alliance-Konzern) von 23 in- und ausländischen Tochtergesellschaften, an denen sie unmittelbar oder mittelbar zu jeweils 100 % beteiligt ist und die sämtlich in den Konzernabschluss der Gesellschaft einbezogen sind. Diese Tochtergesellschaften sind für das operative Geschäft zuständig. Dieses teilt sich dabei im Wesentlichen in die beiden Geschäftsfelder Content Service Providing (CSP), das die Bereitstellung der Inhalte für die Wortunterhaltungssysteme beinhaltet, sowie "Content", das den Handel mit Filmrechten umfasst, wobei der Schwerpunkt auf dem Einkauf und der Vermarktung von Inhalten für die Bordunterhaltung liegt.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 21.2.2014 ließ die Antragsgegnerin von der

eine gutachterliche Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert der Advanced Inflight Alliance AG sowie zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung (Anlage ASt 2) erstellen, in der unter Anwendung der Ertragswertmethode ein Unternehmenswert von €



176,667 Mio. oder von € 7,35 je Aktie ermittelt wurde. Dabei gingen die Bewertungsgutachter von von einer die Jahre 2014 bis 2016 umfassenden Detailplanungsphase aus, an die sich ab den Jahren 2017 ff. die Ewige Rente anschloss, wobei die für die Ermittlung des nachhaltigen Umsatzniveaus in diesem Zeitraum anzusetzenden Umsatzerlöse des Jahres 2016 mit einer Wachstumsrate von 1 % fortgeschrieben sowie darauf aufbauend eine EBITDA-Marge von 13 % und eine EBIT-Marge von 9,9 % angesetzt wurde. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzten die Bewertungsgutachter einen einheitlichen Basiszinssatz von 2,75 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde unter Berücksichtigung des Finanzierungsstrukturrisikos auf 5,7 %, 5,8 % und 5,9 % in den Jahren der Detailplanungsphase sowie auf 5,9 % im Terminal Value angesetzt. Ausgangspunkt dieses Ansatzes war eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sowie ein aus einer Peer Group abgeleiteter Beta-Faktor, wobei sich die Peer Group mit Ausnahme der Deutsche Lufthansa AG aus ausländischen Unternehmen der Bereichen Fluggesellschaften, Filmstudios/Content, IFE-Solutions/Hardwareherstellern sowie Videospieleherstellern zusammensetzte. In der Ewigen Rente gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 1 % aus. Zudem setzten sie zum Bewertungsstichtag Sonderwerte aus Aktien an der sowie Aktienoptionen an dieser Gesellschaft von insgesamt € 29,714 Mio. und eine Überschussliquidität von € 13,645 Mio. an.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 17799/13 zur Abfindungsprüferin bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 13.12.2013 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung von € 7,35 je Stückaktie stelle sich als angemessen dar.

Infolge einer Erhöhung des Börsenkurses der

kam es zu einer Änderung der Bewertung entsprechend der Stichtagserklärung der Bewertungsgutachter von vom 21.2.2014 (Anlage



AG 8), weshalb die angemessene Barabfindung auf € 7,63 erhöht wurde. Die Abfindungsprüfer von _____ bestätigten mit einer Erklärung ebenfalls vom 21.2.2014 (Anlage AG 9) die Angemessenheit dieses Betrages.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung und des Prüfungsberichts sowie der Stichtagserklärungen wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 2, AG 3, AG 8 und AG 9 Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out und die Verschmelzung wurde jeweils am 15.4.2014 in das Handelsregister der Advanced Inflight Alliance AG eingetragen; die Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister der Antragsgegnerin erfolgte am 16.4.2014. Die Bekanntmachung der Eintragung des Squeeze out und der Verschmelzung in das Handelsregister der Advanced Inflight Alliance AG erfolgte am 16.4.2014, während die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der Antragsgegnerin am 17.4.2014 gemäß § 10 HGB bekannt gemacht wurde. Alle Antragsteller waren am 16.4.2014 Aktionäre der Gesellschaft.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 17.7.2014 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die festgelegte Barabfindung müsse angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.
 - a. Zur Begründung dieser Anträge berufen sie sich zunächst darauf, bereits zentrale Planannahmen seien zu ihren Gunsten korrekturbedürftig.
 - (1) Dies zeige sich bereits an einer mit drei Jahren zu kurz bemessenen Detailplanungsphase. Auch könne das Jahr 2014 nicht als echtes Planjahr angesehen werden, weil die Hauptkunden der Gesellschaft deren Produkte und Dienstleistungen bereits im Jahr 2013 eingekauft



hätten. Ebenso deute die Vergangenheitsanalyse auf eine mangelnde Zuverlässigkeit der Planung hin. Vorgenommene Bereinigungen seien nur schwer nachvollziehbar. Dies zeige sich beispielsweise an widersprüchlichen Angaben zur EBIT-Marge der Vergangenheit im Geschäftsfeld „Content“ und den unklaren Ursachen für die Planabweichungen beim Personalaufwand in den Jahren 2011 und 2012. Bei Flügen der Bestandskunden handele es sich nicht um einmalige Sondereffekte aus dem letzten Quartal des Jahres 2013. Auch hätten aktuellere Daten als die aus der Hochrechnung 2013 angesetzt werden müssen. Fehlerhaft stelle sich weiterhin die Anpassung der sonstigen betrieblichen Erträge angesichts ihrer Darstellung im Bewertungsgutachten auf dessen Seiten 39 und 45 dar.

Ebenso gebe es Anhaltspunkte dafür, die von den Bewertungsgutachtern herangezogene Marktstudie von IMDC sei interessengeleitet. Zudem berücksichtige die Planung nur unzureichend bestehende Abhängigkeiten der Entwicklung der Luftfahrtbranche und der Filmbranche zur Gesellschaft bzw. der Bordunterhaltung. Ebenso müssten die Auswirkungen ökologischer Anforderungen auf die Gesellschaft gesehen werden. Zwingend erforderlich sei eine Bereinigung der Kostenfortschreibungen um die Kosten des Squeeze out.

- (2) In jedem Fall aber bedürfe die Planung im Einzelnen angesichts zu pessimistischer und nicht mehr plausibler Annahmen der Korrektur.
 - (a) Bei der Planung der Umsatzzahlen stehe das stagnierende Umsatzwachstum im Widerspruch zu den Ist-Zahlen des Jahres 2013. Die Planung vernachlässige weiterhin die Verdrängung kleinerer Wettbewerber mit der Folge der Möglichkeit von Preiserhöhungen durch die Gesellschaft. Angesichts des zu erwartenden steigenden Passagieraufkommens stelle sich die Umsatzplanung als zu pessimistisch dar, zumal in der Vergangenheit höhere Wachstumsraten zu verzeichnen gewesen sei-



en. Angesichts der Prognosen des Deutschen Zentrums für Luft- und Raumfahrt sowie der IATA müsse die im Bewertungsgutachten von abgegebene Prognose der Umsatzveränderungen der globalen Airline-Branche zur fehlenden Plausibilität der Planung der Gesellschaft führen. Auch eine Presseerklärung von Auctus Capital Partners des Jahres 2011 belege die zu pessimistischen Planannahmen. Weiterhin vernachlässige die Planung die Stellung der Gesellschaft als Marktführer mit einem Marktanteil von etwa 50 %; diese Position müsse ein höheres Umsatzwachstum als 7,5 % nach sich ziehen. Zu Unrecht sei auch der Markteintritt neuer Wettbewerber angesichts hoher Markteintrittsbarrieren regulatorischer Art angesetzt worden. Auch fließe zu wenig das Ertragspotenzial ein, das sich aus dem Wettbewerb der Luftfahrtunternehmen ergebe, die sich aus einer guten Bordunterhaltung Wettbewerbsvorteile verschaffen wollten, wovon die Antragsgegnerin deutlich stärker profitiere. Ebenso hätten das Wachstum in Schwellenländern sowie die Möglichkeit zu ohne großen Aufwand möglichem Einbau von Bordunterhaltung in anderen Verkehrsmitteln stärker berücksichtigt werden müssen.

- (b) Im Rahmen der Aufwandsplanung müsse die Planung des Personalaufwands im Gleichschritt mit der Umsatzentwicklung erfolgen; gerade im Bereich CSP falle der Anstieg zu hoch aus, weil bei steigenden Umsätzen Effizienzsteigerungen zu erwarten seien. Der hohe Anstieg stehe auch im Widerspruch zu den tatsächlich zu erwartenden Gehaltssteigerungen, die zu hoch angesetzt seien.

Der Anstieg des Materialaufwands lasse Kostendegressionseffekte fehlerhaft außer Betracht. Ebenso fehle dem geplanten Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen die Plausibilität.



Ebenso erfolge angesichts der Niedrigzinsphase ein zu hoher Ansatz des Zinsaufwands. Unplausibel stelle sich auch der Rückgang der Abschreibungsdauer von zehn auf fünf Jahren bei der BTI Software Inc. dar.

- (3) Die Ansätze in der Ewigen Rente seien bereits deshalb fehlerhaft, weil am Ende des Jahres 2017 kein eingeschwungener Zustand erreicht worden sei und demzufolge der Ansatz einer Gröbplanungsphase zwingend erforderlich gewesen wäre. Der Rückgang der EBITDA- wie auch der EBIT-Marge auf schlechtere Werte als in den meisten Jahren der Detailplanungsphase lasse sich nicht nachvollziehen. Der Einsatz der WISE-Technologie müsse sich in höheren Wachstumsraten manifestieren. Zudem könne ein überproportionaler Anstieg des Materialaufwands in der Ewigen Rente nicht erklärt werden.
- (4) Fehlerhaft erfolge eine vollständig fehlende Ausschüttung in den Jahren 2013 und 2014, zumal die Gesellschaft am 27.2.2014 die Zahlung einer Sonderdividende in Höhe von € 7,50 je Aktie angekündigt habe, was einer Zahlung von € 62,888 Mio. entspreche. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % im Terminal Value könne angesichts vorhandener Studien mit unter 40 % liegenden Ausschüttungsquoten nicht mehr als sachgerecht bezeichnet werden.
- (5) In die Planung hätten zudem Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss mit der Konzernobergesellschaft einfließen müssen.

- b. Die Unangemessenheit der Barabfindung beruhe zudem auf einem zu hoch festgesetzten Kapitalisierungszinssatz, der einer Korrektur in allen Komponenten bedürfe.



- (1) Beim Basiszinssatz verbiete sich eine Rundung zum Nachteil der Minderheitsaktionäre. Das Erfordernis einer Reduktion resultiere weiterhin aus der Existenz von Credit Default Swaps auch auf deutsche Bundesanleihen. Zudem müsse bei der Ermittlung des Basiszinssatzes der Finanzierungshorizont der Gesellschaft mit deutlich kürzeren Laufzeiten der Kredite und Investitionen der Gesellschaft berücksichtigt werden. Angesichts der Anlagemöglichkeiten nur zum Stichtag müsse vor allem auch auf das aktuell gültige, deutlich niedrigere Zinsniveau abgestellt werden.
- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag reduziert werden, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe, was abzulehnen sei. Das zur Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich hierfür jedenfalls als ungeeignet dar. Keinesfalls könne die auf Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 % bis 6 % angesiedelte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sachgerecht sein; das niedrigere Niveau des Basiszinssatzes rechtfertige diesen Ansatz nicht. Anstelle der arithmetischen Mittelwertbildung müsse namentlich das geometrische Mittel herangezogen werden. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den originären Beta-Faktor abgebildet werden und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group. Zudem lasse der Beta-Faktor die Besonderheit der Existenz eines Großaktionärs außer Betracht, der das Risiko der Gesellschaft deutlich absenke.
- (3) Der in der Ewigen Rente herangezogene Wachstumsabschlag von 1 % müsse erhöht werden, weil dies künftige Trends wie namentlich den Einsatz von 3-D-Filmen missachte und die dynamische Entwicklung der Vergangenheit für einen höheren Wachstumsabschlag spreche. Der Ansatz eines unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate liegenden Wachstumsabschlages führe zu einem dauerhaften Schrumpfen des Unternehmens und lasse sich folglich nicht rechtfertigen.



- c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen beinhalte bezüglich der überschüssigen Liquidität einen zu niedrigen Ansatz. Fehlerhaft erfolgt sei die Berücksichtigung des Werts der Aktien der
 - weil er fiktiv mit Steuern belastet worden sei und ein Durchschnittskurs nicht hätte herangezogen werden dürfen. Bei der Bewertung der Aktienoptionen dieses Unternehmens hätte zudem das sogenannte Black Scholes-Modell herangezogen werden müssen. Zudem fehle ein Ansatz für den Wert der Marke „Advanced Inflight Alliance“.
 - d. Der Börsenkurs hätte nicht anhand des gewichteten Durchschnittskurses der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelt werden dürfen, weil zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liege und daher eine Hochrechnung hätte erfolgen müssen. Zudem müsse die Höhe des Kaufpreises für die „letzten Aktien“ ermittelt werden.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die festgesetzte Barabfindung angemessen sei. Darüber hinaus fehle bei den Antragstellern zu 41) und 43) die Benennung eines gemeinschaftlichen Vertreters. Die ihr nur als Fragment übermittelte Antragsschrift des Antragstellers zu 53) müsse ohne Unterschrift beim Landgericht München I eingegangen sein, was die Unzulässigkeit des Antrags nach sich ziehe.
- a. Die Planannahmen der Advanced Inflight Alliance AG seien hinreichend plausibel und folglich einer Anpassung nicht zugänglich.
- (1) Das von der Gesellschaft angewandte Planverfahren mit einer drei Jahre umfassenden Detailplanungsphase sei sachgerecht unter Anwendung eines bottom up-Verfahrens durchgeführt worden. Ohne sachlichen Fehler sei die Vergangenheitsanalyse für die Jahre 2011 bis 2013 vorgenommen worden. Die Abschreibungsdauer einiger selbst erstellter immaterieller Vermögenswerte sei durch die starke



Verkürzung der App-Zyklen gerechtfertigt und beruhe auf einem Hinweis der Abschlussprüfer. Im Übrigen seien alle außerordentlichen und periodenfremde Ergebniseffekte zutreffend bereinigt worden.

- (2) Das in der Planung angenommene Umsatzwachstum für die Jahre 2013 unter Berücksichtigung der Hochrechnung bis 2016 betrage 7,5 % und liege deutlich über dem Durchschnittswachstum des Vergangenheitszeitraums und könne folglich nicht als zu pessimistisch beschrieben werden. Auch falle das prognostizierte Umsatzwachstum nicht hinter die Umsatzzahlen der Vorjahre zurück. Die Planung weise auch ein höheres Marktwachstum in Relation zu dem bis zum Jahr 2019 prognostizierten Umsatzwachstum der kommerziellen Luftfahrt in Höhe von 1 % bis 5 % aus. Aus der Entwicklung in Schwellenländern könne mangels dortiger Aktivitäten der Gesellschaft kein anderer Schluss gezogen werden. Von einer Vernachlässigung von Chancen in Nachbarmärkten wie Kreuzfahrten, Bus- oder Zugreisen könne keine Rede sein; im Bereich der Aktivitäten bei Kreuzfahrtschiffen und Zugreisen erziele die Gesellschaft nur sehr geringe Umsatzerlöse, wobei dieser Ansatz aufgrund des hohen Investitionsbedarfs nicht weiter verfolgt werde.

Die leicht rückläufig geplante Marge im Geschäftsfeld „Content“ müsse angesichts der nachvollziehbaren Ursachen in Form eines leicht überproportionalen Anstiegs des Personalaufwands und der Notwendigkeit der Berücksichtigung inflationsbedingter Kostensteigerungen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bei der Emphasis Video Entertainment Ltd. und einer im Zuge der Verlängerung des Mietvertrages über ein Bürogebäude erwarteten Erhöhung der Miete nicht erhöht werden.

Die Planung erfasse alle 23 in- und ausländischen Beteiligungen der Gesellschaft und nicht lediglich 9 Tochterunternehmen.



- (3) Von einer überhöhten Aufwandsplanung könne keine Rede sein; die in der Planung angesetzte Umsatzsteigerung von konzernweit durchschnittlich 7,5 % p.a. von der Hochrechnung 2013 bis zum Jahr 2016 könne nur unter Einsatz zusätzlichen Personals im Vertrieb und bei der Produktentwicklung erwirtschaftet werden, wobei sich die Planung der Anzahl der Mitarbeiter an der geplanten Weiterentwicklung gerade auch neuer Technologien wie beispielsweise WISE orientiere. Die Berücksichtigung von Skaleneffekten zeige sich an einem im Vergleich zum Umsatzwachstum niedrigeren prozentualen Anstieg des Personalaufwands. Gerade im Geschäftsfeld CSP müsse die zur Advanced Inflight Alliance AG gehörende DTI-Gruppe zusätzliche Mitarbeiter in Kanada und Dubai einstellen. Beim Materialaufwand unterstelle die Gesellschaft sachgerecht die Fortsetzung der in der Vergangenheit begonnenen Realisierung besserer Einkaufskonditionen für Filmrechte. In Relation zu den Umsatzerlösen komme es demzufolge zu einer deutlichen Reduktion der Materialaufwandsquote von 61,6 % in 2012 über 57 % in 2013 auf 56,8 % in 2016. Auch beim sonstigen betrieblichen Aufwand verhalte sich die Aufwandsquote trotz der Annahme eines leichten Anstiegs in Relation zum Umsatz nahezu konstant.
- (4) Bei der Ergebnisprognose müsse auch der Eintritt neuer Wettbewerber in den Markt berücksichtigt werden. Zudem werde der Zugang zum Internet an Bord eines Flugzeugs die Branche erheblich verändern. Unzutreffend sei auch die Annahme, die Gesellschaft habe als Folge ihrer Marktführerschaft eine Preissetzungsmacht, was zu weiteren Gewinnmargensteigerungen führen solle. Diese Rüge übersehe vor allem die Weitergabe des Preisdrucks der Fluggesellschaften im Rahmen der Ausschreibung ihrer Bordunterhaltungsprogramme.
- (5) Unechte Synergieeffekte seien nicht anzusetzen gewesen, weil bloße Hoffnungen oder gar Schätzungen keine tragfähige Grundlage hierfür seien. Der Untergang der Verlustvorträge bei der Gesellschaft



müsse nicht als echte Synergie aus der Bewertung herausgerechnet werden angesichts des Erwerbs von mehr als 50 % der Aktien der Gesellschaft durch die PAR Investmentpartners LP bereits im Jahr 2012 und damit zeitlich weit vor und unabhängig von der Übernahme durch die Antragsgegnerin. Von bei der Gesellschaft vorhandenen ertragsteuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von € 2,13 Mio. seien nur € 1,55 Mio. nutzbar.

- (6) Im Terminal Value bedürfe es keiner Korrekturen. Die Ewige Rente bilde einen eingeschwungenen Zustand ab, nachdem die Bewertungsgutachter von die EBITDA-Marge des Konzerns auf ein nachhaltiges Niveau reduziert hätten. Aufgrund des Einsatzes neuer Technologien und der Nutzung eigener Endgeräte im Flugzeug durch die Passagiere komme es zu einem weiteren Rückgang der von den Fluggesellschaften bezogenen Bordunterhaltungsprogramme. Die durchschnittliche EBITDA-Marge von rund 13 % spiegele die nachhaltig zu erwartende Rentabilität des operativen Geschäfts der Gesellschaft angemessen wider. Namentlich bei der DTI-Gruppe könne die hohe EBITDA-Marge nicht als nachhaltig angesetzt werden, weil auch die Entwicklung von WISE den Trend zu einer geringeren Bordunterhaltung nicht aufhalten werde.

- (7) Die Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente sei zutreffend angesetzt, weil sie in der Mitte der am Markt zu beobachtenden Quoten liege und auch in der Rechtsprechung anerkannt werde.

- b. Methodisch und inhaltlich zutreffend sei die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erfolgt.

- (1) Dies gelte zunächst für die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve zum Bewertungsstichtag. Angesichts der Laufzeitäquivalenz müsse der Finanzierungshorizont der Gesellschaft nicht berücksichtigt werden. Aus der Existenz von Credit Default



Swaps könne nicht auf einen überhöhten Basiszinssatz geschlossen werden. Die vorgenommene Rundung könne ebenso wenig beanstandet werden wie der Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes. Ein Abstellen auf die Wiederanlagemöglichkeiten nur zum aktuell gültigen Zinssatz für Bundesanleihen komme nicht in Betracht.

- (2) Der notwendigerweise anzusetzende Risikozuschlag sei zutreffend mit Hilfe des weithin anerkannten (Tax-)CAPM unter Berücksichtigung der Volatilität der Luftfahrtindustrie als Kunden der Gesellschaft ermittelt worden. Die Marktrisikoprämie sei mit 5,5 % nach Steuern angesichts der konstant realen Renditeforderungen von Aktionären nicht zu beanstanden. Das Heranziehen des arithmetischen und nicht des geometrischen Mittels entspreche den betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen. Der zur Berechnung des Risikozuschlages ermittelte Beta-Faktor von unverschuldet 1,0 habe über eine sachgerecht zusammengesetzte Peer Group ermittelt werden können angesichts der fehlenden Aussagekraft des unternehmenseigenen Beta-Faktors der Gesellschaft, dem es an der statistischen Signifikanz fehle. Die Liquidität der Aktie der Gesellschaft sei zu gering, um den originären Beta-Faktor heranzuziehen. Allein das Vorhandensein eines Hauptaktionärs lasse auch keinen Rückschluss auf den Ausschluss eines unternehmerischen Risikos zu. Zutreffend erfolgt und damit nicht korrekturbedürftig sei der Ansatz des Wachstumsabschlages mit 1 %. Angesichts des großen Preisdrucks im Inflight Entertainment-Markt sei es der Gesellschaft schwer möglich, Preissteigerungen im Einkauf dann an ihre Kunden weiterzugeben, zumal die Befürchtung bestehe, die Nutzung eigener Endgeräte wie Smartphones im Flugzeug werde eine rückläufige Nachfrage und eine weitere Reduktion erzielbarer Preise nach sich ziehen. Hohe Marktanteile könne die Gesellschaft weitaus schwerer verteidigen angesichts der Versuche der Kunden, Abhängigkeiten zu vermeiden. Nicht ersichtlich sei, warum die künftige Verwendung der 3 D-Technologie zu Umsatzwachstum führen solle. Der Wachstumsabschlag müsse nicht der allgemei-



nen Inflationsrate entsprechen, die allenfalls ein erster Anhaltspunkt sein könne.

- c. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen seien die Aktien ebenso wie die Optionen auf Aktien der zutreffend unter Belastung mit Steuern berücksichtigt worden. Bei den Aktien dürfe ein Durchschnittskurs herangezogen werden; ebenso korrekt sei die Bewertung der Optionen mithilfe eines Binominalmodells erfolgt. Die Höhe der Überschussliquidität müsse nicht erhöht werden, weil außer dem aus einem Verkauf einer Minderheitsbeteiligung und dem Erfordernis zum Vorhalt von Liquidität zur Rückführung eines Darlehens im März 2014 keine anzusetzende Überschussliquidität vorhanden gewesen sei. Immaterielle Vermögensgegenstände wie die Marke „Advanced Inflight Alliance“ genannt worden seien. Unangemessen sei auch der Ansatz einer EBIT-Marge von nur mehr 9,9 %. Eine Korrektur zugunsten der Minderheitsaktionäre müsse auch in allen drei Elementen des Kapitalisierungszinssatzes erfolgen.
- d. Der Börsenkurs könne angesichts seiner Höhe von €5,56 im zutreffend angesetzten Referenzzeitraum keine Rolle spielen; eine Hochrechnung verbiete sich, weil kein längerer Zeitraum vorliege und sie zudem angesichts der branchenspezifischen Weiterentwicklung von deutlich unter 40 % zu keiner höheren Barabfindung als € 7,63 führen könne. Von der Antragsgegnerin gezahlte Vorerwerbspreise seien nicht maßgeblich.
4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 10.11.2014 (Bl. 141 d.A.) zur gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 142 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung dieser Bestellung im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Die gemeinsame Vertreterin rügt in erster Linie den unterbliebenen Ansatz der höheren Ist-Zahlen anstelle der Hochrechnung 2013



sowie von Synergieeffekten, nachdem infolge der Übernahme auch Verbundeffekte genannt worden seien. Unangemessen sei auch der Ansatz einer EBIT-Marge von nunmehr 9,9 %. Eine Korrektur zu Gunsten der Minderheitsaktionäre müsse zudem auch in allen drei Elementen des Kapitalisierungszinssatzes vorgenommen werden.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 30.4.2015 und 14.8.2015 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von

- angehört. Ferner hat

das Gericht den Abfindungsprüfer mit Beschlüssen vom 30.4.2015 (Bl. 274/275 d.A.) und vom 14.8.2015 (Bl. 329 d.A.) gebeten, zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung ergänzende Aussagen zu machen und Alternativberechnungen mit geänderten Kapitalisierungszinssätzen vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 30.4.2014 (Bl. 246/275 d.A.) und vom 14.8.2015 (Bl. 302/329 d.A.) sowie die allen Beteiligten übermittelten ergänzenden Stellungnahmen des Abfindungsprüfers vom 2.6.2015 (Bl. 281/298 d.A.) und vom 19.10.2015 (Bl. 366/382 d.A.).

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 30.4.2015 (Bl. 246/275 d.A.) und vom 14.8.2015 (Bl. 302/329 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet, nachdem diese auf € 8,09 je Aktie festzusetzen war.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der Advanced Inflight Alliance AG im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärsstellung kann dabei angesichts der Besonderheiten eines auf § 62 Abs. 5 UmwG gestützten Squeeze out-Beschlusses nicht die Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister der Advanced Inflight Alliance AG sein; vielmehr ist bei dem hier gegebenen verschmelzungsrechtlichen Squeeze out die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses in das Handelsregister der Antragsgegnerin maßgeblich, die am 16.4.2015 erfolgte. Erst durch diese Eintragung verlieren die Minderheitsaktionäre ihre Stellung als Aktionäre, was sich aus der Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 1 und Satz 7 UmwG ergibt. Der Squeeze out wird nach diesen zwingenden rechtlichen Vorgaben nämlich erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft, mithin der Antragsgegnerin wirksam.

Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden rechtzeitigen Sachvortrag aller Antragsteller von vornherein nicht bestritten oder spätestens in der mündlichen Verhandlung vom 30.4.2015 unstreitig gestellt. Dementsprechend geht der jeweilige Sachvortrag aller Antragsteller zu dem Zeitpunkt ihrer Aktionärseigenschaft gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden. Dies gilt insbesondere auch für die Antragsteller zu 41) und 43) bei denen nicht erkenn-



bar ist, dass ein gemeinsames Depot vorliegen könnte; dies zeigt sich schon daran, dass sie zum Nachweis Bankbescheinigungen unterschiedlicher Kreditinstitute vorgelegt haben. Sollte die Bezeichnung des Antragstellers zu 43) auf einem Schreibversehen beruhen und die Antragstellerin zu 44) gemeint sein, nachdem auf die Sparkasse Neuried und deren Bankbescheinigung Bezug genommen wird, kann im Ergebnis allerdings nichts anderes gelten, auch wenn die Antragsteller zu 41) und 44) ein gemeinsames Depot unterhielten. Dabei muss dann nämlich davon ausgegangen werden, dass der Antragsteller zu 41) durch die ihm erteilte Verfahrensvollmacht zugleich auch die Stellung eines gemeinsamen Vertreters im Sinne des § 69 Abs. 1 AktG eingeräumt wurde.

2. Die Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses als wesentliches Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte und auf das bezüglich des maßgeblichen Datums der Bekanntmachung abgestellt werden muss, erfolgte am 17.4.2014, weshalb die Frist dann am 17.7.2017 endete. An diesem Tag gingen ausweislich der Gerichtsakten alle Anträge zumindest per Telefax und damit fristwährend beim Landgericht München I ein. Dies gilt auch für den Antrag des Antragstellers zu 53) (Olav Neugebauer), dessen Antrag per Telefax vollständig und unterschrieben am 15.7.2014 einging. Angesichts dessen kann nicht entscheidungserheblich sein, inwieweit das Fehlen der Unterschrift entsprechend den Ausführungen der Antragsgegnerin die Unwirksamkeit des Antrags nach sich zieht oder nicht.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kom-



pensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/13, S. 34 ff.; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 8,09 je Aktie beträgt. Dieser Betrag ist ab dem 18.4.2014 mit einem Zinssatz in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

Aufgrund von §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654,



646; LG München I ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings 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 oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der Advanced Inflight Alliance AG keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung zugrunde gelegen haben und die vom Abfindungsprüfer entsprechend seinem gesetzlichen Auftrag untersucht wurden.
 - (a) Aus der vorgenommenen Vergangenheitsanalyse lässt sich kein Grund für eine unsystematische Vorgehensweise bei der Durchführung der Planung ableiten, die zur Folge haben könnte, dass bereits deshalb die angenommenen Planzahlen für die Detailplanungsphase als unplausibel einzustufen wären und keinen Bestand haben könnten. Die Vergangenheitsanalyse dient vor allem dem Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognose hinreichend zuverlässig ist. Der Abfindungsprüfer, erläuterte im Termin vom 30.4.2015 in Ergänzung zu seinem Prüfungsbericht und den Ausführungen



im Bewertungsgutachten von warum alleine aus den Abweichungen der Ist-Zahlen von den Planansätzen in den Jahren 2011 und 2012 sowie der Hochrechnung 2013 vom Budget 2013 eine mangelnde Eignung der Planungssystematik nicht abgeleitet werden kann und vor allem auch kein Rückschluss auf zu pessimistische Planansätze gezogen werden kann, auch wenn gerade in den Jahren 2011 und 2012 die Ist-Ergebnisse über den Planzahlen lagen. Die Ursachen für diese Entwicklung im Verlaufe der jeweiligen Planjahre der Vergangenheit konnten im Zeitpunkt der Erstellung der Planung nicht abgesehen werden. Im Jahr 2011 kam es zu den im Zeitpunkt der Aufstellung der Planung noch nicht berücksichtigten Akquisitionen der Gesellschaften Entertainment in Motion Inc., Los Angeles und Emphasis Video Entertainment Ltd., Hong Kong; ohne die Umsatzerlöse dieser beiden Unternehmen wäre es zu einem Verfehlen der geplanten Umsatzerlöse gekommen. Das prognostizierte EBIT von 8,254 Mio. wurde um ca. 20,7 % verfehlt, was seine Ursache in ebenfalls ungeplanten Sonderaufwendungen im Personalbereich hatte, weshalb die positiven Effekte aus den Akquisitionen überkompensiert wurden. Ausschlaggebend waren hier vor allem Effekte im Zusammenhang mit dem Wechsel von Geschäftsführern und Vorstandsmitgliedern sowie von Restrukturierungsmaßnahmen. Zur Ermittlung der Planungstreue mussten derartige nicht vorhersehbare Ereignisse ebenso bereinigt werden wie die Einmaleffekte aus Wertveränderungen von im Vorratsvermögen enthaltenen Filmrechten, die sich ergebniserhöhend im Jahr 2012 auswirkten und Auflösungen von Rückstellungen für Lieferantenrechnungen, die gleichfalls Ergebnisveränderungen zur Folge hatten. Bei den sonstigen betrieblichen Erträgen kam es zu Bereinigungen bezüglich von Währungskursgewinnen in den Jahren 2011 und 2013, in Bezug auf die bei der Tochtergesellschaft Inflight Productions Ltd., London erzielten Erträge aus dem Verkauf einer Woh-



nung, sowie im Jahr 2012 aus einer Anpassung von Earn-Out-Verbindlichkeiten aufgrund nicht erreichter Ertragsziele akquirierter Gesellschaften und von Erträgen aus zukünftig nicht mehr anfallenden Weiterbelastungen von Kosten an die

im Jahr 2013. Weiterhin waren bei den aktivierten Entwicklungskosten außerplanmäßige Wertminderungen ergebniserhöhend bei den Abschreibungen der Geschäftsjahre 2011 und 2012 zu bereinigen.

Aus der Analyse der bereinigten Vergangenheitsergebnisse zog die Schlussfolgerung, die Planung weise die notwendige Qualität auf; sie stellt somit für die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes eine geeignete Grundlage dar. Die nach der Bereinigung einer Vielzahl von Einzeleffekten verbleibenden Werte zeigen einen durchschnittlichen Anstieg der Umsatzerlöse in dem Zeitraum von 2011 bis 2013 um 2,3 % p.a. mit unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Geschäftsfeldern. Im Bereich CSP ergibt sich ein kumulierter Erlösrückgang vor allem aus dem Verlust umsatzstarker Verträge mit Fluggesellschaften – vor allem mit der Deutsche Lufthansa AG und United/Continental. Der Verlust der Deutsche Lufthansa AG als Kundin der Inflight Productions Ltd. wirkte sich von 2011 auf 2012 mit einem Umsatzrückgang in Höhe von € 2,5 Mio. aus. Bei United/Continental Airlines zog der Verlust im Jahr 2012 einen Umsatzrückgang in Höhe von € 10 Mio. nach sich. Zudem verlor die Inflight Productions Ltd. samt Tochtergesellschaften Oman Air als Kunden, was anteilig im Geschäftsjahr 2012 und im gesamten Geschäftsjahr 2013 im Vergleich zu 2011 mit Mindereinnahmen von insgesamt € 3,1 Mio. zu Buche schlug. Ohne Akquisition von Tochtergesellschaften und dadurch hinzu gewonnene Umsätze, die im Augenblick der Planungserstellung so nicht vorhersehbar waren, wären die Umsatzzahlen sowohl im Geschäftsjahr 2011 als auch im Ge-



geschäftsjahr 2012 gesunken. Organisches Umsatzwachstum aufgrund von nennenswerten Kundengewinnen ist weder in diesen Jahren noch im Jahr 2013, in dem Kundenverluste nicht durch Akquisitionen ausgeglichen werden konnten, zu verzeichnen gewesen. Dagegen konnte im Geschäftsfeld „Content“ der Umsatz mehr als verdoppelt werden, wobei dies allerdings auch auf Akquisitionen beruhte.

Insgesamt aber kam der Abfindungsprüfer in seinem Bericht zu der Erkenntnis, dass die Entwicklungen der einzelnen Ertrags- und Aufwandspositionen in Saldo zu Plan-Ist-Abweichungen im EBIT in einem Umfang führten, der nach seiner Erfahrung als nicht unüblich einzustufen ist. Der Abfindungsprüfer wies zudem bei seiner Anhörung darauf hin, dass es nach der Bereinigung einen klaren Trend mit stabilen Ergebnissen gegeben habe in Richtung auf eine Verbesserung des Ergebnisses, wobei sich dieser Trend dann auch in der Detailplanungsphase entsprechend den Planannahmen der Gesellschaft fortgesetzt habe.

- (b) Für die Durchführung einer sachgerechten Vergangenheitsanalyse musste keine gesonderte und dezidierte Untersuchung des Marktanteils der Gesellschaft in den Jahren 2011 bis 2013 erfolgen. In seiner ergänzenden Stellungnahme wies der Abfindungsprüfer nämlich darauf hin, dass für den Markt der Bordunterhaltung keine von unabhängigen Marktforschungsinstituten oder Verbänden erhobene Daten zum Marktvolumen oder zu Marktanteilen existierten, sondern dass Angaben diesbezüglich in den Lageberichten auf Schätzungen der Gesellschaft, unabhängiger Berater oder der Fluggesellschaften beruhten. Dies war auch die Basis für die Aussage zu einem Marktanteil der Gesellschaft von jeweils rund 50 % in den Geschäftsjahren 2011 und 2012, während die unterjährige Berichterstattung als



alleinige Informationsgrundlage hierfür keine Aussagen erhielt, wobei es allerdings nach Auskunft des Prüfers keine Anhaltspunkte für eine substantielle Veränderung gegeben habe. Die Akquisition zweier Tochtergesellschaften führte zwar zu einer Überkompensation der Umsatzverluste aus dem vorhandenen Geschäft in den Geschäftsjahren 2011 und 2012, ohne dass dies eine nennenswerte Erhöhung des Marktanteils zur Folge gehabt haben könnte.

- (c) Die Abweichungen zwischen den Hochrechnungen für das Geschäftsjahr 2013 und dem tatsächlich nach Abschluss des Geschäftsjahres ausgewiesenen Ist-Ergebnis führen nicht zur Annahme einer Ungeeignetheit der Planungsstruktur. Die Abweichung zwischen der Hochrechnung und dem tatsächlichen Ergebnis liegt per Saldo bei etwa 1,4 % – dabei handelt es sich um eine Größenordnung, die angesichts der Unwägbarkeiten, die mit einer selbst in die nähere Zukunft gerichteten Prognose begriffsimmanent verbunden sind, hingenommen werden muss. Es kam zudem im vierten Quartal des Geschäftsjahres 2013 teilweise zu erheblichen Umsatzsteigerungen wie beispielsweise mit Qatar Airways, American Airlines und Emirates, die ihre Ursache in der Steigerung von Flugbewegungen hatten. Andererseits gab es auch gegenläufige Entwicklungen mit den Kunden Cathay Pacific/Dragonair, wo es zu einem Umsatzeinbruch kam.
- (d) Die Berücksichtigung des Gewinnens neuer und Verlierens bestehender Kunden ist zur Überzeugung der Kammer bei der bottom up erfolgenden Planung sachgerecht erfolgt. Dabei stellt sich dieser Vorgang als normales Procedere dar. Wenn es konkrete Hinweise auf das Gewinnen eines neuen oder das Verlieren eines bestehenden Kunden gab, wurden die Erlöse wie auch die Aufwendungen der kommenden Geschäftsjahre auf



dieser Erkenntnisgrundlage geplant. Zudem fließen in die Planung aber auch noch nicht identifizierbare Neukunden dergestalt ein, dass in die Planannahmen ein „Puffer“ aufgenommen wird, dem allerdings noch keine konkretisierten Umsatzerlöse gegenüberstanden. Dabei gab es bei den Gesellschaften der Advanced Inflight Alliance AG keinen isolierten Puffer, den man ohne weiteres beziffern könnte, weil die Planung bottom up erfolgte und von den einzelnen Unternehmen bzw. Unternehmensgruppen mit den dort erwarteten Umsätzen ausgegangen wurde. Da die Gesellschaft bzw. deren Tochtergesellschaften einen relativ hohen Anteil an Umsatzerlösen mit vergleichsweise wenigen Kunden erzielt, sind die abgeschlossenen Verträge eine geeignete Grundlage für die Planung, für die es einen Planungshorizont von rund 1 ½ Jahren gibt, nachdem die Laufzeit der Verträge üblicherweise in einer Größenordnung zwischen zwei und drei Jahren liegt. Da die Erwartung auf einem stabilen Fortbestand der Vertragsbasis aufbaut, führt der angenommene Puffer tatsächlich zu zusätzlichem Geschäft.

- (e) Aus der beschleunigten Auflösung der Rückstellungen lässt sich kein Rückschluss auf unzureichende Planansätze ziehen. Der Abfindungsprüfer hat sich mit diesem Sachverhalt eingehend befasst und dargelegt, warum ein größerer Umfang angebracht war. Daraus resultierte neben den anderen genannten Aspekten eine Veränderung der Ist-Zahlen gegenüber den Planannahmen bzw. der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013. Dies wurde dem Abfindungsprüfer auch in den Aktualisierungsgesprächen erläutert, ohne dass sich daraus das Erfordernis einer Plananpassung ergeben hätte. Zum einen fehlt es an Auswirkungen auf die Cash-Situation der Gesellschaft. Zum anderen wirken sich die aus den Veränderungen der Rückstellungen ergebenden Effekte infolge von Phasenverschiebungen allenfalls beim Zinsergebnis marginal aus.



- (f) Die EBIT-Marge im Vergangenheitszeitraum für das Geschäftsfeld „Content“ wurde in dem Bewertungsgutachten von nicht widersprüchlich dargestellt. erläuterte bei seiner Anhörung, dass die Unterschiede auf der Darstellung der konzerninternen Geschäfte beruhen, die in den Rückstellungen auf Seite 57 und Seite 65 des Bewertungsgutachtens einmal berücksichtigt wurden und einmal unberücksichtigt blieben.
- (g) Die angesetzte Dauer der Detailplanungsphase mit drei Jahren von 2014 bis 2016 muss nicht korrigiert werden, auch wenn sie eher am unteren Rand der üblichen Dauer angesetzt ist, die bei drei bis fünf Jahren liegt, wie der Kammer aus einer Vielzahl bei ihr rechtshängig gewordener Spruchverfahren bekannt ist. Die Frage, für welchen Zeitraum eine Unternehmensplanung erstellt wird, stellt sich als eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes dar, die insbesondere auch nicht dem Einfluss des Vertragsprüfers unterliegt und auch vom Gericht nur eingeschränkt überprüft werden kann. Bei der Länge der Detailplanungsphase, die der Vorstand festlegt, ist zu berücksichtigen, dass die Prognosegenauigkeit im Zeitablauf naturgemäß immer weiter abnimmt und folglich mit einer längeren Detailplanungsphase kein Erkenntnisgewinn erwartet werden könnte. Dies gilt hier vor allem auch deshalb, weil die Dauer der vertraglichen Bindungen mit den Fluggesellschaften hier regelmäßig bei maximal drei Jahren liegt. Demgemäß entspricht diese Dauer der Detailplanungsphase durchaus auch dem Geschäftsmodell. Am Ende der Phase I sind demnach wahrscheinlich alle oder wenigstens sehr viele der bestehenden Verträge ausgelaufen. Dann aber besteht eine hohe Prognoseungenauigkeit, ob es zu einer Erneuerung der Verträge mit den Fluggesellschaften kommen wird oder nicht.



Das Jahr 2014 durfte bereits als echtes Planjahr in die Planannahmen einfließen. Im Herbst 2013 wurde endgültig budgetiert und die Hochrechnung als Basis für das Planjahr 2014 erstellt. Im Rahmen der Aktualisierungsprüfung waren dann die beschriebenen Sondereffekte zu berücksichtigen, die in die Hochrechnung noch nicht einfließen konnten. Auch wenn angesichts gültiger Verträge zunächst gut prognostiziert werden kann, bleibt das Jahr 2014 das erste Planjahr, zumal zum Stichtag der Hauptversammlung noch nicht einmal 1/6 des Jahres vergangen war.

- (2) Die Planung der Umsatzerlöse muss angesichts ihrer Plausibilität nicht verändert werden.
 - (a) In der Entwicklung der Umsatzzahlen kann kein Widerspruch zu den Ist-Zahlen des Jahres 2013 gesehen werden. Auch in der Detailplanungsphase geht die Planung von einem Umsatzwachstum aus, das sich lediglich langsamer ausweitet, aber insgesamt nicht unerheblich über der Steigerungsrate der Jahre der Vergangenheitsanalyse mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,3 % liegt. Dabei lässt sich eine zu pessimistische Planung gerade nicht aus dem erwarteten steigenden Passagieraufkommen ableiten. Dieses ist nämlich gerade nicht identisch mit dem Geschäft der Advanced Inflight Alliance AG; vielmehr resultiert der Anstieg der Umsatzerlöse in einem Volumen von durchschnittlich 7,5 % p.a. vor allem aus den Flugbewegungen als Treiber. Das Passagieraufkommen spielt demgegenüber für die Phase I - ebenso wie in der Ewigen Rente - keine zentrale Rolle. Etwas anderes lässt sich in Bezug auf die Plausibilität der Planannahmen auch nicht aus den Prognosen des Deutschen Zentrums für Luft- und Raumfahrt und der internationalen Luftverkehrs-Vereinigung IATA ab-



leiten, nachdem sich die von diesen beiden Institutionen publizierten Zahlen auf Passagiere oder Passagierkilometer beziehen, die für das Geschäftsmodell der Gesellschaft unbeachtlich sind. Wesentlich ist der Trend der Flugbewegungen, der dann aber auch mit einem Anstieg in der Planung abgebildet und berücksichtigt ist. Eine lineare Ableitung der Margen, die die Gesellschaft aus der Anzahl prognostizierter Kilometer erwirtschaften kann, ist nicht zulässig.

Das unterschiedliche Wachstum der Gesellschaft in einzelnen Regionen floss in die Planung ein und wurde dort unter Beachtung des Einflusses auf die Geschäfte der Gesellschaft gerade in den Märkten dargestellt, in denen sie besonders vertreten ist. Dabei wurden bekannte größere Verträge eingepreist, wobei auch budgetiert war, inwieweit ein höheres oder geringeres Wachstum in den jeweiligen Verträgen zu erwarten war. Dabei war auch die Entwicklung in den Schwellenländern nicht in zu geringem Ausmaß in die Planannahmen eingeflossen. Auch hier muss nämlich gesehen werden, dass die Planung sowohl bereits vorhandene als auch künftige Verträge berücksichtigt. Ein höheres Potenzial kann auch diesbezüglich in Übereinstimmung mit den Erläuterungen von nicht angenommen werden.

- (b) Ein höheres Wachstum der Umsätze lässt sich auch nicht aus der Erwägung heraus ableiten, dass die Gesellschaft Marktführer ist und der Durchschnitt des Wachstums bei 6,65 % p.a. bis 2016 liege. Aus der Stellung als Marktführer lässt sich nicht automatisch eine Preissetzungskompetenz ableiten, weil der Gesellschaft mit den Fluggesellschaften starke Verhandlungspartner gegenüberstehen. Dabei muss beachtet werden, dass die Gesellschaft eine begrenzte Zahl von potenziellen Vertragspartnern hat, nachdem der relevante Markt aus insgesamt



etwa 100 Fluggesellschaften besteht. Seitens der Luftfahrtunternehmen kann dann ein erheblicher Druck auf Zulieferer ausgeübt werden, wobei dies gerade dann gilt, wenn diese höhere Margen erzielen als die Luftfahrtgesellschaft. Diese Entwicklung ist der Kammer auch aus anderen Spruchverfahren bekannt, wonach Zulieferer bei den Preisen einem erheblichen Druck ausgesetzt sind, wenn es nur einen begrenzten Markt vor allem auch an starken Abnehmern ihrer Produkte gibt. Mengenwachstum führt deshalb nicht zwingend zu einem Umsatzwachstum in derselben Höhe.

Ebenso wenig kann zur Überzeugung der Kammer davon ausgegangen werden, die Planung berücksichtige zu wenig das Ertragspotenzial der Luftfahrtunternehmen, die sich durch gute Bordunterhaltung Wettbewerbsvorteile verschaffen wollten. Auch wenn Anbieter mit besonders guten Projekten diesen Umstand preissetzungsmäßig theoretisch vermarkten könnten, steht dem die Überlegung entgegen, dass sich die Airlines keine Preise diktieren lassen. Zudem gibt es neben dem Marktführer Advanced Inflight Alliance AG samt Tochtergesellschaften mit Spafax Inc., London einen weiteren großen Wettbewerber und auch weitere kleinere Gesellschaften, die im Wettbewerb zur Gesellschaft stehen. Dies verhindert, dass die Advanced Inflight Alliance AG einen entsprechenden Preisdruck auf die Luftfahrtunternehmen ausüben kann. Auf längere Sicht muss in diesem Zusammenhang der Eintritt weiterer Wettbewerber in den Markt ebenso beachtet werden wie die sich ändernden Inhalte der Bordunterhaltung, die zudem – wie das Beispiel der Deutschen Lufthansa AG zeigt – auch von den Fluglinien selbst erstellt werden und dann nicht mehr teuer hinzugekauft werden müssen.



- (c) Ein zu pessimistischer Ansatz der Umsatzerlöse lässt sich nicht aus dem Ansatz des Markteintritts neuer Wettbewerber ableiten. Regulatorische Anforderungen im Zusammenhang mit Vorgaben zur Gewährleistung der Luftverkehrssicherheit treffen alle Wettbewerber in gleicher Weise. Für den Markteintritt bedarf es keinen hohen Kapitalstocks, weshalb entsprechend den Ausführungen von _____ im Termin vom 30.4.2015 keine hohen Markteintrittsbarrieren angenommen werden können. Folglich konnte die Planung auch den Umstand des Auftretens neuer Wettbewerber berücksichtigen.
- (d) Soweit die Antragsteller zu 49) bis 51) auf die Gewinnung von zwölf neuen Fluglinien im Bereich „Content“ und dem Ausbau bestehender Kundenbeziehungen wie beispielsweise mit Air Singapore und Air China hinweisen und sich zur Untermauerung auf Äußerungen des Chief Executive Officers der _____ am 8.8.2015 stützen, steht dies nicht in Widerspruch zu den Planannahmen der Gesellschaft. Der Abfindungsprüfer hatte nämlich erläutert, dass und wie die Planung der Akquise neuer Kunden in die Umsatzplanung eingeflossen sei. Das Marktwachstum spiegelt sich in den Planzahlen wider; Neukunden wurden – soweit bekannt – konkret und ansonsten pauschal berücksichtigt. Abgesehen davon kann angesichts des maßgeblichen Stichtagsprinzips aus Äußerungen, die knapp 1 ½ Jahre nach dem maßgeblichen Stichtag erfolgten und demgemäß auch neue Entwicklungen berücksichtigten; nicht darauf geschlossen werden, dass die Erkenntnisse zum Stichtag der Hauptversammlung in unzureichender Form bei der Planung berücksichtigt worden seien.

Aus dem Geschäftsbericht der _____ wie er für das Jahr 2014 mit Umsatzerlösen für den Bereich „Content“ angegeben wurde, kann ein Widerspruch zu den



Planzahlen und daraus resultierende mangelnde Plausibilität nicht abgeleitet werden. Hiergegen spricht bereits der Zeitpunkt der Aufstellung des Konzernabschlusses des Mutterkonzerns mehr als ein Jahr nach dem Bewertungsstichtag. Alleine aus einer anderen Entwicklung aus der Sicht ex post kann nicht zwingend auf die fehlende Plausibilität der ex ante aufzustellenden Planung geschlossen werden. Vor allem aber sind in den Konzernabschluss Erlöse eingeflossen, die von anderen Konzerngesellschaften stammen; der Mehrerlös von US-\$ 36,5 Mio. entfällt gerade nicht vollständig auf die zum (Unter-)Konzern der Advanced Inflight Alliance AG gehörenden Gesellschaften. Auch unterscheidet sich die Segmentierung in den Konzernabschlüssen bzw. der hier maßgeblichen Planung der Gesellschaften des Advanced Inflight Alliance-Konzerns von derjenigen im Konzernabschluss der

weshalb wegen der nicht hinreichend gegebenen Vergleichbarkeit ein Rückschluss auf eine fehlerhafte, unplausible Planung als unzulässig angesehen werden muss.

- (e) Die Möglichkeit, in anderen Verkehrsmitteln Bordunterhaltung einzubauen, musste nicht in stärkerem Maße berücksichtigt werden. Der Abfindungsprüfer wies darauf hin, dass damit allenfalls sehr geringe Umsatzerlöse erzielt worden sein können, weil ihm etwas anderes in Erinnerung geblieben wäre. Die Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin wiesen hierzu erläuternd in nachvollziehbarer Weise darauf hin, dass der Vorstand keinerlei Pläne zu einer Ausweitung seines Geschäfts auf andere Verkehrswege als den Luftverkehr hege. Eine derartige Ausweitung hätte umfangreiche technologische Umrüstungen sowie die Konzeption anderer Lizenzverträge mit entsprechendem Aufwand erforderlich gemacht. Wenn aber nach den von den Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin plausibel wiedergegebenen Erläuterungen der Ansätze der Gesellschaft



keinerlei Pläne zur Erweiterung auf andere Verkehrsträger bestanden, können diese nach der Wurzeltheorie auch nicht berücksichtigt werden. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind nämlich entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 24.5.2013; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12, S. 74; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Davon kann aus den genannten Gründen fehlender Erweiterungsabsichten nicht ausgegangen werden.

- (f) Einen Widerspruch zur Gesamtentwicklung in der Luftfahrtbranche vermag die Kammer nicht zu erkennen, auch wenn die Entwicklung der Fluggesellschaften von höher Bedeutung für einen Zulieferer wie die Advanced Inflight Alliance AG ist. Eine lineare Entwicklung der Märkte der Airlines und des Marktes „Inflight Entertainment“ kann allerdings nicht angenommen werden. Dies stünde nämlich nicht in Einklang mit den Besonderheiten des Geschäftsmodells der Advanced Inflight Alliance AG samt ihrer Tochtergesellschaften. Nicht bei jeder Fluglinie und für jedes Flugzeug gibt es ein entsprechendes Angebot und eine entsprechende Ausstattung. Die Konzerngesellschaften der Advanced Inflight Alliance AG konzentrieren sich vor allem auf die Premium-Airlines sowie Mittel- und Langstrecken-



flüge. In der Detailplanungsphase beruhen Wachstumseffekte aber auch auf dem künftigen Einsatz in kleineren Flugzeugen und auf kürzeren Flügen. Allerdings gilt auch hier, dass dem Treiber zunehmender Flugbewegungen der Preisdruck auf die Zulieferer entgegenschlägt, der seine Ursache in einer geringen und vor allem stark schwankenden Profitabilität der Luftverkehrsgesellschaften hat, worauf der Abfindungsprüfer deutlich hingewiesen hat. Die Nachholeffekte bei kleineren Maschinen und kürzeren Flugzeiten spiegeln sich gerade in der sehr positiven Entwicklung der Umsatzzahlen der DTI Software Inc. mit der WISE-Technologie wider, bei der in der Detailplanungsphase mit einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 12,5 % gerechnet wird.

Positive und negative Effekte werden sich im Saldo voraussichtlich so entwickeln wie die Anzahl der Flugbewegungen. Allerdings muss durchaus gesehen werden, dass Produkte zum Teil in geringerem Umfang als bisher angeboten werden. So geht die Tendenz sehr wohl in Richtung auf die Endgeräte der Passagiere, auch wenn dies nicht das Hauptgeschäft der Gesellschaft sein wird, nachdem es nach den Ausführungen des Abfindungsprüfers auch in größeren Maschinen weiterhin bord-eigene Unterhaltungsgeräte geben wird.

- (g) Aus der Presseerklärung von Auctus Capital Partners aus dem Jahr 2011 kann kein Rückschluss auf eine unplausible Planung gezogen werden. Dies zeigt sich bereits daran, dass sie zu einem Zeitpunkt von mehr als zwei Jahren vor dem Stichtag der Hauptversammlung veröffentlicht wurde; andererseits steht sie aber auch nicht in Widerspruch zu den Planannahmen, bei denen gerade keine Verschlechterung eintreten soll.



- (h) Die Kammer hat keinen Anhaltspunkt dafür, die Planung vernachlässige die Folge des Verdrängens von kleineren Wettbewerbern mit der Konsequenz einer unzureichenden Berücksichtigung daraus resultierender Preiserhöhungen. Angesichts der bereits geschilderten fehlenden Preissetzungsmacht auch für einen Marktführer kann nicht davon ausgegangen werden, das Verdrängen von Wettbewerbern werde zu einer Preissetzungsmacht führen. Zudem muss nach den Erläuterungen durch den Abfindungsprüfer im Gegenteil die Gefahr des Eintritts neuer Wettbewerber gesehen werden.
- (i) Soweit es um die Planung der IFE Alliance Licensing GmbH geht, musste eine Offenlegung im Detail nicht erfolgen. Eine Anordnung der Vorlage der entsprechenden Unterlagen durch das Gericht war auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten. Mit einer Übermittlung würden Geschäftsgeheimnisse preisgegeben, weshalb insbesondere auch § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht zu einer Vorlageanordnung verpflichtet. Die Antragsgegnerin hat für die Kammer nachvollziehbar vorgebracht, dass in der Detailplanung Betriebsgeheimnisse und vertrauliche Informationen über die Finanzplanung enthalten sind, was zudem für die Planung der Advanced Inflight Alliance AG insgesamt gilt. Details von Vertragsgestaltungen im Geschäftsbereich „Content“, also dem Handel mit Filmrechten, in dem auch die IFE Alliance Licensing GmbH ihren Beitrag zum Unternehmenserfolg leistet, und strategische Überlegungen zur Finanzplanung lassen Rückschlüsse auf Details der Tätigkeit in einem nicht unerheblichen Geschäftszweig der Gesellschaft zu, wobei dies insbesondere auch für Rückschlüsse auf die Kalkulation der Preise gilt.

Eine Übermittlung dieser Information ausschließlich an die Kammer oder gar nur den Vorsitzenden ist nicht möglich, weil



dieser Vorgehensweise grundlegende rechtsstaatliche Bedenken entgegenstehen. Die Antragsteller haben entsprechend dem in Art. 20 Abs. 3 GG verankerten Rechtsstaatsgrundsatz einen Anspruch darauf, dass nur solche Tatsachen zur Grundlage einer gerichtlichen Entscheidung gemacht werden, zu denen sie sich äußern konnten, ihnen also auch rechtliches Gehör im Sinne des Art. 103 Abs. 1 GG gewährt wurde (vgl. Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 76). Dies wäre dann nicht der Fall, wenn das Gericht Exklusi-
verkenntnisse erlangt, wobei es letztlich keinen Unterschied machen kann, ob diese zugunsten oder zulasten der Antragsteller verwertet würden. Vorliegend muss zudem berücksichtigt werden, dass die Aktionäre in dem Bewertungsgutachten von
wie auch im Prüfungsbericht von eingehende Informationen zu den Grundstrukturen der Planung erhielten; dabei muss insbesondere berücksichtigt werden, dass im Geschäftsbereich „Content“ der Hauptumsatzbringer gerade nicht die IFE Alliance Licensing GmbH, sondern die Entertainment in Motion Inc. ist, und dass die Umsatzerlöse extern und innerbetrieblich zusammengefasst werden konnten, wobei die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate mit 4,2 % ausgewiesen wurde. Die IFE Alliance Licensing GmbH als zentrale Einkaufsgesellschaft kann nur mittelbar zu den Umsatzerlösen und Gewinnmargen beitragen - andererseits können gerade aus Einzelheiten der Einkaufspolitik Rückschlüsse auf die interne Preisgestaltung zulassen. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, nur mit der Kenntnis weiterer Details, die dann aber Rückschlüsse auf die geheim zu haltende Geschäftsstrategie zuließen, könnten die Antragsteller sachgerecht vorgehen und insbesondere hinreichend bestimmte Rügen gegen die Angemessenheit der Planung erheben. In dieser Situation muss das Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung überwiegen. Ein „in-camera-Verfahren“, wie es beispielsweise in § 99



VwGO mit der Vorlage von Unterlagen ausschließlich an ein Gericht vorgesehen ist, kann nur der Gesetzgeber anordnen (vgl. OVG Münster, Urteil vom 1.4.2014, Az. 8 A 654/12), was indes im Fall des § 7 Abs. 7 SpruchG so nicht vorgesehen wurde.

(3) Die Ansätze zur Aufwandsplanung müssen als plausibel bezeichnet werden.

(a) Die Annahmen zur Entwicklung des Personalaufwands bedürfen keiner Korrektur, weil dieser Kostenpunkt plausibel geplant wurde. Der Anstieg der Personalkosten im Bereich CSP, der mit 11,9 % über dem angesetzten Umsatzwachstum liegt, hat seine Ursache nach den Erläuterungen von _____ in entsprechenden Aufschlägen auf die Personalkosten, die in Kanada gemacht wurden, um Mitarbeiter halten zu können, die wesentlich für die weitere Entwicklung der Gesellschaft sind. Um dieses Ziel des Haltens von Mitarbeitern erreichen zu können, sind höhere Gehaltszahlungen ein probates Mittel, auch wenn dadurch absolut ein höherer Personalaufwand entsteht.

Dieser Anstieg des Personalaufwands im Segment CSP lässt keinen Rückschluss auf eine fehlende Plausibilität zu. Auch wenn bei steigenden Umsätzen Effizienzsteigerungen erwartet werden können, darf nicht außer Acht gelassen werden, dass entsprechend den Erläuterungen von _____ im Termin vom 30.4.2015 derartige Effizienzsteigerungen zum Teil wiederum durch die steigenden Löhne und Gehälter kompensiert werden. Zusätzlicher Einsatz von Mitarbeitern unter Effizienzgesichtspunkten ist angesichts unterschiedlicher Qualitätsanforderungen an die Mitarbeiter nicht möglich, weshalb diese nicht ohne weiteres aus anderen Zweigen abgezogen werden



können. Auch muss beachtet werden, dass nicht jedes Geschäftsmodell Skaleneffekte aufweisen kann.

Ein Widerspruch zu dem tatsächlich zu erwartenden Gehaltstrend kann in dem überproportionalen Anstieg nicht gesehen werden, weil innerhalb des Advanced Inflight Alliance-Konzerns nur vergleichsweise wenig Mitarbeiter in Deutschland angestellt sind. Gehaltssteigerungen an den ausländischen Standorten in einer Größenordnung zwischen 4 % und 5 % sind angesichts der dort zu beobachtenden positiveren Wirtschaftsentwicklung nicht ungewöhnlich.

(b) Dem Anstieg des Materialaufwands kann die Plausibilität nicht abgesprochen werden.

(aa) Dabei kann von einer unzureichenden Berücksichtigung von Kostendegressionseffekten nicht ausgegangen werden. Derartige Effekte können beim Konzern der Advanced Inflight Alliance AG nur über den Ansatz von Flat Rates erreicht werden, bei denen unabhängig von der Nutzungsdauer ein fixes Entgelt an die Lizenzgeber entrichtet wird. Der Abfindungsprüfer war sich sicher, dass dies in der Planung enthalten war, während er weitere Kostendegressionseffekte nicht erkennen konnte.

(bb) Ebenso flossen die sich aus der beschleunigten Auflösung von Rückstellungen ergebenden Effekte in die Berechnung der Gesellschaft ein, wobei im Rahmen der Aktualisierung zum Stichtag der Hauptversammlung die Auswirkungen der weiteren vorgenommenen Änderungen ebenfalls analysiert wurde, wie der Abfindungsprüfer in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 2.6.2015 eingehend dargestellt hat. Dabei geht es in erster Linie um die Rück-



stellungen für Lieferantenrechnungen in den Unternehmen der IFP Production Ltd. Gruppe. Diese buchen parallel zur Erfassung der zugehörigen Umsatzerlöse die selbst entsprechend der Verträge errechneten Aufwendungen für Lizenzgebühren, im Wesentlichen gegenüber der Filmindustrie. In der Vergangenheit erfolgten die Buchungen weitgehend manuell; nach Ablauf von sechs Jahren wurden die verbleibenden, im Konzernabschluss unter den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen ausgewiesenen Rückstellungen als Ertrag gegen den Materialaufwand aufgelöst. Demgemäß wurden in den Geschäftsjahren von 2008 bis 2012 Rückstellungen in Höhe von jährlich GBP 303.000,– bis GBP 862.000,– aufwandsmindernd aufgelöst. Mit Hilfe eines Wirtschaftsprüfers nahm die Unternehmensleitung im Jahr 2013 aufgrund verbesserter Datenqualität eine detailliertere Analyse des Zustands der Rückstellungen und der Verbrauchsablaufmuster vor, die zu der Erkenntnis zu hoch angesetzter Rückstellungen führte. Daraus resultierte die sachlich gebotene Änderung der Methodik, wonach künftig alle noch nicht verbrauchten Rückstellungen, bei denen die Leistung mehr als zwei Jahre zurückliegt, im dritten Jahr vollständig aufzulösen war. Zudem wurden die Rückstellungen aus den beiden letzten Geschäftsjahren, die noch nach der bisherigen Methodik gebildet worden waren, um 20 % vermindert. Darauf aufbauend ergab sich in der Hochrechnung für das Jahr 2013 eine zusätzliche, also beschleunigte Auflösung von Rückstellungen in einem Umfang von umgerechnet € 2,342 Mio.; für die Planjahre 2014 bis 2016 resultierte daraus eine weitere Auflösung von Rückstellungen in Höhe von € 1,102 Mio., € 952.000,– sowie von € 1,17 Mio., die in der Planungsrechnung



ebenso wie im Rahmen der Aktualisierungsprüfung berücksichtigt wurden.

Danach zeigt sich, dass der Materialaufwand absolut niedriger liegt als ohne die beschleunigte Auflösung der Rückstellungen und dementsprechend die Materialaufwandsquote entsprechend niedriger ausfällt. In der ergänzenden Stellungnahme verwies der Abfindungsprüfer auch auf die von den Bewertungsgutachtern vorgenommenen Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse, indem sie die Materialaufwandsquote des Geschäftsjahres 2013 um die beschleunigte Auflösung von Rückstellungen bereinigten, um auf diese Art und Weise eine Vergleichbarkeit herzustellen. Dabei zeigte sich ein Bruch zwischen dem Geschäftsjahr 2012 mit einer Materialaufwandsquote von noch 61,6 % und der Hochrechnung für das Jahr 2013 mit einer unbereinigten Materialaufwandsquote von 57 %. Aber auch die auf bereinigter Basis sich ergebende Quote liegt für das Hochrechnungsjahr 2013 mit 58,8 % noch deutlich unter der der Vorjahre. Dies ist auf operative Verbesserungen zurückzuführen, wobei die Materialaufwandsquote in den Jahren der Detailplanungsphase rückläufig geplant wurde. Aufgrund des Vorzieheffekts erfolgte dies auf höherem Niveau – allerdings mit einem nur als geringfügig zu bezeichnenden Barwerteffekt.

- (c) Eine Bereinigung der Kosten um die für den Squeeze out angefallenen Aufwendungen war nicht geboten, weil diese von der Antragsgegnerin getragen wurden und folglich auch nicht in der Planungsrechnung enthalten gewesen sein können.
- (d) Die Annahmen zu den steigend geplanten sonstigen betrieblichen Aufwendungen müssen nicht angepasst werden, weil die-



se Ansätze plausibel sind. Sie entwickeln sich in etwa gleichlaufend mit den Umsatzerlösen. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bleibt stabil bei ca. 3,5 % und liegt insgesamt unter den Werten des Vergangenheitszeitraums, in der sie bei 4,4 %, 3,6 % bzw. 3,9 % lag. Dies zeigt dann aber auch, dass Kostendegressionseffekte berücksichtigt worden sein müssen. Insgesamt kann bei den im Rahmen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfassten Aufwendungen für Werbemaßnahmen nicht vernachlässigt werden, dass selbst zum Halten von Marktanteilen erhebliche Aufwendungen erbracht werden müssen.

- (e) Sachgerecht erfolgte die Verkürzung der Abschreibungsdauer bei der DTI Software Inc. von zehn auf fünf Jahre angesichts einer nachvollziehbaren Neueinschätzung der Nutzungsdauer. Die durchschnittliche Abschreibungsdauer der im Unternehmen genutzten Vermögensgegenstände hat sich nach den Erkenntnissen des Abfindungsprüfers im Vergleich zur ursprünglich zugrunde gelegten Nutzungsdauer verringert. Gerade beim Einsatz von Apps bei der DTI Software Inc. muss angesichts der technologischen Entwicklung eine Nutzungsdauer von fünf Jahren auch nach Einschätzung der Kammer als sehr viel realistischer angesehen werden, als die ursprünglich angenommene Spanne von zehn Jahren.
- (f) Kein Korrekturbedarf besteht beim Zinsaufwand, der ungeachtet der aktuellen und bereits zum Zeitpunkt der Hauptversammlung zu beobachtenden Niedrigzinsphase nicht zu hoch geplant wurde. Der Zinsaufwand wurde nämlich aus den bestehenden Darlehensverträgen abgeleitet, bei denen zum Stichtag 31.12.2013 entsprechend der Hochrechnung ein durchschnittlicher Sollzinssatz von 4,7 % angesetzt wurde. Im Terminal Value erfolgte die Ermittlung des Zinsaufwands aus der fortgeführ-



ten Planung der finanziellen Verbindlichkeiten bei einem konstanten durchschnittlichen Zinssatz, der aufbauend auf den bestehenden Verträgen mit 4,7 % angesetzt wurde. Bei einem Basiszinssatz von 2,75 % bzw. exakt 2,70 % kann ein Spread von 200 Basispunkten auch nicht als außergewöhnlich hoch bezeichnet werden. Aus den durchschnittlichen Beständen der sich aus der Finanzbedarfsberechnung ergebenden zinstragenden Verbindlichkeiten für die Jahre der Detailplanungsphase mit Jahresdurchschnittswerten von € 6,541 Mio., € 7,903 Mio. und € 9,048 Mio. wurde dann ein Zinsaufwand für diesen Zeitraum in Höhe von € 309.000,--, € 373.000,-- und € 427.000,-- abgeleitet.

Das Auslaufen eines höher verzinslichen Darlehens in der Detailplanungsphase hat keinen Einfluss auf den gesamten Zinsaufwand, weil berücksichtigt werden muss, dass die erneute Aufnahme vergleichbarer risikobehafteter Mittel nur zu ebenfalls höheren Zinssätzen erfolgen bzw. die Ablösung der niedrig verzinslichen Verbindlichkeiten bei Entfallen der rangniedrigeren Verbindlichkeiten nur zu einem höheren Zinssatz erfolgen kann.

Im Terminal Value wurde entsprechend der allgemeinen Wachstumsrate für das Referenzjahr 2017 ein Durchschnittsbestand von € 9,769 Mio. und ein Zinsaufwand von € 461.000,-- zugrunde gelegt.

- (4) Die Wechselkursannahmen bedürfen keiner Korrektur, wie der Abfindungsprüfer vor allem in seiner ergänzenden Stellungnahme erläutert hat. Ein Korrekturbedarf lässt sich namentlich nicht aus der Erwägung heraus ableiten, der Euro habe zum Stichtag der Hauptversammlung seine Schwäche im Verhältnis zum US-Dollar bereits überwunden. Die Aktualisierung der Wechselkurse macht keine Plananpassung erforderlich. Die vier wichtigsten Fremdwährungen machen am Konzernumsatz fast 97 % aus – gemessen am Anteil der



Umsatzerlöse der jeweils in ihrer Heimatwährung berechneten Einheit an dem in Euro umgerechneten Konzernumsatz. Die Aktualisierung der in ihrer jeweiligen Heimatwährung berichtenden Gesellschaften führt zu einem zum Stichtag lediglich rund 0,5 % höheren Umsatz im Vergleich zu einer Verwendung der Wechselkurse zum 31.8.2013. Diese Abweichung ist indes so marginal, dass daraus kein Rückschluss auf die fehlende Plausibilität der Planannahmen gemacht werden kann, wie sie dann letztlich der Planung zugrunde gelegt wurden. Zudem müssen auch die zugehörigen Aufwendungen der berichtenden Gesellschaften in Euro, weshalb insgesamt der Ergebniseffekt tatsächlich vernachlässigt werden kann.

- (5) Synergien mussten nicht berücksichtigt werden. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand-alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen.

erläuterte im Termin vom 30.4.2015, keinerlei Anhaltspunkte für das Vorliegen unechter Synergien gefunden zu haben. Dies begründete er für die Kammer überzeugend aus der Überlegung heraus, dass die übrigen Konzerngesellschaften ein anderes Geschäft betrieben und die Advanced Inflight Alliance AG für die Konzernobergesellschaft während des Aufbaus von Verwaltungsstrukturen diese Funktion übernommen hat und die Kosten dann weiter berechnet hat. Wäre eine gemein-



same Verwaltung von vornherein effizienter gewesen, wäre dies so nicht aufgebaut worden.

Soweit es einen Leistungsaustausch zwischen dem
und dem Konzern der Advanced Inflight Alliance AG gab, geschah dies zu marktüblichen Konditionen, was der Abschlussprüfer entsprechend bestätigt hat. Diese Erkenntnis kann vom Abfindungsprüfer im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme zugrunde gelegt werden. Es gibt keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, dass der testierte Abschluss zum 31.12.2012 unzutreffend gewesen sein könnte, weshalb der Abfindungsprüfer darauf aufbauen konnten und durften (vgl. hierzu auch OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az.: 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09).

Die Aussagen im Verlauf einer Investorenkonferenz im November 2012 seitens Verantwortlicher der
sowie die Bekanntgabe der Halbjahreszahlen 2015 mit dem Hinweis, das Wachstum im Geschäftsbereich „Content“ beruhe auf der erfolgreichen Realisierung von Synergien aus früheren Ankäufen rechtfertigt keine andere Beurteilung. Bereits wegen des Stichtagsprinzips verbieten sich zwingende Rückschlüsse auf die Annahme einer fehlerhaften Planung. Die Investorenkonferenz fand etwa 15 Monate vor dem Bewertungsstichtag statt, während die Bekanntgabe der Halbjahreszahlen 2015 rund 18 Monate nach dem Stichtag erfolgt. Prognosen und Planannahmen können sich im Laufe der Zeit verändern und müssen an veränderte Umstände angepasst werden, weshalb die Erkenntnisse der Prüfer zum Fehlen unechter Synergien auf einem sehr viel aktuelleren Planungsstand beruhten als die Aussagen auf der Investorenkonferenz vom November 2012. Der Halbjahresbericht reflektiert zwar die erfolgreiche Realisierung von Synergien. Dabei wird indes nicht ansatzweise deutlich, dass es sich um unechte Synergien gehandelt hat, die alleine angesichts des Stand alone-Grundsatzes in die Planung der Advanced Inflight Alliance AG ein-



fließen dürfen. Gerade die Erfahrung macht deutlich, dass derartige Synergien vielfach erst nach der Strukturmaßnahme realisiert werden und zum Zeitpunkt der Hauptversammlung gerade noch nicht in der Wurzel angelegt waren. Auf Hoffnungen einer möglichen Realisierung lässt sich eine Berücksichtigung nicht rechtfertigen, selbst wenn sie sich nach dem Stichtag realisiert haben sollten, weil sie zum Ertragskraft der Stand alone zu bewertenden Gesellschaft nichts beitragen.

- (6) Die Ansätze im Terminal Value bedürfen keiner Korrektur, wobei dies namentlich auch für die zugrunde gelegten Margen gilt.
- (a) Die Ausgangsannahmen für die Ableitung der Ewigen Rente erfolgten sachgerecht. Dabei konnte ein eingeschwungener Zustand dadurch erreicht werden, dass die Marge im Vergleich zur Detailplanungsphase leicht reduziert wird. Ein derartiger Gleichgewichtszustand liegt dann vor, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 97).

Dabei musste nicht zwingend auf den Margenannahmen des letzten Jahres der Detailplanungsphase aufgebaut werden; vielmehr konnte das EBITDA normalisiert werden. Die Detail-



planungsphase, in der EBITDA-Margen von 15,7 %, 15,8 % und 16,5 % erwarten wurden, zeichnet sich im Vergleich zu den Jahren der Vergangenheitsanalyse durch ein deutlich stärkeres Wachstum aus als im Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2013 bereinigt erzielt werden konnte; in diesen drei Jahren lag die bereinigte EBITDA-Marge bei 11,8 %, 11,6 % und 13,7 %. Nachhaltig können die hohen Margen der Phase I nicht herangezogen werden. Das Bewertungsgutachten von dessen Richtigkeit diesbezüglich im Rahmen seiner Anhörung ausdrücklich bestätigt hat, verweist auf die Marktführerschaft mit über 50 % Anteil am Markt des Inflight Entertainment, woraus langfristig ein nur mehr geringes Umsatzwachstum erwartet werden kann. Der Margendruck der Fluggesellschaften, dem diese unterliegen, wird an Lieferanten wie die Advanced Inflight Alliance AG samt deren Tochtergesellschaften weitergegeben. Deshalb ist im klassischen Kerngeschäft des Konzerns mit einem weiteren Preisrückgang zu rechnen, der nur über ein – nicht unbegrenzt mögliches – Mengenwachstum ausgeglichen werden kann. Nicht zu vernachlässigen ist weiterhin, dass infolge neuer Technologien und dem bereits zu beobachtenden Trend zur Nutzung eigener Endgeräte ein Rückgang des von den Filmgesellschaften bezogenen Bordunterhaltungsprogramms zu erwarten ist. Bei dem nachhaltigen EBITDA musste berücksichtigt werden, dass die Margen der Planung im Geschäftsfeld CSP in Relation zu den Vergangenheitswerten zutreffenderweise als ambitioniert einzustufen waren. Die Ursache für diese Ansätze liegen in einer deutlichen Verbesserung von Lizenzierungsmöglichkeiten sowie den Annahmen zur Umsatz- und Margenentwicklung der neuen Technologie, deren erstmaliger Einsatz im ersten Planjahr 2014 angestrebt ist. Aktuell kann die Gesellschaft höhere Margen vor allem im Bereich „Spiele“ erzielen, weil sie dort mit über 90 % Marktanteil praktisch über eine Monopolstellung verfügt. Weit überdurchschnitt-



liche EBITDA-Margen im Detailplanungszeitraum sollen unter Einsatz neuer Technologien von der DTI-Gruppe erwirtschaftet werden, durch die Spiele im Rahmen der Unterhaltung an Bord durch Spiele auf eigenen Endgeräten der Fluggäste ersetzt werden können. Allerdings kann dies nicht nachhaltig zugrunde gelegt werden, nachdem erwartet wird, dass der DTI-Gruppe in wenigen Jahren einer größeren Konkurrenz durch neue Technologien ausgesetzt sein wird, durch die vorhandene Eintrittsbarrieren für Wettbewerber deutlich reduziert werden, weshalb sich die DTI-Gruppe stärker in Richtung auf ein Softwareunternehmen hin entwickeln wird. Demgemäß verwies der Prüfungsbericht auch auf die in der Softwarebranche durchschnittlich zu erzielenden EBITDA-Margen. Folglich wurde eine durchschnittliche nachhaltig erzielbare EBITDA-Marge für die DTI-Gruppe von 38,5 % berechnet – ein Wert, der höher liegt als die von dieser Gruppe in der Vergangenheit erzielte Marge. Hinsichtlich der für den Ansatz im Terminal Value entscheidenden Gesamtmenge des Konzerns muss gesehen werden, dass die Gesellschaften der DTI-Gruppe 19,8 % der Umsatzerlöse lieferten – bei einem Anteil von etwa 1/5 kann daraus nicht geschlossen werden, angesichts der Höhe der EBITDA-Marge für die Gesellschaften der DTI-Gruppe müsse die EBITDA-Marge des Advanced Inflight Alliance-Konzerns höher liegen als in dem Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angesetzt.

- (b) Bei der nachhaltigen Marge muss auch gesehen werden, dass aus dem Bestehen exklusiver Lizenzbindungen kein Rückschluss auf zu niedrig angesetzte Margen im Terminal Value gezogen werden kann. Die Marktstellung aus bestehenden Lizenzen ist angesichts einer Laufzeit von regelmäßig bis zu drei Jahren auch nur für diesen Zeitraum gesichert; der durchschnittliche Zeitraum der Bindung ist sogar geringer. Nach Auslaufen der Lizenzverträge werden sie mit den Airlines neu aus-



geschrieben, weshalb auch Wettbewerber die Chance erhalten, anstelle der Advanced Inflight Alliance AG bzw. deren Tochtergesellschaften Verträge abzuschließen. Dabei kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass der herkömmliche Markt für Bordunterhaltung ein reiferer Markt ist als der für neue Technologien, bei dem die Markteintrittsbarrieren geringer sind und vor allem auch Softwareunternehmen bessere Produkte schaffen können. Demgemäß besteht die realistische Gefahr des Markteintritts von Wettbewerbern auch aus anderen Industriezweigen. Während in der Detailplanungsphase die Effekte auf das Umsatz- und Ergebnisniveau durch WISE und Airside hinreichend berücksichtigt wurden, ist es im Terminal Value nicht möglich, das Niveau des letzten Jahres der Detailplanungsphase nachhaltig aufrechtzuerhalten. Zudem ist es nachvollziehbar, wenn erhebliche Aufwendungen für Forschung und Entwicklung erforderlich sein werden, um bestehende Vorteile halten zu können. Die Aufwendungen, die in der jüngeren Vergangenheit für Forschung & Entwicklung entstanden und die in Phase I für diesen Bereich angesetzt wurden, sind von ihrem Umfang her nicht geeignet, nachhaltige Überrenditen zu erwirtschaften. Sie müssen fortgesetzt werden und mindern langfristig die erzielbaren Margen. Daraus lässt sich indes nicht herleiten, dass aus dem höheren Aufwand und der Fortschreibung bei WISE über den Planungszeitraum hinaus höhere Wachstumsraten abzuleiten seien. Zwar liegt dem Einsatz ein langfristiger Trend zugrunde. Die Tochtergesellschaft DTI Software Inc. entwickelte eine Softwarelösung, wie man ohne bordeigenes Endgerät Bordentertainment auf von den Passagieren mitgebrachten Geräten betreiben können, was mittel- und langfristig die einzige Möglichkeit der Bordunterhaltung bedeuten wird. Diese Technologie führt allerdings nur für einen begrenzten Zeitraum zu einem Zusatzwachstum; mittel- und langfristig muss sie aber als Ersatz für bestehende Angebote angesehen werden, weshalb



der Ansatz einer niedrigeren EBITDA-Marge gerechtfertigt ist. ES stellt also gerade nicht nachhaltig ein dauerhaftes Plus dar, sondern substituier vorhandenes Geschäft.

Angesichts dessen wurde für die DTI Software Inc. über einen längerfristigen Zeitraum modelliert, wie die Umsatzerlöse des konventionellen Kerngeschäfts abschmelzen und die Erlöse aus neueren Technologien anwachsen werden. Die Marge des konventionellen, alten Kerngeschäfts hat eine höhere Marge, die aber in einem ersten Schritt ebenso sinken wird wie diejenige für die neue Technologie. Daraus ergibt sich in der Summe dann aber eine sukzessive Reduzierung der Marge bei der DTI Software Inc., wobei diese Reduktion über einen Zeitraum von 15 Jahren hinweg erfolgen wird. Zur Bestimmung der Zielmarge wurden dann die von Unternehmen aus der Software-, Multimedia- und Unterhaltungsbranche erzielten Margen herangezogen. Das Absinken der Marge bei der DTI Software Inc. hat dann naturgemäß auch eine niedrigere Marge im Gesamtkonzern der Advanced Inflight Alliance AG zur Folge, nachdem die DTI Software Inc. mit einer ambitionierten Margenplanung für die neue Technologie über der Marge des Gesamtkonzerns lag. Die genaue Entwicklung der Auswirkungen der Umstellung vor allem auf die neue Technologie entsprechend der Kalkulation und den Annahmen der Gesellschaft hat der Abfindungsprüfer – aufbauend auf den dem Gericht überlassenen Unterlagen – in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 19.10.2015 als Anlage 2 nachgereicht.

Zudem beruht das Absinken der Marge im Terminal Value im Vergleich zum letzten Planjahr aus der Reduktion der Marge bei der IFP-Gruppe, nachdem im letzten Planjahr noch die Auflösung von Rückstellungen enthalten war – dieser Effekt konnte nachhaltig nicht mehr angesetzt werden.



Der Vergleich mit den von der Gesellschaft in der Vergangenheit erzielten EBITDA-Margen, die zwar von 16,5 % auf 13 % sinken wird, liegt indes immer noch deutlich über den Werten der Vergangenheit, als die EBITDA-Marge unbereinigt bei 8,6 % bzw. 11,2 % und nur in der Hochrechnung für 2013 mit 16,3 % über dem Wert der Ewigen Rente lag; der Durchschnitt dieser drei Jahre liegt bei rund 12 %.

- (c) Dem Ansatz für die Margen in der Ewigen Rente kann nicht die Entwicklung der Nettogewinne für alle Luftverkehrsunternehmen von € 12,9 Mrd. auf € 19,7 Mrd. in 2014 entsprechend den Erkenntnissen der IATA entgegengehalten werden. Die Luftverkehrsbranche weist einen wellenförmigen Zyklus auf, weshalb der soeben beschriebene Anstieg nicht perpetuiert werden kann. Die Tendenz geht nach Auskunft von _____ eher in die Richtung, dass in dieser Branche über die Jahre hinweg eher Geld verloren geht. Gerade deshalb wird von der Luftverkehrsindustrie erheblicher Druck auf die Zulieferunternehmen ausgeübt.
- (d) Die Ansätze einer sinkenden Marge durch den Einsatz der WI-SE-Technologie steht nicht in Widerspruch zu den Planannahmen in der Detailplanungsphase, die durch den Einsatz dieser Technologie getrieben waren. Zum einen muss bereits gesehen werden, dass für die Phase I eine konkrete Planung der Gesellschaft vorlag und das neue Geschäft für einen bestimmten Zeitraum auch zusätzliche Umsatzerlöse nach sich ziehen und zu höheren Margen führen soll. Dabei weist auch die DTI Software Inc. mit einem Marktanteil von 90 % und einer faktischen Alleinstellung eine höhere Marge auf, weshalb angesichts des Wachstums in allen Bereichen auch das Ergebnis in Phase I stärker steigen muss. Langfristig muss es indes in Übereinstimmung mit den Einschätzungen des Abfindungsprüfers als



unwahrscheinlich angesehen werden, dass die DTI Software Inc. diese Marktposition wird halten können. Zudem muss bei der Entwicklung der Margen berücksichtigt werden, dass es eine – auch in anderen Spruchverfahren angesprochene und daher dem Gericht gut bekannte – Entwicklung gibt, wonach Zulieferunternehmen, die bessere Margen erzielen als der Endproduzent, mit der Entwicklung ihrer Margen unter Druck geraten, weil der Abnehmer und Endproduzent nicht bereit ist zu akzeptieren, dass in der Zulieferkette jedenfalls deutlich bessere Margen erwirtschaftet werden, weshalb erheblicher Druck auf die Preispolitik der Zulieferer ausgeübt wird.

Eine doppelte Berücksichtigung von Risiken ist mit diesen Ansätzen in der Detailplanungsphase wie auch im Terminal Value nicht verbunden. Die Planung geht, worauf angesichts der Zahlen hingewiesen hat, sehr viel eher von einem best case- als von einem worst case-Szenario aus. Sie ist gekennzeichnet durch Chancen und Risiken der Gesellschaft sowie durch die Stärken in ihrem Marktumfeld. Das Risiko der Verfehlung von Planannahmen spiegelt sich dagegen im Risikozuschlag wider und ist daher im Nenner des Bewertungskalküls anzusetzen.

- (e) Nicht zu beanstanden ist der fehlende Ansatz des Materialaufwands in der Ewigen Rente. Dieser kann begriffsnotwendig nicht geplant werden, weil für den Zeitraum ab 2017 ff. eine Planung der Gesellschaft gerade nicht mehr vorlag. Demgemäß musste entsprechend den obigen Ausführungen die EBITA-Marge für diesen Zeitraum prognostiziert werden, die aus den soeben angeführten Gründen sachgerecht ermittelt wurde.
- (7) Hinsichtlich der Annahmen zur Thesaurierung bzw. zur Ausschüttung der Jahresüberschüsse kann eine Änderung der hierzu in der Bewertung getroffenen Überlegungen nicht vorgenommen werden. Dies gilt



sowohl hinsichtlich der Detailplanungsphase als auch der Ewigen Rente.

- (a) Die Ansätze zur Thesaurierung und Ausschüttung der Jahresüberschüsse im Verlaufe der Detailplanungsphase entspricht dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und kann daher nicht in Frage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12).

Soweit namentlich der Antragsteller zu 62) geltend macht, in Phase I seien in den Jahren 2013 und 2014 keine Ausschüttungen in die Planung eingeflossen; beruhen diese Überlegungen offensichtlich auf einem – wenn auch nachvollziehbaren – Versehen bei der Abfassung seines Schriftsatzes, was auch für den Hinweis auf eine angekündigte Sonderausschüttung in Höhe von € 7,50 je Aktie für Ende April 2014 gilt. Die Planung für das Jahr 2014 ging ausweislich der Feststellungen im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht von einer Ausschüttung in Höhe von € 2,503 Mio. aus. Das Jahr 2013 ist zum einen kein Planjahr, weil es zum Stichtag der Hauptversammlung bereits beendet war; zum anderen war auch in der Hochrechnung für das Jahr 2013 eine Ausschüttung in Höhe von 15 % des Jahresüberschusses angesetzt gewesen. Die Presseerklärung vom 24.2.2014, auf die sich der Antragsteller bezüglich der Sonderausschüttung beruft, stammt offensichtlich nicht von der Advanced Inflight Alliance AG, sondern – worauf auch die Antragsgegnerin in ihrer Erwiderung unwidersprochen hingewiesen hat – von einer anderen Gesellschaft.



- (b) Die in der Phase der Ewigen Rente angenommene Ausschüttungsquote von 50 % bedarf keiner Korrektur. Sie liegt innerhalb der Bandbreite der ermittelten Thesaurierungsquoten von anderen Unternehmen. Da für den Terminal Value eine konkrete Unternehmensplanung gerade nicht mehr vorliegt, ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13). Die durchschnittliche Ausschüttungsquote bei den Aktiengesellschaften liegt zwischen 40 und 60 %. Die vorliegend vorgesehene Ausschüttungsquote von 50 % liegt innerhalb der Bandbreite, wie sie aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtsbekannt angenommen wird.

Ein Abstellen auf den Durchschnitt der 30 in den DAX aufgenommenen Gesellschaften ist nicht angezeigt. Zum einen ist das Ausschüttungsverhalten dieser Unternehmen in den Jahren ab 2004 sehr schwankend und deckt vor allem nicht den Gesamtmarkt ab. Zum anderen gehörte die Advanced Inflight Alliance AG nie zu den im DAX 30 verzeichneten Unternehmen. Eine andere Ausschüttungsquote rechtfertigt sich auch nicht aus einem Vergleich mit den in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen. Deren Ausschüttungsquoten bewegten sich entsprechend den Ausführungen im Prüfungsbericht zwischen Werten von knapp unter 10 % bis teilweise über 100 % mit einem arithmetischen Mittel von 34 %. Angesichts dieser Uneinheitlichkeit kann nicht auf die Vergleichsunternehmen abgestellt werden.



- (c) Die Steuerbelastung thesaurierter Gewinne in Höhe von 13,1875 % - mithin des hälftigen Abgeltungssteuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag – muss nicht korrigiert werden.

Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, S. 131; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O



18685/11, S. 39 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 40 f.; ; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich.

Angesichts dieser Überlegungen ergeben sich folgende Nettoausschüttungen:

AIA Konzern	2014	2015	2016	ab 2017
	T€	T€	T€	T€
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	16.914	18.095	20.652	15.884
Zinsertrag	12	12	16	26
Zinsaufwand	-309	-373	-427	-461
Ergebnis vor Steuern (EBT)	16.617	17.734	20.240	15.449
Unternehmenssteuern	-4.103	-5.184	-5.855	-4.617
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	12.514	12.550	14.385	10.832
Thesaurierung	-10.011	-9.413	-10.070	-5.416
Ausschüttung	2.503	3.138	4.316	5.416
Persönliche Ertragsteuern	-660	-828	-1.138	-1.428
Ausschüttung nach persönlichen Ertragsteuern	1.843	2.310	3.177	3.988
Fiktive Hinzurechnung von Thesaurierung	10.011	9.413	10.070	5.416
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Hinzurechnung	-1.320	-1.241	-1.328	-714
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung nach pers. Ertragsteuern	8.691	8.171	8.742	4.702
Veränderung "Net Debt" zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote				



zu diskontierende Nettoausschüttung

10.534

10.481

11.919

8.787

- b. Der Wert der Ausschüttungen muss nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Tag der Hauptversammlung abgezinst werden. Mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes, der vorliegend im Risikozuschlag einer Korrektur nach unten bedarf, soll eine Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlage-möglichkeiten hergestellt werden.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. 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. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

- (1) Der Basiszinssatz war unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 2,75 % vor Steuern und demgemäß 2,02 % nach Steuern festzusetzen.

- (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes an-



hand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kredit- ausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesell-



schaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Während der Prüfung ergab sich für einen derartigen Zeitraum ein Basiszinssatz von 2,76 % vor Steuern entsprechend den Angaben im Prüfungsbericht; die Antragsgegnerin verwies in ihrer Erwiderung auf den maßgeblichen stichtagsbezogenen Basiszinssatz von 2,69 %, der dann auf den der Unternehmenswertung zugrunde gelegten Wert von 2,75 % aufgerundet werden konnte. Gegen diese Rundung können grundlegende Bedenken nicht angebracht werden. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene (Auf-)Rundung auf 2,75 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14). Da in die Unternehmensbewertung zudem nur der Nachsteuerwert einfließen kann, reduziert sich der Unterschied auf etwa 0,03 Prozentpunkte – bei einer derart geringen Differenz sind die Auswirkungen auf den Ertragswert als marginal zu bezeichnen.

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist



die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

- (c) Ebenso wenig ist es geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen. Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Be-



wertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

Aus demselben Grund muss auch nicht auf die durchschnittliche Laufzeit der Finanzierungskredite der Advanced Inflight Alliance AG von zwei bis vier Jahren abgestellt werden.

- (d) Diesem Ansatz lässt sich nicht entgegenhalten, aus den Beispielen der PIIGS-Staaten ergebe sich die konkrete Gefahr einer Insolvenz auch der öffentlichen Hand. Auch hier gilt es zum einen zu berücksichtigen, dass es sich bei Anleihen der Bundesrepublik Deutschland um hinreichend (quasi-)sichere Papiere handelt. Zum anderen muss aber vor allem gesehen werden, dass infolge der Neuregelungen im Grundgesetz, die auch als „Schuldenbremse“ bezeichnet werden, die Gefahr eines Staatsbankrotts der Bundesrepublik Deutschland als in höchstem Maße unwahrscheinlich bezeichnet werden muss und folglich vernachlässigt werden kann.
- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und vorliegend nach Steuern auf 5,2 % im Jahr 2014, 5,3 % im Jahr 2015, 5,35 % im Jahr 2016 sowie auf 5,4 % in der Ewigen Rente festgesetzt werden muss.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch



die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

(a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.

(aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere.



re. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

- (bb) Die Kammer vermag der vielfach vertretenen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungs-



zeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Akti-



enaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).

- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die



Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).

(b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlags ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.

(aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen.

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten



oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; auch Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 72 f.).

Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise



begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher



Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.

Für den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern im Anwendungsbereich des (Tax-)CAPM sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die zurückgegriffen werden kann. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2014, 453, 455 = Der Konzern 2014, 172, 174 = NJW-RR 2014, 473, 474 f.; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund



gedrängt. Die Kammer erachtet den Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe, als jedenfalls nicht weniger gut geeignet, um die Marktrisikoprämie festzulegen.

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 %, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.).

- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM herangezogenen Beta-Faktors konnte aus einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmenseigene Beta der Advanced Inflight Alliance AG nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Die fehlende Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors der Gesellschaft beruht auf nachstehenden Erwägungen:

Der Abfindungsprüfer verwies in seinem Prüfungsbericht auf den originären Beta-Faktor der Gesellschaft von 1,7 bei einem fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen. Dieser Ansatz, der ohnehin zu einem deutlich niedrigeren Unternehmenswert führen würde, ist aber



nicht geeignet, das unternehmensindividuelle Risiko zum Stichtag der Hauptversammlung abzuleiten, weil es in diesem Zeitraum zu erheblichen Veränderungen im Geschäftsmodell der Gesellschaft kam. Der von Herrn Wagner ermittelte originäre Beta-Faktor für einen Zwei-Jahres-Zeitraum mit monatlichen Renditeintervallen betrug minus 0,1. Ein negativer Beta-Faktor in einer sehr volatilen und auch konjunkturabhängigen Branche ist nicht nachvollziehbar, weil dies bedeuten würde, dass das Risiko eines Investments in eine Aktie dieser Gesellschaft einem geringeren Risiko unterliegen würde als in eine (quasi-)sichere Staatsanleihe. Dies widerspricht den tatsächlichen Gegebenheiten (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8.7.2011, Az. 20 W 14/08- zit. nach Juris).

Entscheidend gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors spricht aber die mangelnde Liquidität der Aktien der Advanced Inflight Alliance AG. Zum einen war das Handelsvolumen in Stück innerhalb des Zeitraums von Juli 2008 bis Juli 2013 nur wenige Male auffällig hoch. Vor allem aber zeigt sich die geringe Liquidität der Aktie an dem Bid-Ask-Spread, der über einen Zeitraum vom 31.7.2008 bis zum 30.06.2013 bei 2,14 % sowie über einen Zeitraum vom 5.8.2011 bis zum 26.7.2013 bei 1,86 % lag. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hin-



nehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Üblicherweise wird bei Bid-Ask-Spreads, die unter 1 % liegen, die Liquidität der Aktie bejaht. Angesichts der hier ermittelten durchschnittlichen Werte von – je nach Betrachtungszeitraum – knapp über bzw. knapp unter 2 % kann nicht von einer hinreichend liquiden Aktie ausgegangen werden, weshalb der unternehmenseigene Beta-Faktor nicht herangezogen werden kann.

Dieser Ansatz über die Höhe der Bid-Ask-Spreads ist auch nicht deshalb untauglich, weil ein Vergleich mit DAX-Gesellschaften gezogen wird. Wesentlich ist nämlich der Vergleich zum Gesamtmarkt. Angesichts des sehr viel stärkeren Handels mit Aktien von im DAX 30 notierten Gesellschaften haben diese einen sehr viel niedrigeren Bid-Ask-Spread. Entsprechende Untersuchungen für den CDAX, bei denen die Bid-Ask-Spreads der CDAX-Aktien in Centile eingeteilt sind, dienen der Einschätzung, ob ein geringer oder höherer Spread vorliegt.

Der Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors von 1,0, der das operative Risiko der Gesellschaft widerspiegelt, über eine Peer Group muss nicht korrigiert werden. Dabei können grundlegende Bedenken gegen die Zusammensetzung der Peer Group aus insgesamt 13 Unternehmen der Luftfahrtbranche, der Film- sowie der IFE-Solutions/Hardware- und der Videospielehersteller nicht erhoben werden. Keiner der direkten Wettbewerber des Konzerns der Advanced Inflight Alliance AG ist börsenno-



tiert, wobei dies vor allem für Spafax Inc. als größtem der unmittelbaren Wettbewerber der Gesellschaft gilt. Daher konnte und musste bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen auf solche Gesellschaften zurückgegriffen werden, die in den relevanten Märkten der Gesellschaft tätig sind. Die Risikolage ist sowohl beim Zulieferer als auch beim Abnehmer vergleichbar. Dies gilt auch für die Filmindustrie. Bei seiner Anhörung verwies der Abfindungsprüfer im Termin vom 14.8.2015 überzeugend darauf, dass sich in den Fällen, in denen die Filmindustrie keine Abnehmer für die von ihr produzierten Filme findet, das Geschäftsmodell der Advanced Inflight Alliance AG samt Tochtergesellschaften ändern wird und dann hinfällig würde, wenn die Fluggäste ausblieben. Die Orientierung der Gesellschaft geht vermehrt in Richtung auf Spiele und Software-Lösungen, weshalb auch Activision Blizzard Inc. und Ubisoft Entertainment SA in die Peer Group aufgenommen werden konnten. Nicht gestrichen werden muss auch Rockwell Collins Inc., weil dieses Unternehmen neben anderen IT-Systeme entwickelt, die der Luftfahrt zugutekommen. Angesichts eines unlevered Beta von 0,9 dieses Unternehmens wirkt sich dessen Einbeziehung ohnehin nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus, weil das unlevered Beta den Durchschnitt über die Peer Group geringfügig senkt.

Sachgerecht erfolgte die Aufnahme der Deutsche Lufthansa AG, Qantas Airways Ltd., Cathay Pacific Ltd. oder Singapore Airlines Ltd.; sie gehören entweder zu den Premiumanbietern oder aber zu den größten Kunden des Konzerns der Advanced Inflight Alliance AG. Die Luftfahrtgesellschaften Emirates, Etihad und Qatar konnten mangels Börsennotiz nicht in die Peer Group aufgenommen



werden, weil ein Beta-Faktor angesichts fehlender Börsennotiz nicht ermittelt werden konnte. Fluglinien, bei denen das Segment „Bordunterhaltung“ eine wesentlich geringere Bedeutung hat, mussten aufgrund dieses qualitativen Kriteriums ausgeschlossen werden. Ebenso konnten Fluggesellschaften, die nicht in der Zielregion der Gesellschaft und ihrer Tochterunternehmen operieren, ausgeschlossen bleiben. Dasselbe gilt, wenn sich bei der Analyse der Beta-Faktoren der vergangenen fünf Jahre Strukturbrüche zeigten. Nicht in die finale Peer Group aufgenommen werden mussten auch solche Unternehmen, die in den letzten fünf Geschäftsjahren nicht wenigstens überwiegend profitabel gewirtschaftet haben, weil es anderenfalls zu einer Verzerrung der Risikosituation gekommen wäre. Bei mangelnder Liquidität der Aktie oder einer ungenügenden Zahl von Datenpunkten war es ebenfalls unmöglich, diese Unternehmen zur Ermittlung des Beta-Faktors durch eine Peer Group heranzuziehen. Liquidität und eine ausreichende Zahl von Datenpunkten sind indes zwingende Voraussetzungen, um einen aussagekräftigen Beta-Faktor bestimmen zu können.

Grundlegende Bedenken gegen die Zusammensetzung der Peer Group können auch nicht mit dem Argument erhoben werden, es seien dabei zu viele Unternehmen mit Sitz im Ausland einbezogen worden, nachdem nur die Deutsche Lufthansa AG in Deutschland ansässig ist. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O



24402/13). Dies resultiert neben der Verflechtung der Kapital- und Aktienmärkte vor allem auch aus der Erwägung heraus, dass alle Unternehmen der Peer Group in gleicher Weise wie die Gesellschaft mit ihren Tochtergesellschaften auf internationalen Märkten tätig sind.

Als Referenzzeitraum konnten bei den Peer Group-Unternehmen fünf Jahre herangezogen werden. Ein zwingender Grund für den Ansatz von zwei Jahren, der zu einem geringfügig niedrigeren unlevered Beta-Faktor führen würde, kann nicht bejaht werden. Die weltweite Luftfahrtindustrie als Endabnehmer der Produkte der Gesellschaft und letztes Glied in einer Kette von Zulieferern weist Zyklizitäten auf, die deutlich näher an dem hier herangezogenen Fünf-Jahres-Intervall liegen als ein Zeitraum von zwei Jahren. Der Abfindungsprüfer verwies in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 19.10.2015 auf die Entwicklung der EBIT-Margen in der weltweiten Luftfahrtindustrie. Nach einer leicht positiven durchschnittlichen EBIT-Marge im Jahr 2000 fiel diese im darauf folgenden Geschäftsjahr 2001 dramatisch ab, verbesserte sich zwar in den Folgejahren leicht, erreichte jedoch erst 2007 wieder einen positiven Wert. Nach einer weiteren Verbesserung im Jahr 2008 kam es 2009 in Konsequenz der durch den Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehmann Brothers Inc. zu einem dramatischen Abfall, um sich dann wieder auf einen deutlich positiven Wert zu verbessern. In den Jahren 2011 und 2012 fiel die EBIT-Marge, um danach wieder anzusteigen. Aus diesen Zahlen sind Zyklen mit einer Dauer von acht, drei und vier Jahren zu erkennen, wobei der letzte Zyklus noch nicht vollständig abgeschlossen ist. Daher wird der Darstellungszeitraum von fünf Jahren der durchschnittlichen Länge der be-



obachtbaren Zyklen deutlich besser gerecht als ein solcher von zwei Jahren und entspricht folglich eher dem Geschäftsmodell der Gesellschaft einschließlich der Tochterunternehmen. In den anderen für die Bewertung der Risikosituation der Advanced Inflight Alliance AG wesentlichen Branchen kann eine derartige Zyklizität nicht so eindeutig belegt werden. Vor allem die Filmindustrie, von der die Gesellschaft die Filmrechte für die Bordunterhaltung erwirbt, ist in ihrer Entwicklung von einzelnen „Blockbustern“ abhängig, die allerdings auch dann produziert werden können, wenn sich die Weltwirtschaft in einer Rezessionsphase befindet. So entstand beispielsweise „Atavar“ als eine der erfolgreichsten Kinoproduktionen überhaupt im weltweiten Krisenjahr 2009. Für einen längeren Beobachtungszeitraum spricht auch die generell höhere statistische Validität und Stabilität, sofern nicht Strukturbrüche die gemessenen Beta-Faktoren verzerren. Die durchschnittliche Lizenzvergabe von drei Jahren rechtfertigt keine andere Beurteilung. Die Risikolage der Vergleichsunternehmen bestimmt sich gerade nicht durch die Laufzeit der Verträge beim Advanced Inflight Alliance-Konzern. Zudem sagen die Verträge über drei Jahre nur etwas zur Sicherheit über den Vertrag als solches aus, aber nichts über die Anzahl von Flugbewegungen, die ganz wesentlich für die Ertrags- und Risikosituation bei der Gesellschaft ist. Auch in den anderen Teil-Peer Groups besteht keine Verknüpfung zur Laufzeit der Verträge mit Kunden der Gesellschaft und dem Geschäft und Risiko der Vergleichsunternehmen.

Vorliegend konnte die Regression auch einheitlich gegen den MSCI World Index erfolgen und nicht gegen den jeweils größten nationalen Index. Für diese Lösung spricht



die Erwägung, dass der breitest mögliche Index genutzt werden soll, der die Aktienentwicklung weltweit abbildet. Dies gilt bei der Advanced Inflight Alliance AG auch deshalb, weil sie international tätig ist und auch die Peer Group-Unternehmen international aufgestellt sind. Die Tatsache, dass es Schwankungen zwischen Euro und US-Dollar gibt, muss in dieser Situation hingenommen werden. Diese Schwankungen zwischen Euro- und Dollar-Raum sind indes nicht so gravierend, als dass deshalb die Regression gegen den MSCI World Index unzulässig wäre (vgl. LG Dortmund, Beschluss vom 4.11.2015, Az. 18 O 52/13 [AktE], BeckRS 2015 20235; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; im Grundsatz auch Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 50). Demgemäß rechtfertigt auch der Einwand der Antragsteller zu 29) und 30), es sei bei Pace plc. nicht gegen den größten nationalen britischen Aktienindex gerechnet worden, keine andere Beurteilung.

Ein Abstellen auf die Branchenindices der vier herangezogenen Branchen führt zu keinem höherem Erkenntniswert, weil darin ein im Vergleich zum Abstellen auf die von den Bewertungsgutachtern von [redacted] und dem Abfindungsprüfer gewählte Vorgehensweise eine gröbere Vorgehensweise gesehen werden muss. Ebenso wenig konnte auf den Beta-Faktor des Großaktionärs abgestellt werden. Dies ergibt sich bereits aus dem Umstand der vergleichsweise kurzen Börsennotierung der

[redacted] woraus dann keine aussagefähigen Werte ermittelt werden können. Zudem war das operative Geschäft des Mutterkonzerns bis zur Übernahme der Advanced Inflight Alliance AG nicht mit dem der Gesellschaft



vergleichbar, worauf die Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin im Termin vom 14.8.2015 unwidersprochen hingewiesen haben.

Neben dem operativen Risiko muss auch das Finanzierungsstrukturrisiko beim unternehmensindividuellen Risiko, wie es mit Hilfe von Beta-Faktoren ermittelt wird, einfließen. Demgemäß erhöht sich das Risiko der Eigenkapitalgeber mit steigender Verschuldung des Unternehmens, so dass dann der operative unverschuldete Beta-Faktor entsprechend angepasst werden muss. Angesichts des niedrigen und im Verlaufe der Detailplanungsphase lediglich geringfügig ansteigenden Verschuldungsgrades, der seine Ursache in dem wachstumsbedingten operativen Kapitalbedarf des Konzerns der Advanced Inflight Alliance AG hat, erhöht sich der Beta-Faktor kaum. Da Thesaurierungen sowohl in der Detailplanungsphase als auch in der Phase der Ewigen Rente den Anteilseignern fiktiv zugerechnet werden, standen diese Mittel für eine Tilgung von Finanzverbindlichkeiten, die dann zu einem (noch) niedrigeren Verschuldungsgrad und demgemäß einem sinkenden Beta-Faktor führen würde, nicht zur Verfügung.

- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag mit Werten zwischen 5,2 % und 5,4 % für die einzelnen Geschäftsjahre und den Terminal Value steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Risikosituation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, die auch unter Berücksichtigung der günstigen Finanzierungsstruktur leicht über dem Marktdurchschnitt liegen. Dies resultiert vor allem aus der Erwägung heraus, dass die Abnehmer der Produkte der Gesellschaft in Folge von regulativen Veränderungen, Ölpreisschwankungen – wie generell die Entwicklung von Rohstoff-



preisen – nur schwer prognostizierbar und daher sehr erratisch sind, sowie einer Vielzahl anderer Faktoren ein sehr schwankendes Geschäftsmodell haben und ein Lieferant wie die Advanced Inflight Alliance AG mit ihren Tochtergesellschaften unmittelbar daran partizipiert. Gerade die Luftfahrtbranche entwickelt sich nicht gleichmäßig und ist konjunkturellen Schwankungen unterworfen, worauf der Prüfer – wenn auch in anderem Zusammenhang – in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 19.10.2015 deutlich hingewiesen hat. Zudem muss die vergleichsweise starke Stellung der Abnehmer der Produkte der Gesellschaft hingewiesen werden, was als ein das Risiko erhöhender Faktor in die Gesamtwürdigung einfließen muss. Über die Preispolitik können die großen Fluggesellschaften Druck auf ihre Zulieferunternehmen ausüben, wobei dies vor allem dann gilt, wenn diese Margen erzielen konnten, die über denen der Endabnehmer lagen. Dieser Umstand begrenzt deutlich die insgesamt am Luftfahrtmarkt zu beobachtenden Chancen. Auch darf nicht verkannt werden, dass sich die Filmindustrie nicht nur einseitig positiv mit entsprechenden Blockbustern in jedem Jahr entwickelt. Auch dort ist eine Negativentwicklung sehr wohl denkbar. Dies relativiert insgesamt die sich aus der guten Marktstellung und auch den durchaus positiven Entwicklungen in der Zukunft ergebenden Chancen. Angesichts dessen muss das operative Risiko als leicht überdurchschnittlich bezeichnet werden angesichts der volatilen Verhältnisse im Bereich der Bordunterhaltung, bei der es gerade im Bereich der Software-Industrie und dem Spielesektor angesichts der Kurzlebigkeit dieser Technologien und dem raschen Fortschritt zu Entwicklungen kommen kann, die sich deutlich negativ auf das Geschäftsmodell der Gesellschaft auswirken können. Wenn der Trend zum Abspielen von Filmen und Spielen auf kundeneigenen Endgeräten während des Flugs verstärkt wird, kann sich dies auf das Geschäftsmodell der Gesellschaft negativ auswir-



ken und zu entsprechenden Planverfehlungen führen. Auch dies muss bei der Gesamtabwägung berücksichtigt werden.

Das sich aus der Finanzierungsstruktur ergebende Risiko führt nur zu einer geringfügigen Erhöhung des operativen Risikos der Gesellschaft, weil die Gesellschaft nur über vergleichsweise geringe zinstragende Verbindlichkeiten in Relation zum Eigenkapital verfügte. Demgemäß führt die Finanzierungssituation der Gesellschaft nur zu einem geringfügig höheren Risiko der Eigenkapitalgeber.

Allein aus der Existenz eines Großaktionärs lässt sich nicht auf ein deutlich reduziertes Risiko schließen. Zum einen ist zu beachten, dass die Antragsgegnerin ohne das Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages über keinerlei rechtliche Weisungsmöglichkeiten in Bezug auf die Advanced Inflight Alliance AG verfügte. Selbst bei Bejahung eines faktischen Konzerns zwischen diesen beiden Gesellschaften hätte die Antragsgegnerin keine Möglichkeit, verbindliche Weisungen zu erteilen. Zudem senkt die Existenz eines Großaktionärs nicht das unternehmerische Risiko des Unternehmens, zumal aus Sicht der Aktionäre der abhängigen Gesellschaft noch das Insolvenzrisiko des Großaktionärs als zusätzliches Risiko zu beachten ist. Allein das Vorhandensein eines Großaktionärs ändert nichts an dem Umstand, dass es sich bei einer Aktie um ein Risikopapier handelt (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 379 = Der Konzern 2007, 356, 360; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2012, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

- (d) Da der so festgesetzte Risikozuschlag mit Werten zwischen 5,2 % und 5,4 % dem allgemeinen Risiko der Gesellschaft am Markt entspricht, muss kein weiterer Beweis zu der Frage erho-



ben werden, ob der Ansatz von Beta-Faktoren für die einzelnen Peer Group-Unternehmen rechnerisch fehlerhaft erfolgte, wie der Antragsteller zu 79) schriftsätzlich unter Hinweis auf eigene, einen Beta-Faktor von 0,8 ergebenden Berechnungen vorgebracht hat. Ein unlevered Beta-Faktor von 0,8 entspricht dem Durchschnitt des operativen Risikos aller Unternehmen. Dies kann jedoch bei der Advanced Inflight Alliance AG gerade wegen ihrer Abhängigkeit von der Entwicklung in der Luftfahrtindustrie als einziger Abnehmerbranche, die erheblichen Schwankungen unterliegt, nicht mehr als sachgerecht bezeichnet werden. Vielmehr ist das operative Risiko der Gesellschaft – wie ausgeführt – leicht über dem Branchendurchschnitt anzusiedeln. Da auch die Ermittlung des künftigen Risikos unter Berücksichtigung der Verschuldung der Vergleichsunternehmen stets nur auf einer Schätzung beruhen kann und das Risiko der Advanced Inflight Alliance AG nur geringfügig über dem operativen Risiko liegt, kommt es letztlich nicht entscheidungserheblich darauf an, wie hoch exakt der Verschuldungsgrad der Peer Group-Unternehmen im Einzelnen ist.

- (3) Der mit 1 % angesetzte Wachstumsabschlag im Terminal Value muss nicht erhöht werden.
 - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden



weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Gerade im Geschäftsfeld der Advanced Inflight Alliance AG muss bei den Möglichkeiten, Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite auch im eigenen Unternehmen auf die Kunden, also die Fluggesellschaften, abzuwälzen, gesehen werden, dass die in der Vergangenheit operativ und originär erwirtschafteten Umsatzsteigerungen in aller erster Linie auf größere Mengen zurückzuführen waren, während die Preise unter Druck standen. Aus diesem Befund wird sich angesichts der Besonderheiten des Geschäftsmodells der Bordunterhaltung auch in Zukunft nichts grundlegend verändern. Die Löhne und Gehälter werden auch weiterhin ansteigen, ohne dass diese Entwicklung



steigenden Personalaufwands vollständig an die Kunden weitergegeben werden kann.

Ein dauerhaftes Wachstum eines einzelnen Unternehmens außerhalb des Wachstums in der gesamten Volkswirtschaft im Rahmen der Ewigen Rente muss zudem als widersprüchlich bezeichnet werden, weil in diesem Fall das Unternehmen unendlich lange stärker als die Volkswirtschaft wachsen würde; dieser Ansatz ist nicht nachvollziehbar (so OLG Frankfurt Der Konzern 2012, 199, 209), wobei auch hier zu berücksichtigen ist, dass die Gesellschaft in einem engen Markt tätig ist. Gegen einen höheren Wachstumsabschlag spricht weiterhin die Überlegung, dass mit diesem Wert von 1. % ein Durchschnittswachstum angesetzt wird und es gerade auch angesichts der geschilderten konjunkturellen Abhängigkeit der W.E.T. AG sehr wohl denkbar ist, dass in den Jahren der Ewigen Rente es zu niedrigeren Wachstumsraten der Überschüsse oder gar zu Jahresfehlbeträgen kommen kann.

- (b) Selbst wenn dieses inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte, von der zum Stichtag ausgegangen wurde, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf ein dauerhaft real schrumpfendes Unternehmen. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum



in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 55 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 56).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus anderen Verfahren bekannt ist. Dies gilt zunächst für eine Dissertation von Bork. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von Creutzmann lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.

Somit ergibt sich ein sich aus dem Ertragswert der Ausschüttungen und der fiktiven Zurechnung der Thesaurierung zusammensetzender Ertragswert der Advanced Inflight Alliance AG in Höhe von € 144,299 Mio. wie folgt:

AIA Konzern	2013	2014	2015	2016	ab 2017
Wertbeitrag aus Dividenden	TE	TE	TE	TE	TE
Zu diskontierende Nettoausschüttung	1.712	1.843	2.310	3.177	3.988
Kapitalisierungszinssatz	7,2%	7,2%	7,3%	7,32%	6,38%



Barwertfaktor	0,9660	0,9009	0,8397	0,7824	12,2679
Barwert	1.654	1.660	1.940	2.486	48.919
Wertbeitrag aus Dividenden zum 31. Dezember 2013	56.659				
Aufzinsungsfaktor	1,0100				
Wertbeitrag aus Dividenden zum 21. Februar 2014	57.225				

AIA Konzern	2014	2015	2016	ab 2017
Wertbeitrag aus Thesaurierung	T€	T€	T€	T€
Zu diskontierender Wertbeitrag aus Thesaurierung	8.691	8.171	8.742	4.799
Kapitalisierungszinssatz	7,22%	7,29%	7,32%	6,38%
Barwertfaktor	0,9660	0,9004	0,8389	13,1543
Barwert	8.396	7.357	7.334	63.127
Wertbeitrag aus Thesaurierung zum 31. Dezember 2013	86.214			
Aufzinsungsfaktor	1,0100			
Wertbeitrag aus Thesaurierung zum 21. Februar 2014	87.075			
Ertragswert	144.299			

- c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde zusammen mit den Sonderwerten zutreffend ein Wert von € 50,281 Mio. angesetzt.

(1) Die Aktien der _____ wurden entsprechend der Aktualisierungserklärung zum Stichtag nunmehr mit einem Wert von US-\$ 15,49 oder € 11,26 anstelle von US-\$ 12,61 oder € 9,21 angesetzt, nachdem sich der Kurs im Anschluss an die Prüfung zugunsten der Minderheitsaktionäre nach oben verändert hatte. Dabei floss in die Berechnung der Aktienwerte ein Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag der Hauptversammlung ein. Sachgerecht ist dabei der erfolgte Ansatz eines Referenzzeitraums; die fiktive Veräußerung einer großen Zahl von Aktien zu einem Stichtag könnte zu einem Kursverfall führen. Daher muss – ähnlich wie bei der Ermittlung des Börsenkurses des Bewertungsobjekts selbst (hierzu siehe unten unter B. II. 2. a. (1)) – zur Vermeidung irrationaler Verzerrungen auf den Durchschnittskurs



auf einen längeren Zeitraum abgestellt werden. Dies steht auch in Einklang mit den Vorgaben aus §§ 62 Abs. 5 UmwG, § 327 b Abs. 1 AktG, wonach die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung zu berücksichtigen sind. Zu den im Berücksichtigungszeitpunkt maßgeblichen Verhältnissen gehört aber nicht nur der Tageskurs, sondern ein auf diesen Stichtag bezogener Durchschnittskurs (vgl. BVerfGE 100, 289, 310 = NJW 1999, 3769, 3772 = NZG 1999, 931, 933 = AG 1999, 566, 569 = ZIP 1999, 1436, 1442 = WM 1999, 1666, 1670 = DB 1999, 1693, 1696 = BB 1999, 1778, 1781 = JZ 1999, 942, 945 - DAT/Altana).

Die Besteuerung der Veräußerungsgewinne aus den Aktien der
war zwingend notwendig und erfolgte
zutreffend unter Berücksichtigung der steuerrechtlichen Gegebenheiten einschließlich der Vorgaben aus § 8 c KStG. Bei der Annahme der fiktiven Veräußerung der zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehörenden Aktien müssen die sich aus der Veräußerung ergebenden Gewinne der Besteuerung unterworfen werden. Der Wert des Unternehmens bestimmt sich nämlich nach der Höhe der Nettozuflüsse unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens wie auch der persönlichen Ertragsteuern der Unternehmens-eigner, die aufgrund des Ereignisses im Unternehmen entstehen. Dann aber ist es sachgerecht auch Veräußerungsgewinne der Besteuerung zu unterwerfen, sofern die Voraussetzungen des Körperschaftsteuergesetzes erfüllt sind. Diese wurden beachtet, wie die Feststellungen des Abfindungsprüfers nach seinen Erläuterungen im Termin zur mündlichen Verhandlung ergeben haben,

- (2) Keiner Korrektur bedürfen auch die zum Stichtag vorgenommenen erhöhten Ansätze zu den Aktienoptionen, die von der Gesellschaft gehalten wurden und deren Wert mit Hilfe eines Binominalmodells sachgerecht ermittelt wurde. Dieses Modell bildet nach, dass die Kaufoptionen der Advanced Inflight Alliance AG auf Aktien der



entsprechend ihrer rechtlichen Ausgestaltung während der gesamten Laufzeit der Option ausgeübt werden kann. Für verschiedene Ausübungszeitpunkte werden dabei eine Erhöhung und eine Minderung des Basiswerts – also des Werts der Aktien der – zum jeweiligen Zeitpunkt – gegenüber dem Wert zum vorherigen Ausübungszeitpunkt errechnet. So bildet sich ein Entscheidungsbaum, bei dem sich die Anzahl der möglichen Entwicklungen des Basiswerts mit jeder weiter vom Startpunkt entfernten Simulation erhöht. Aus der Verbarwertung der Knotenpunkte resultiert dann der Wert der Option. Die Bewertungsgutachter von berechneten, ohne dass dieser Ansatz in Frage zu stellen wäre, 200 Simulationsperioden und nahmen eine Abzinsung mit dem risikolosen laufzeitäquivalenten Zins der Vereinigten Staaten von Amerika vor. Als Volatilität legten sie einen Wert von 35 % zugrunde, was nach den Erläuterungen von in der ergänzenden Stellungnahme vom 2.6.2015 angesichts der geringeren historischen Volatilität der Aktien dieser Gesellschaft eine Annahme zugunsten der Minderheitsaktionäre darstellt. Nach den Optionsbedingungen war von einem Ausübungspreis von US-\$ 10,77 und einer Fälligkeit zum 7.6.2017 auszugehen. Zur Ermittlung des Nettowerts musste vom gesamten Zeitwert in Höhe von € 3,326 Mio. nach Abzug des Buchwerts von € 173.000,– und unter Zugrundelegung eines kombinierten Ertragsteuersatzes der Advanced Inflight Alliance AG von 32,98 % auf den errechneten Veräußerungsgewinn von € 2,613 Mio. ein Nettowert der Option zum Stichtag der Hauptversammlung vom 21.2.2014 von € 2,464 Mio. angesetzt werden.

Eine Berechnung des Werts der Aktienoptionen nach der Black Scholes-Methode konnte und musste nicht erfolgen, weil dieser Ansatz nur bei solchen Optionen passt, bei denen die Ausübung ausschließlich zum Ende der Laufzeit erfolgen kann, was vorliegend indes nicht der Fall war.



(3) Der Ansatz der nicht betriebsnotwendigen Liquidität mit einem Betrag von € 13,635 Mio. muss nicht angepasst werden. Aus der den Bewertungsgutachtern und den Prüfern vorgelegten Unterlagen zur Kalkulation ergab sich, dass ein Sockelbetrag in Höhe von € 4,5 Mio. als betriebsnotwendige Liquidität anzusetzen ist. Zum 31.12.2013 lag ein Planwert von € 18 Mio. an Liquidität vor. Daraus muss dann aber notwendigerweise der Schluss gezogen werden, dass die darüber hinaus vorhandene Liquidität als nicht betriebsnotwendig einzustufen ist.

(4) Weitere Sonderwerte oder sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen mussten nicht in den Unternehmenswert einfließen. Dies gilt namentlich für den Wert der Marke „Advanced Inflight Alliance“.

Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Somit ergibt sich folgender Unternehmenswert der Advanced Inflight Alliance AG:

Ertragswert	144,299 Mio.
Sonderwerte	



GEE-Anteile	34,182 Mio.
Aktienoption	2,464 Mio.
Überschussliquidität	13,635 Mio.
Summe des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	50,281 Mio.
 Unternehmenswert	 194,580 Mio.

Angesichts dessen war die angemessene Barabfindung bei einem Unternehmenswert von € 194,58 Mio. und 24.052.493 Aktien auf € 8,09 festzusetzen. Da diese um 6,03 % über dem im Beschluss der Hauptversammlung festgelegten Betrag liegt, musste auch eine Erhöhung ausgesprochen werden. Dem kann nicht die Überlegung entgegengehalten werden, angesichts der auf § 287 Abs. 2 ZPO beruhenden Schätzung liege die Erhöhung noch innerhalb einer zulässigen Bandbreite, die die Angemessenheit der Kompensation nicht in Frage stelle. Es ist nämlich nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht auf der Basis von § 287 Abs. 1 ZPO nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 21.12.2015, 5HK O 24402/13; in diese Richtung: OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puskajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Da die Grenze von 5 % allerdings wie hier nicht unerheblich überschritten wird, muss insbesondere auch unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts der Minderheitsaktionäre aus Art. 14 Abs. 1 GG eine Erhöhung erfolgen.



2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung als € 8,09 je Aktie nicht rechtfertigen.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs, nachdem der umsatzgewichtete rechnerische Durchschnittskurs im maßgeblichen Referenzzeitraum entsprechend den Angaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei € 5,56 je Aktie und folglich deutlich unter dem mit Hilfe des Ertragswerts ermittelten Barabfindungsbetrag lag.

(1) Der Ansatz eines Börsenkurses von € 5,56 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des von der Antragsgegnerin förmlich gestellten Verlangens nach § 327 a AktG zur Übertragung der Aktien am 31.7.2013 durch die Advanced Inflight Alliance AG ist rechtlich zutreffend erfolgt und führt daher zu keiner höheren Barabfindung.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. = JZ 1999, 942, 944 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Em-



merich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

Die Drei-Monats-Frist lief angesichts der Bekanntgabe des Squeeze out-Verlangens am 31.7.2013 vom 30.4.2013 bis zum 30.7.2013, also bis zum Tag vor der Bekanntgabe an die Kapitalmärkte. Da die Hauptversammlung am 21.2.2014 stattfand, also sechs Monate und drei Wochen nach der Bekanntgabe kann ein längerer Zeitraum, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde, nicht angenommen werden. Ein Zeitraum von doch nicht unerheblich unter 7 1/2 Mona-



ten kann noch nicht als längerer Zeitraum angesehen werden (vgl. hierzu BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Es liegt in der Natur der Sache der Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses, dass sich diese über einen Zeitraum von mehreren Monaten erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Advanced Inflight Alliance AG zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der angesichts der Struktur der Advanced Inflight Alliance AG als Konzernholding ohne eigenes operatives Geschäft die Plandaten einer Reihe von Tochtergesellschaften berücksichtigen muss. Ausweislich des Bewertungsgutachtens von [redacted] erfolgte die Mandatierung dieser Gesellschaft mit Schreiben vom 9.8.2013; der Beschluss über die Bestellung von [redacted] als Abfindungsprüfer durch das Landgericht München I datiert gleichfalls vom 9.8.2013. Dies zeigt, dass eine unangemessene Verzögerung durch die Antragsgegnerin nicht angenommen werden kann. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 ½ Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866, 867 f. = ZIP 2014, 1784, 1786; Wasmann ZGR 2011, 83, 94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

Soweit in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne



der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

- (2) Angesichts der zutreffenden Ableitung des Börsenkurses aus dem soeben beschriebenen Referenzzeitraum kann es keine Rolle spielen, ob der Börsenkurs im weiteren Verlauf nach der Bekanntgabe und insbesondere vor der Einstellung des Börsenhandels deutlich oberhalb der von der Hauptversammlung festgesetzten Barabfindung oder auch über der nunmehr von der Kammer festgesetzten Barabfindung lag. Die Höhe dieser Kurse spielt bei der Bemessung der Barabfindung nämlich keine Rolle mehr und ist folglich nicht entscheidungserheblich.
- b. Eine höhere Barabfindung kann auch nicht über gezahlte Vorerwerbspreise abgeleitet werden, weil diese für die Ermittlung der Barabfindung ohne Bedeutung sind. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der



Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 48 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 57 f.; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Vetter AG 1999, 569, 572).

- c. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb



keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle; BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = ZNG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577 = Der Konzern 2007, 524, 525; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 a Rdn. 7). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

- d. Soweit vereinzelt gerügt wird, die Durchführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze out sei rechtsmissbräuchlich erfolgt, kann daraus ein anderes Ergebnis nicht begründet werden. Diese Rüge kann nämlich im Spruchverfahren nicht berücksichtigt werden, weil diese die Wirksamkeit des Hauptversammlungsbeschlusses in Frage stellt und allenfalls eine Gesetzesverletzung im Sinne des § 243 Abs. 1 AktG begründen würde, der indes nach dem Ablauf der Anfechtungsfrist und der Eintragung in das Handelsregister bestandskräftig wurde.

- 3. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhaltes sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG verankerten Amtsermittlungsgesetzes nicht veranlasst.

- a. Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten



Abfindungsprüfer zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

- (1) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn.4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts des Abfindungsprüfers, der ausführlichen Erläuterungen in zwei Anhörungsterminen und den aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen des Abfindungsprüfers hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung auch Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung



in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanke in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigen-gutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl. SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer



auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6).

- (2) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers. verfügt zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Er hat sowohl im Prüfungsbericht als auch bei seiner mündlichen Anhörung samt der ergänzenden Stellungnahmen die vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt und dabei auch begründet, warum er – auch in Auseinandersetzung mit unterschiedlichen in der betriebswirtschaftlichen Literatur vertretenen Auffassungen – die Ansätze aus dem Bewertungsgutachten von für angemessen und sachgerecht begründet erachtet. Dies macht deutlich, dass sich seiner Aufgabe und Funktion als Prüfer in vollem Umfang bewusst war und die Feststellungen der Bewertungsgutachter kritisch durchleuchtet hat. Im Rahmen seiner mündlichen Anhörungen



wie auch bei seinen ergänzenden Stellungnahmen hat er sich eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen und Einwendungen gegen die Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Advanced Inflight Alliance AG auseinandergesetzt. An seiner Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel.

Soweit bei der Prüfung der Plausibilität von Planannahmen auch Marktstudien von IMDC herangezogen wurden, steht dem nicht entgegen, dass nach dem Vortrag der Antragsteller zu 49) bis 51) die Branchenstudie ein strategischer Baustein in einem Langzeitplan zur Bestellung von Herrn Adepoju, der im Jahr 2012 noch für IMDC verantwortlich gezeichnet habe, als Vorstand der Advanced Inflight Alliance AG und zur vollständigen Übernahme der Gesellschaft gewesen sein soll. Derartige Marktstudien, wie sie von herangezogen wurden, dienen der Überprüfung von Planannahmen der Gesellschaft, bilden aber gerade nicht die Grundlage der Planung, wie sie vom Vorstand erstellt wurde. Zudem muss gesehen werden, dass die genannte Studie von IMDC nicht die einzige am Markt verfügbare Studie war und sich ganz offensichtlich keine grundlegenden Unterschiede ergeben haben. Vor allem aber hat das Bewertungsgutachten von die Marktstudie nach den Angaben in Tz 65 des Bewertungsgutachtens im Wesentlichen dazu herangezogen, den Markt des Inflight-Entertainment zu beschreiben. Bei der Würdigung der Unternehmensplanung namentlich in Tz 202 des Bewertungsgutachtens fehlt jegliche Bezugnahme auf die Marktstudie von IMDC. Der von den Antragstellern zu 49) bis 51) nicht in Abrede gestellte Erstellungszeitraum von mehreren Monaten vor der Übernahme lässt keinen Rückschluss auf eine zielgerichtete Studie zu, deren einziges Ziel in einer möglichst preisgünstigen Übernahme der Advanced Inflight Alliance AG liegen sollte. Zudem wies der Abfindungsprüfer darauf hin, bei der Analyse deutlich mehr Wert auf die aktuellen Entwicklungen gelegt zu haben als auf den Inhalt einer im Prüfungszeitraum bereits rund zwei Jahre alten Studie.

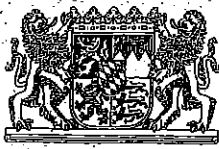


Deshalb besteht kein weiterer Aufklärungsbedarf durch Einholung eines weiteren Gutachtens zu Einzelaspekten der Unternehmensbewertung.

- b. Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht veranlasst, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind.
- (1) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.
- (2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin sowie der Abfindungsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der



Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.



- (3) Soweit namentlich die Antragsteller zu 49) bis 51) die Vorlage von Planungsunterlagen der IFE Licensing GmbH gefordert haben, kann zur Vermeidung von Wiederholungen auf die obigen Ausführungen unter B. II. 1. a. (2) (i) verwiesen werden, warum dies nicht erfolgen muss.

4. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

- a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 17.4.2014 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung ab dem 18.4.2014 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.
- b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.



III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n. F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Auch wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung von ca. 6 % kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem



Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag je Aktie beträgt € 0,46. Bei insgesamt 1.454.415 außenstehenden Aktien, die von dem Squeeze out betroffen waren, resultiert daraus dann der Geschäftswert von € 669.030,90. Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung der gemeinsamen Vertreterin.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Mo-



naten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.