

3-05 O 45/16

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren
wegen der Angemessenheit der Barabfindung im Rahmen einer Konzernverschmelzung
ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Youniq AG

an dem hier beteiligt sind:

gegen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter und
nach mündlicher Verhandlung vom 11.4.2019 am 25.4.2019 beschlossen:

Der angemessene Abfindungsbetrag gem. § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Youniq AG wird auf EUR 2,40 je Aktie der Youniq AG festgesetzt.

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

Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens zu erstatten.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf EUR 568.187,20 festgesetzt.

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

Gründe

I.

Die YOUNIQ Aktiengesellschaft (im Folgenden Y AG) hatte ihren Sitz in Frankfurt am Main und wurde bis zum Ablauf des 8. April 2015 im Regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Seit dem 9. April 2015 wurden die Y-Aktien im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse (Entry Standard) und der Präsenzbörsen Stuttgart, Berlin, Düsseldorf sowie in den elektronischen Handelssystemen XETRA und Tradegate gehandelt.

Die Y AG war eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 86081. Das Geschäftsjahr war das Kalenderjahr. In § 2 der Satzung der Gesellschaft war der Gegenstand des Unternehmens wie folgt festgelegt:

„(1) Gegenstand des Unternehmens ist der Ankauf, Verkauf und die Vermittlung von Immobilien sowie die Vermittlung von Finanzierungen. Die Gesellschaft kann Unternehmen gleicher oder

ähnlicher Art erwerben, pachten oder vertreten und sich an solchen Unternehmen beteiligen.

(2) Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die zur Erreichung des Gesellschaftszwecks erforderlich oder förderlich sind.

(3) Die Gesellschaft ist zur Errichtung von beliebigen Betriebsstätten und Zweigniederlassungen im In- und Ausland berechtigt. Sie kann andere Unternehmen aller Art gründen, erwerben, veräußern oder sich an ihnen beteiligen. Die Gesellschaft kann Unternehmen leiten und Unternehmensverträge mit ihnen schließen oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken. Sie kann ihren Gegenstand auch ganz oder teilweise mittelbar verwirklichen.“

Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der Y AG betrug EUR 10.400.000,00, eingeteilt in 10.400.000 Stückaktien, jeweils mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00. Alle Aktien waren Inhaberaktien. Hauptaktionärin war damals die
(im Folgenden B AG).

Die Y AG agierte als Holding und Muttergesellschaft ihrer Tochtergesellschaften, über die sich die fortgeführten Geschäftsbereiche „YOUNIQ Studentisches Wohnen“ und „Dienstleistungen“ sowie die nicht fortgeführten Geschäftsbereiche (die noch weitestgehend

aus der Vorgängergesellschaft ALTA FIDES Aktiengesellschaft für Grundvermögen) stammten.

Im Kerngeschäft „YOUNIQ - Studentisches Wohnen“ umfasste der bewirtschaftete bzw. in Realisierung befindliche Eigen- und Fremdbestand zum 30. Juni 2015 laut Halbjahresfinanzbericht der YOUNIQ insgesamt 2.597 Apartments. Davon befanden sich 2.396 Einheiten in der Bewirtschaftung sowie 201 Einheiten im Bau bzw. in Planung. Von den 2.396 bereits realisierten Einheiten gehören insgesamt 1.247 Einheiten zum Eigenbestand, 1.149 Einheiten werden für Dritte bewirtschaftet. Die Projekte befanden sich in folgenden Hochschulstädten: München, Greifswald, Karlsruhe, Frankfurt am Main, Mainz, Potsdam, Bayreuth, Lübeck, Leipzig.

Am 10. November 2014 hat die B AG als gesetzliche Folge des am 20. Oktober 2014 erfolgten Erwerbs der Kontrolle im Sinne des § 29 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) durch B AG über die Y AG ein Pflichtangebot gemäß Abschnitt 5 des WpÜG an die Aktionäre der Y AG zum Erwerb der von ihnen gehaltenen Y AG-Aktien gegen Zahlung einer Geldleistung in Höhe von EUR 1,02 je Y AG-Aktie abgegeben (Pflichtangebot) und hierzu eine Angebotsunterlage gemäß § 35 Abs. 2 in Verbindung mit § 14 Abs. 2 und 3 WpÜG veröffentlicht. Die Frist für die Annahme des Pflichtangebots endete am 8. Dezember 2014, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main). Das Pflichtangebot wurde für insgesamt 290.031 Y AG-Aktien angenommen. Die B AG hatte danach einen Anteil von 92,20 % an der Y AG.

Mit Schreiben vom 10.8.2015 an die Y AG informierte die B AG, dass sie beabsichtigte eine Verschmelzung mit Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Y AG nach § 62 UmwG durchzuführen.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin

(im Folgenden Bewertungsgutachterin)

mit einem Bewertungsgutachten, die eine Abfindung von EUR 1,70 je Aktie aufgrund des Börsenkurses ermittelte, da der Ertragswert mit EUR 1,42 darunter liege wobei bei der Kapitalisierung ein Basiszins von 1,5 % vor Steuern, eine Marktrisikoprämie von 5,5 nach pers. Steuern und ein mit einer peer group ermittelten Beta-Faktor unverschuldet von 0,3 und verschuldet von 1,62 – 0,89 und ein Wachstumsabschlag von 1,0 angesetzt wurde.

Der Net Asset Value wurde mit EUR 1,40 je Aktie ermittelt.

Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten gutachterliche Stellungnahme zum Übertragungsbericht (Anlage AG 1) verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 18.8.2015 - berichtigt durch Beschluss vom 15.10.2015 – 3-05 O 137/15 –

(im Folgenden Prüferin) zur

sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In deren Prüfbericht vom 30.10.2015 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 1,70 bestätigt.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 30.10.2015 (Anlage AG2) verwiesen.

In der Hauptversammlung der Y AG vom 10.12.2015 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an die Antragsgegnerin zu einem Preis von EUR 1,70 beschlossen. Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre und der Verschmelzung in das Handelsregister erfolgte am 19.2.2016 und wurden am 19.2.2016 bekannt gemacht. Zu diesem Zeitpunkt waren 811.696 Aktien der Y AG noch in Streubesitz.

Mit der Verschmelzung ist die vormalige Antragsgegnerin entstanden, die nunmehr auf die jetzige Antragsgegnerin verschmolzen ist.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag von EUR 1,70 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG. Alle oder einzelne Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 1,1 % und die Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten Beta-Faktor sowie den Wachstumsabschlag für unzutreffend.

Die Planung, insbesondere die Liquidation sei nicht plausibel. Sie sei anlassbezogen, was sich schon aus der Überarbeitung der Planung durch den Bewertungsgutachter ergebe. Der Net Asset Value sei fehlerhaft ermittelt worden, er liege bei EUR 2,07 bzw. EUR 2,27 je Aktie. Nicht alle Verwaltungskosten seien hier abziehbar, jedenfalls seien diese übersetzt

angenommen worden. Sonderwerte seien nicht ordnungsgemäß ermittelt werden. Jedenfalls hätte der Liquidationswert zum Stichtag ermittelt werden müssen, d.h. ob dieser nicht zu einer höheren Abfindung geführt hätte.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragschriften und die Stellungnahme des Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 28.1.2017 (Bl. 1112 ff d. A.) Bezug genommen.

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

Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel.

Da der zutreffend ermittelte Ertragswert je Aktie unter dem Börsenkurs gelegen habe, ebenso wie der Net Asset Value sei die Abfindung zutreffend am Börsenkurs orientiert worden.

Es sei auch die Anpassung der Bewertungen die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Hauptversammlung überprüft worden. Eine wesentliche Änderung sei nicht erfolgt. Allein auf Quartalsfinanzberichten bzw. Halbjahreszahlen können für die Entwicklung nicht abgestellt werden, da Bereinigung vorzunehmen seien. Die aktualisierte Planung sei realistisch gewesen. Eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit sei aufgrund der Finanzsituation nicht mehr realistisch gewesen. Es sei nicht zu beanstanden, dass die neue Planungsrechnung mit Unterstützung der Bewertungsgutachterin erstellt worden sei. Auf Basis der Vergangenheitsanalyse ergeben sich keine Anhaltspunkte für eine mangelnde Plausibilität der Planungsrechnung. Das handelsrechtliche Vorsichtsprinzip sei entgegen der Behauptung eines Antragstellers nicht beachtet worden.

Eine etwaige Wertsteigerung von Grundstücken sei zutreffend nicht berücksichtigt worden, da kein Verkauf der Gebäude geplant sei. Für den Ertragswert des Unternehmens sei diese daher nicht maßgeblich. Hinsichtlich der Grundstücke in Lück sei zutreffend ein negatives Bewertungsergebnis angesetzt worden, da beschlossen worden sei, diese Grundstücke zu veräußern.

Unechte Synergien zwischen Y AG und B AG seien nicht zu erwarten gewesen sei nicht zu berücksichtigen.

Der Anstieg der Bewirtschaftungskosten sei zutreffend geplant worden. Diese seien auch nicht zu hoch angesetzt worden. Ein abnehmender Verschuldensgrad sei bei der Planung berücksichtigt worden. Die Wachstumsthesaurierung sei zutreffend angesetzt worden. Auch die angenommene Ausschüttungsquote und die persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner

seien zutreffend angesetzt worden. Auch die Bestandteile des Kapitalisierungszinssatzes seien zutreffend ermittelt und angesetzt worden. Die steuerlichen Verlustvorträge seien berücksichtigt worden. Da diese bereits in der Planungsrechnung angesetzt worden seien, hätten diese als Sonderwert nicht erneut berücksichtigt werden können. Nicht betriebsnotwendige Liquidität sei nicht vorhanden, ebenso wie weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

Der Net Asset Value pro Aktie habe nicht über der Abfindung nach dem Börsenkurs gelegen. Soweit aus einem Zwischenbericht sich dieser in Höhe von EUR 2,07 pro Aktie ergebe, hätte diese angepasst werden müssen im Hinblick auf latente Steuern und den Barwert der Verwaltungskosten. Diese seien auch zutreffend ermittelt worden. Der Liquidation oder Substanzwert habe nicht ermittelt werden müssen. Der Börsenkurs sei zutreffend ermittelt worden.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragsrüge vom 30.11.2016 (Bl. 1009 ff d. A.) sowie den ergänzenden Schriftsatz vom 27.4.2017 (Bl. 1134 ff d. A.) verwiesen.

Das Gericht hat Beweis erhoben gem. Beweisbeschluss vom 15.8.2017 (Bd. XLIII Bl. 1201 d. A.) sowie seiner Ergänzung durch Beschluss vom 17.8.2017 (Bd. XLIII Bl. 1202 d. A.) zum Net Asset Value der Y AG zum Tag der Hauptversammlung am 10.12.2015 durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachten des Sachverständigen

Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten des Sachverständigen vom 23.8.2018 und dessen ergänzender Stellungnahme vom 18.2.2019 (Bd. XLIV Bl. 1426 ff) verwiesen.

II.

Die Anträge sind mit dem sich aus dem Tenor ergebenden Umfang begründet.

Die beschlossene Barabfindung von EUR 1,70 ist um EUR 0,70 auf EUR 2,40 für jeweils eine Aktie der Y AG zu erhöhen.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (BVerfG, ZIP 2007, 1261; BGH, ZIP 2005, 2107 OLG Stuttgart Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08 – BeckRS 2011, 18552; Oberlandesgericht Frankfurt am Main Beschl. v. 26.01.2017, Az.: 21 W 75/15 m.w.Nachw.). Das Gericht hat aber nach § 327f Satz 2 AktG nur dann eine (neue) angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung unangemessen ist.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 - ; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-,

sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2010, 274). Dabei ist zu bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

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

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

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

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen

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

Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 –). Dabei ist nicht der höchst mögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. BGH NZG 2016, 139; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – mwN).

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge letztlich durch das Gericht nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart, Beschluss v. 13.3.2010 – 20 W 9/08 -; AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).

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

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

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen. Hierfür ist entscheidend, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die von dem Gericht vorzunehmende Schätzung geschaffen ist. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige (vgl. Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357), aber sowohl aus verfassungsrechtlicher (vgl. BVerfG NJW 2007, 3266, zit. nach Juris Rn 23) als auch aus einfachrechtlicher (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, zit. nach Juris 42; BGHZ 147, 108, zit. nach Juris Rn 20 am Ende) Sicht nicht notwendiger Weise bestmögliche Grundlage handelt. Dies bedeutet, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, ZIP 2016, 110 Rn. 33 mwN). Zudem muss das Gericht im konkreten Fall in Ausübung des ihm zugestandenen Ermessens von der Geeignetheit und Aussagekraft der von ihm zur Schätzung

herangezogenen Methode überzeugt sein. Nicht erforderlich ist demgegenüber, dass sich das Gericht ein abschließendes Bild über die widerstreitenden Ansichten innerhalb der Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Methoden oder Parametern machen müsste. Ausreichend ist vielmehr eine Beurteilung der Tragfähigkeit der Schätzgrundlagen nach pflichtgemäßem Ermessen gemessen an dem Ziel einer zutreffenden Abbildung des "wahren" Wertes der Unternehmensbeteiligung, wobei nicht die Methode ermittelt werden muss, die das Bewertungsziel am (vermeintlich) besten erreicht (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2017, Az.: 21 W 75/15). Anhand dieses Maßstabes ist sowohl die Frage nach der Geeignetheit einer Methode als auch die Frage nach der für die Anwendung der Methode notwendigen Parameterhöhe zu klären.

Die Kammer hält es vorliegend für geboten, die Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre nach dem sog. Net Asset Value (im Folgenden NAV) zu ermitteln.

Dabei kann letztlich dahingestellt bleiben, ob nach dem IDW S1 2008 eine Bewertung nach dem NAV statthaft ist. Bei dem IDW S1 handelt es sich um eine Verlautbarung einer (privatrechtlichen) Organisation der Wirtschaftsprüfer, die zwar regelmäßig in gerichtlichen Spruchverfahren bei der Bewertung von Unternehmen zugrunde gelegt, doch besagt dies nicht, dass diese in allen Fällen zwingend einer Unternehmensbewertung in Spruchverfahren zugrunde zu legen ist. Vielmehr entfalte diese Verlautbarung eines letztlich privaten Vereins für ein staatliches Gericht keine Bindungswirkung, insbesondere wenn nach Ansicht des Gerichts Umstände vorliegen, die ein Abweichen rechtlich oder tatsächlich gebieten.

Diese Umstände sieht die Kammer bei der Y AG als Unternehmen gegeben, dessen Geschäftszweck, zum Zeitpunkt der Bewertung im Handel und Halten von Immobilien besteht. Hier bietet sich an, die Bewertung nach den Grundsätzen vorzunehmen, die sich für die Bewertung von europäischen Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat.

Dem liegt zugrunde, dass es sich bei der Y AG im Wesentlichen um eine Immobiliengesellschaft handelt, bei der der Unternehmenswert auch für die Bestimmung der angemessenen Abfindung der Minderheitsaktionäre nach der neueren Rechtsprechung der Kammer (vgl. Kammerbeschlüsse vom 18.8.2015 – 3-05 O 87/11 - vom 16.12.2014 - 3-05 O 164/13 –NZG 2015, 635, gebilligt von Oberlandesgericht Frankfurt am Main mit Beschl. v. 08.09.2016, Az.: 21 W 36/15) grundsätzlich nach dem NAV zu ermitteln ist.

Hinsichtlich des NAV handelt es sich um eine Methode für die Bewertung von Immobiliengesellschaften, welche sich auf europäischer Investment- und Analystenebene

durchgesetzt hat (Rehkugler/Goronzcy in Rehkugler (Hrsg), Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, 2009, S 79; Wollny, Die Bewertung von Immobiliengesellschaften, BewPraktiker 3/2012, S. 103). Dabei wird der Wert einer Immobiliengesellschaft aus der Differenz der Marktwerte seines Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ermittelt. In Deutschland hat der Gesetzgeber den NAV als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds kodifiziert (§ 168 KAGB).

Der Grundsatz der Einheitlichkeit der Rechtsordnung bedingt hier, dass besondere Gründe vorliegen müssen, wenn für vergleichbare Sachverhalte von einer ausdrücklichen gesetzgeberischen Entscheidung zu einer Art der Bewertung abgewichen werden soll.

Derartige besondere Gründe sind aber vorliegend nicht ersichtlich, vielmehr weist das zum Zeitpunkt der Bewertung bestehende Geschäftsmodell der Y AG aus der Sicht des Anlegers doch beträchtliche Parallelen zu einem offenen Immobilienfonds auf.

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

Der NAV stellt weniger auf das Zusammenwirken von zweckgerichteten materiellen und immateriellen Vermögensgegenständen ab, sondern vielmehr auf die eigenständige Wertentwicklung der Liegenschaften. Bei Immobiliengesellschaften sind kaum Tatbestände ersichtlich, deren Zusammenwirken erhebliche Synergien oder immaterielle Mehrwerte generieren können.

Der NAV einer Immobiliengesellschaft wird aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten und des Barwertes der Verwaltungskosten der Gesellschaft ermittelt. Er entspricht dem Reinvermögen eines Unternehmens unter Einschluss der stillen Reserven.

Bei der Ermittlung dieses NAV legt die Kammer den von der Sachverständigen in seinem Gutachten sowie seiner Ergänzung ermittelten Marktwert des Vermögens zum 15.8.2015 zugrunde.

In seiner ergänzenden Stellungnahme vom 18.2.2019 (Bd. XLIV S. 1431 f d. A.) hat der Sachverständige die Aktiva der Y AG mit EUR 103.153.000,-- ermittelt und hiervon Passiva von EUR 69.974.000,-- in Abzug gebracht.

Wenn auch letztlich einige Annahme des Sachverständigen wie z. B zur Nutzungsdauer, der Wertbeiträge der Beteiligungen und der Bewertung der MPC-Verträge nicht eindeutig zu klären sind, sondern die Ansätze des Sachverständigen nicht unkritisch sind, hält es die Kammer für die von ihr vorzunehmende Schätzung der Abfindung doch noch für angebracht, die Annahme des Sachverständigen zu legen, da nicht hinreichend ersichtlich ist, dass eine weitere Begutachtung letztlich zu einer Änderung führen könnte und zu bedenken ist, dass die Bewertung zum NAV bereits jetzt um über 40% über der aufgrund des Börsenkurses ermittelten Abfindung von EUR 1,70 je Aktie liegt, den die Kammer häufig bei Vorlage der entsprechenden Voraussetzungen wie Fehlens einer Marktmenge – die der sachverständige Prüfer hier in seinem Gutachten (dort S. 79 f) verneint - bei Nichtimmobiliengesellschaften als geeigneten Maßstab für eine angemessene Abfindung ansieht.

Nur aufgrund der oben dargestellten gesetzlichen Wertung für die Bewertung von offenen Immobilienfonds hält die Kammer hier die Bewertung zum Börsenkurs nicht für geboten. Es kann jedoch nicht angenommen werden, dass die Bewertung des Marktes – die sich im Börsenkurs widerspiegelt – über 40 % von der Bewertung zum NAV sich unterscheidet. Dem Grunde nach gilt das auch für die vom Sachverständigen dem Grunde nach zu Recht - vgl. bereits Kammerbeschlüsse vom 16.12.2014 - 3-05 O 164/13 –NZG 2015, 635 –; v. 18.8.2015 - 3-05 O 87/11 -) im Abzug gebrachten Verwaltungskosten.

Legt man nämlich zugrunde, dass der NAV die Summe der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände repräsentiert, müssen auch bei der Ermittlung der Abfindung für ausgeschlossene Aktionäre nach dem NAV der Barwert der künftig entstehenden Verwaltungskosten, die nicht den einzelnen Kapitalanlagen zuzuordnen sind, in Abzug gebracht werden, da sich nur dann ein vollständiges Bild der geforderten Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen ergibt, da sich diese Kosten auch auf die künftig für die Aktionäre erwirtschafteten Erträge ausgewirkt hätten, wenn sie im Unternehmen verblieben wären.

Diese hat der Sachverständige nur aufgrund der ihm mitgeteilten Angaben mit EUR 8.748.000,-- in Abzug gebracht. Eine inhaltliche Auseinandersetzung mit diesen Kosten hat er hingegen nicht vorgenommen. Berücksichtigt man jedoch, dass aufgrund des vom Sachverständigen auf den 15.8.2015 ermittelten Nettovermögens ohne Verwaltungskosten (103.153.000 - 69.974.000 = 33.179.000) diese Verwaltungskosten ca. 26,4 % betragen und die Kammer in ihrer Entscheidung vom 18.8.2015 - 3-05 O 87/11 – noch einen Verwaltungskostenbetrag von 28,9 % aufgrund der dort zugrunde gelegten Ermittlungen des dortigen Sachverständigen über die Angemessenheit von Verwaltungskosten 28,9 % gebilligt hat, sieht die Kammer keine Veranlassung für einen weiteren Erkenntnisgewinn darin, eine weitere kostenintensive Begutachtung zur Angemessenheit der hier angesetzten Verwaltungskosten durchführen zu lassen.

Die Kammer folgt daher auch hier dem Sachverständigen, er infolgedessen für den 15.8.2015 für die Y AG einen NAV von EUR 24.431.000 und bezogen auf eine Aktie von ca. EUR 2,35 ermittelt hat.

Aufgezinst mit dem Faktor 1,02 – wobei die Kammer auch hier dem Sachverständigen aus den oben dargelegten Gründen folgt - ergibt dies zum Stichtag 10.12.2015 dann den Wert der Abfindung je Aktie von EUR 2,40.

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre, die Vorlage der Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Vertragsbericht und dem Prüfbericht und in wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich (vgl. hierzu OLG Stuttgart, Beschluss v. 17.3.2010 – 20 W 9/08 -).

Entgegen der Auffassung eines Antragstellers kann er sich hinsichtlich der Unangemessenheit der Abfindung nicht auf von der Bundesrepublik Deutschland mit anderen Staaten

abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen berufen. Zum einen hat diese Antragsteller nicht dargelegt, dass sie als Angehöriger eines ausländischen Staates unter ein konkretes Investitionsschutzabkommen fallen, zum anderen betrifft dies Frage des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nach §§ 327 a AktG ff überhaupt nicht die Frage der Höhe der Abfindung. Ein etwaiges entgegen stehendes Investitionsschutzabkommen müsste daher im Wege einer Anfechtung gegen den Hauptversammlungsbeschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre geltend gemacht werden, was hier nicht erfolgt ist. Zudem handelt es sich beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 327a AktG nicht um eine Enteignung oder einen enteignungsgleichen Eingriff, sondern nur um eine Inhalts- und Schrankenbestimmung des Eigentums der Minderheitsaktionäre im Verhältnis zur Hauptaktionärin (BVerfG BB 2007, Seite 1515 ff). Ein gerichtliches Verfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung, wie dies das Bundesverfassungsgericht verlangt, ist vorgesehen, wie das hiesige Verfahren zeigt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 15 Abs. 1, § 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Im Hinblick auf die vorgenommene Erhöhung entsprach es nicht der Billigkeit die Antragsteller mit Gerichtskosten des Verfahrens zu belasten.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung für die Antragsteller grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung. Dies ist hier der Fall. Da eine nicht unbeträchtliche Erhöhung der Abfindung ausgesprochen wurde, entspricht eine Kostenerstattung der Billigkeit.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht und den Vertreter der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 74 GNotKG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens EUR 7,5 Mio. Nach der Angabe im Übertragungsbericht sind von dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre 811.696 Aktien außenstehender Aktionäre betroffen gewesen. Durch die Erhöhung der Abfindung um EUR 0,70 je Aktie ergibt sich insgesamt eine Erhöhung von EUR 568.187,20 so dass der Mindestwert von EUR 200.000,-- überschritten der Höchstwert von EUR Mio. 7,5 aber unterschritten wird, so dass der Betrag von EUR 568.187,20 anzusetzen war.

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit ich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7). Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten. Es gibt vorliegend keinen Grund, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und die daraus beehrte Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichen des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist.

Rechtsmittelbelehrung:

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