

Landgericht Hamburg

Az.: 412 HKO 96/16



Beschluss



gegen

- Antragsgegnerin -

Prozessbevollmächtigte:

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 12 für Handelssachen - durch den
Vorsitzenden Richter am Landgericht | und die Handelsrichter

und am 16.12.2020:

1. Die Anträge der Antragsteller auf Erhöhung der Barabfindung und der Ausgleichszahlung werden zurückgewiesen
2. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die Kosten des gemeinsamen Vertreters und die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin hat die Antragsgegnerin zu tragen. Die Antragsteller haben ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.
3. Der Geschäftswert für das Gericht, für den gemeinsamen Vertreter sowie für die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin wird auf € 200.000,00 festgesetzt. Die Geschäftswerte für die einzelnen Antragsteller betragen jeweils € 5.000,00.

Gründe

Die fristgerecht eingereichten Anträge sind zulässig, aber unbegründet. Die verschiedenen Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung im Ergebnis ausreichend nachgewiesen. In der Sache bleiben die Anträge ohne Erfolg, weil sowohl die durch die Antragsgegnerin festgesetzte Barabfindung gemäß § 305 Abs. 1 AktG als auch die festgesetzte Ausgleichszahlung nach § 304 Absatz 1 AktG angemessen sind. Die Voraussetzungen einer gerichtlichen Festsetzung nach § 304 Abs. 2 bzw. 305 Abs. 5 AktG in Verbindung mit dem SpruchG liegen daher nicht vor.

Es geht um Abfindungs- und Ausgleichsansprüche (früherer) Aktionäre aufgrund eines mit der Antragsgegnerin am 15.7.2016 geschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (EAV), dem die Hauptversammlung der Gesellschaft am 29.8.2016 zugestimmt hat.

Die Antragsteller sind Aktionäre der Colonia Real Estate AG, welche seit dem 14.12.2016 als TAG Colonia-Immobilien AG firmiert (AG Hamburg, HRB 123858). Ihr Geschäftszweck ist *der Erwerb, der Verkauf und die Verwaltung von Immobilien sowie die Prüfung, Bewertung, Verhandlung, Strukturierung, Eingehung sowie Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, insbesondere Beteiligungen an Immobiliengesellschaften* [nachstehend „Gesellschaft“ oder „Colonia“].

Die Gesellschaft ist hervorgegangen aus der seit 1902 beim Amtsgericht Gelsenkirchen (HRB 200) registrierten Küppersbusch Aktiengesellschaft, die sich mit der Herstellung von Hausgeräten befasste. Nach Abschluss eines Insolvenzverfahrens wurde die Gesellschaft im Jahr 2004 unter der Bezeichnung Colonia Real Estate AG, mit Sitz in Köln mit dem neuen Geschäftszweck fortgeführt. Im Jahr 2011 wurde die Mehrheit der Aktien durch die in Hamburg ansässige TAG-Gruppe erworben, woraufhin der Sitz der Gesellschaft im Jahr 2012 nach Hamburg verlegt wurde.

Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der Gesellschaft beträgt € 44.380.578,00 und ist in eine entsprechende Anzahl von auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem Nennwert von 1 € aufgeteilt. Von diesen hielt die TAG Immobilien AG (TAG) zur Zeit der Strukturmaßnahme unmittelbar 2.250.000 Aktien (5,07% der Aktien), während ihre 100%tige Tochtergesellschaft, die Antragsgegnerin

weitere 37.164.381 Anteile (83,74% der Aktien) hielt. Zusammen hielten diese beiden TAG - Gesellschaften damit 88,81% der Aktien. Die Antragsgegnerin als beherrschtes und die TAG als herrschendes Unternehmen sind wiederum durch einen

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag miteinander verbunden. Weitere 5,07% der Aktien (2.250.000 Stück) hatte die TAG an einen Investor veräußert, mit dem sie vereinbart hatte, dass dieser die Aktien über einen längeren Zeitraum nicht veräußern dürfe und dass er insbesondere das Abfindungsangebot nicht annehmen dürfe. Weitere 2.716.197 Aktien (6,16%) befanden sich demnach im Besitz außenstehender Aktionäre.

Bereits vor Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages war die Colonia umfassend in den TAG – Konzern integriert. Ihr waren (weitgehend) über ihre Tochtergesellschaften Immobilienportfolios in den Organisations-Bereichen „Berlin“, „Hamburg“, „Rhein-Ruhr“ und „Salzgitter“ zugeordnet, wobei die Bezeichnung der Bereiche nicht mit der tatsächlichen Lage der Immobilien zu verwechseln ist. So befanden sich keine der durch die Colonia gehaltenen Immobilien in Hamburg oder Berlin. Mehr als 50% des Portfolios der Colonia sind dem Regionalstandort Salzgitter zuzuordnen.

Stadt	LIM-Bereich	Wohn- und Gewerbeeinheiten		Wohn- und Nutzfläche	
		Stück	Anteil	Betrag in qm	Anteil
Salzgitter	Salzgitter	8.742	53,6%	534.342	52,9%
Nauen	Berlin	1.754	10,8%	106.855	10,6%
Elmshorn	Hamburg	736	4,5%	50.442	5,0%
Delmenhorst	Hamburg	903	5,5%	48.311	4,8%
Freiburg	Rhein-Ruhr	505	3,1%	41.973	4,2%
Itzehoe	Hamburg	480	2,9%	32.098	3,2%
Bad Frankenhausen	Berlin	491	3,0%	25.817	2,6%
Osnabrück	Hamburg	295	1,8%	20.566	2,0%
Elmshorn	Hamburg	360	2,2%	18.081	1,8%
Brake	Hamburg	243	1,5%	14.766	1,5%
Wilhelmshaven	Hamburg	196	1,2%	12.936	1,3%
Nordenham	Hamburg	234	1,4%	12.850	1,3%
Köln	Gewerbe + Rhein-Ruhr	121	0,7%	12.456	1,2%
Sonstige		1.257	7,7%	78.192	7,7%
Gesamt		16.316	100,0%	1.009.686	100,0%

Quelle: S. 6.

Das Portfolio umfasst 16.316 Mieteinheiten mit einer Fläche von 1.009.686 qm.

Auch das übrige operative Geschäft der TAG ist nach regionalen Segmenten organisiert, die konzernintern als „LIM-Struktur“ bezeichnet werden und deren Verwaltung dezentral, im Rahmen eines genehmigten Budgets weitgehend eigenverantwortlich erfolgt „LIM“ steht für „Leiter/in Immobilienmanagement“. Jeder „LIM“ hat den ihm zugeordneten Bestand im Hinblick auf Zustand, Leerstand, Modernisierungsmaßnahmen und Mieterzufriedenheit zu betreuen, mit dem Ziel der Optimierung der Rendite. Die Budgets und deren Überwachung sowie die Planung und Durchführung von Bestandsentwicklungsmaßnahmen fallen in den Verantwortungsbereich der jeweiligen „LIM“, welche dem Vorstand direkt unterstellt sind.

Die Colonia verfügt über kein eigenes Personal, sondern lässt sämtliche Tätigkeiten gegen Zahlung einer entsprechenden Konzernumlage durch Mitarbeiter der TAG ausführen. Zwischen dem Vorstand der TAG und dem der Colonia besteht Personalunion.

Die Bilanzsumme der Gesellschaft betrug im Jahr 2015 726,00 Mio. Euro. Ihre Aktien wurden seit dem 12.11.2012 im Entry Standard (Freiverkehr) der Frankfurter Wertpapierbörse notiert (zuvor im Regulierten Markt / Prime Struktur) und wurden an verschiedenen anderen Plätzen gehandelt. Mit Abschluss des EAV endete auch die Notierung der Aktien im Entry Standard (Delisting).

Die Hauptversammlung der Colonia Real Estate AG stimmte am 29.8.2016 (Stichtag) dem EAV mit der Antragsgegnerin zu. Im EAV verpflichtete sich die Antragsgegnerin, für die Dauer der Wirksamkeit dieses Vertrages pro Anteil eine jährliche Garantiedividende von 0,24 € (Bruttoausgleichsbetrag) bzw. 0,20 € (Nettoausgleichsbetrag) zu zahlen. Außerdem verpflichtete sich die Antragsgegnerin, auf Verlangen des jeweiligen Aktionärs, dessen Colonia-Aktien zum Preis von € 7,19 / Aktie zu erwerben. Der Abschluss des Gewinnabführungsvertrages und die Zustimmung der Hauptversammlung dazu wurden am 13.09.2016 in das Handelsregister eingetragen.

Die Antragsteller halten sowohl die zugesagte Garantiedividende gemäß § 304 AktG als auch den Abfindungsbetrag gemäß § 305 AktG für zu niedrig.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen,

eine angemessene höhere Abfindung / Ausgleichszahlung zu bestimmen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Wegen der Einzelheiten des Parteivortrags wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

Die Kammer hat am 6.11.2017 eine mündliche Verhandlung durchgeführt, in der für die gerichtlich bestellte Angemessenheitsprüferin, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft / Steuerberatungsgesellschaft, deren Sachbearbeiter, die Wirtschaftsprüfer und als sachverständige Zeugen vernommen wurden. Hierfür wird auf das Protokoll vom 6.11.2017 Bezug genommen.

II

Der durch die gerichtlich eingesetzten Prüfer ermittelte Wert von € 7,19 pro Anteil führt zu einer angemessenen Abfindung für die ausgeschlossenen Aktionäre. Die Gutachter haben zum 1.1.2016 unter Einbeziehung eines Sonderwerts von T€ 10.659 (steuerliches Einlagenkonto) einen Unternehmenswert von 311 Million € ermittelt. Bei einer Aufzinsung zum 29.08.2016 führt dies zu einem Ertragswert von T€ 319.062, d.h. bei 44.380.578 Aktien auf einen Wert von € 7,19 pro Aktie. Auf der Grundlage dieses Wertes haben die Prüfer überzeugend auch die Ausgleichszahlung von 24 ct / Aktie vor persönlichen Steuern bzw. 29 ct / Aktie nach persönlichen Steuern abgeleitet.

1. Grundsätze der Wertermittlung

Nach den §§ 304, 305 AktG muss jeder Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht nur einen angemessenen Ausgleich in Form einer jährlichen Ausgleichszahlung für die außenstehenden Aktionäre vorsehen, sondern auch die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Für die Ausgleichszahlung ist mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelnen Aktionäre verteilt werden könnte, während die Abfindung den vollen wirtschaftlichen Wert des Anteils abbilden muss (BVerfG NJW 1999, 3769, 3770; NJW 1962, 1667; ebenso BGH NJW 2003, 3272, 3273; NJW 2001, 2080, 208; Koch, in Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 14. Auflage 2020, § 305, RN 51, 24). Dabei bildet bei börsenorientierten Unternehmen der gewichtete Börsenkurs die Untergrenze (BVerfG, a.a.O.; Hüffer/Koch, a.a.O. RN 29.).

Bei der Ermittlung der angemessenen Beträge handelt es sich um eine vom Gericht zu beurteilende Rechtsfrage (OLG Stuttgart, Beschluss vom 21.8.18, 20 W 2/13; II. Ziffer 1; Jurion RS 2018, 40047; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.7.2014, 20 W 3/12, - juris RN 78 mit weiteren Nachweisen), wobei der Verkehrswert des Aktieneigentums durch das Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 II ZPO zu ermitteln ist (BGH, Beschluss vom 12. 3. 2001 - II ZB 15/00, NZG 2001, 603, 605). Im Rahmen der Anwendung des § 287 II ZPO ist jedoch zu berücksichtigen, dass es hinsichtlich der anzuwendenden Bewertungsmethode weder verfassungsrechtliche noch verbindliche gesetzliche Vorgaben gibt, und dass es weder zu den Aufgaben des Gerichts gehört noch in seine Kompetenz fällt, die einzig richtige Methode zu bezeichnen, nach der eine solche Bewertung vorstatten zu gehen hat. Letztlich bieten die verschiedenen möglichen Methoden nur Anhaltspunkte dafür,

sich dem jeweiligen Wert anzunähern, weil sie bereits in sich vielen Unsicherheiten unterworfen sind. Sie beruhen auf zahlreichen vorzunehmenden Prognosen und auf Vorentscheidungen, denen wiederum Schätzungen zugrunde liegen. Keinesfalls gehört es zu den Aufgaben von Gerichten, wirtschaftswissenschaftliche Streitfragen zu entscheiden oder gar eigenständige empirische Forschungen zu veranlassen, um eine vermeintlich präzisere Grundlage für eine Bewertung zu erlangen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.7.2014; 20 W 3/12 - juris RZ 97; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28.3.2014, 21 W 15/11 – juris RZ 67). Im Rahmen der zu treffenden Rechtsentscheidung ist sich die Kammer vielmehr dessen bewusst, dass die Bewertungsmodelle letztlich Hilfsüberlegungen sind, die eine Bewertung im Rahmen eines Verkaufsvorgangs durch vollständig informierte Marktteilnehmer auf Anbieter- und Nachfrageseite, die keine strategischen Interessen verfolgen, nur unzureichend ersetzen können. Entscheidend ist nach allem, ob der angemessene Wert auf eine vertretbare, in sich widerspruchsfreie Weise auf der Grundlage einer in der Wirtschaftswissenschaft und Bewertungspraxis anerkannten Methode hergeleitet wird (OLG Stuttgart, Beschluss vom 21.8.2018, a.a.O. Ziff. II 1 b), ob das so gefundene Ergebnis dadurch nach objektiven Maßstäben kontrollierbar ist und ob es einer darauf aufbauenden eigenständigen wertenden Betrachtung durch das erkennende Gericht standhält (LG Hamburg, Beschluss vom 29. Juni 2015 – 412 HKO 178/12 –, juris RN 22, OLG Frankfurt a. M., Beschl. v.30.8.12, AZ 21 W 14/11, juris RN 36):

2. Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes

Die Unternehmensprüfer und ihnen folgend die gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer haben bei der Ermittlung des Unternehmenswertes das Ertragswertverfahren gemäß IWDS1 in der Fassung vom 1.4.2008 zugrunde gelegt. Bei diesem Verfahren wird der Wert des Unternehmens aufgrund einer Schätzung sämtlicher zu erwartender Nettoausschüttungen an die Anteilseigner sowie des gesondert zu bewertenden nicht betriebsnotwendigen Vermögens des Unternehmens bestimmt, wobei die künftigen Erträge aufgrund eines speziell für das Unternehmen ermittelten Kapitalisierungszinssatzes abzuzinsen sind. Dafür wird der Basiszinssatz für risikofreie Anlagen um einen unternehmensspezifischen Risikozuschlag zu erhöht. Für die Ermittlung des Risikozuschlages haben sich sowohl die Unternehmensprüfer als auch die Angemessenheitsprüfer des sog. *Tax Capital Asset Pricing Modells (Tax-CAPM)* bedient. Hierbei handelt es sich um eine zwar nicht unumstrittene, aber gebräuchliche und anerkannte Methode (BGH, Beschl. v. 29.09.2015, II ZB 23/14, juris RN 49, OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2020 – 21 W 121/15 –, juris RN 40, OLG Düsseldorf vom 15. August 2016 - 26.W.17/13, juris RN. 32). Ihre Anwendung durch die Bewertungsgutachter und die gerichtlich eingesetzten Prüfer ist nicht zu beanstanden und prinzipiell dazu geeignet, den so

ermittelten Wert der künftigen Erträge als hinreichend belastbar für eine Unternehmensbewertung zu ermitteln. Die Kammer hat hinsichtlich der Methodenwahl keine Bedenken, den sachverständigen Prüfern zu folgen.

Die angemessene jährliche Ausgleichszahlung nach § 304 AktG wurde unter Zugrundelegung des für die Bemessung der Abfindungszahlung ermittelten Unternehmens- bzw. Anteilswerts ermittelt. Auch das ist nicht zu beanstanden.

3. Unternehmensplanung / Ertragserwartung in der Detailplanungsphase

Ein wesentlicher Faktor für die Bewertung zum Bewertungsstichtag 29.8.2016 ist die künftige Ertragserwartung des Unternehmens. Die Hauptaktionärin hat für ihre Wertermittlung den 1. Januar 2016 als technischen Bewertungsstichtag gewählt und den Unternehmenswert anschließend auf den 29.8.2016 aufgezinnt.

a) Planungserstellung in der Detailplanungsphase

Ausgangspunkt für die Ableitung der künftig zu erwartenden Erträge ist die Planung durch den Vorstand des Unternehmens, welche laut dem Gutachten der Bewertungsprüfer im November 2015 im Rahmen der IFRS-Konzernplanung für den Zeitraum 2016 bis 2018 erstellt wurde. Von dieser Konzernplanung bildet die Planung der Colonia einen Teilbereich, der sich aus den Planannahmen für die verschiedenen der Colonia zugeordneten Portfolios zusammensetzt. Die Angemessenheitsprüfer haben bestätigt, dass die jeweiligen Planannahmen in Bezug auf das Bewertungsobjekt (Colonia) vollständig in der Planung abgebildet werden. Die gewählte Methode, den Wert des Konzerns als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Planungen zu bestimmen, haben die Angemessenheitsprüfer ebenfalls für sachgerecht angesehen. Auch darin folgt ihnen die Kammer. Darüber hinaus ist es (anders als die Antragsteller zu 17, 34, 43 meinen) nicht erforderlich, jeweils einzeln die Planungen der verschiedenen Portfoliogesellschaften darzustellen. Die Methode der Planerstellung hat den Vorteil, dass sich die Planannahmen nicht nur auf die einzelnen Portfolios, sondern letztlich auch auf die einzelnen Objekte herunterbrechen lassen, wie dies durch die dezentrale LIM-Struktur vorgegeben wird. Die jeweiligen Leiter Immobilienmanagement, welche mit den einzelnen Portfolios „genau vertraut“ sind, planen nach Aussage der Angemessenheitsprüfer (Protokoll S. 10) die Umsatzerlöse, die Leerstandsquoten und die Kosten der Objekte. Die Einschätzungen und objektbezogenen Planungen der einzelnen LIM, mit denen im Bereich Salzgitter sowohl Gespräche als auch Inaugenscheinnahmen von Immobilien durchgeführt wurden (Aussage des Prüfers Protokoll vom 6.11.2017, s. 11, Bl 1664 der Akten), waren nach den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer (E/S, S.30) maßgeblich für die Mietergebnisplanung für das erste Planjahr 2016. Dies umfasst die

Mietsteigerungsraten, die Entwicklungen zu Leerstandsquoten, die Aufwendungen für Instandhaltung, die Herrichtung leerstehender Wohnungen sowie die Aufwendungen für Vermietung und Marketing. Die sonstigen wesentlichen Kostenbestandteile wie Kostenumlagen, Rechts- und Beratungskosten, Ertragssteuern wurden nach den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer durch die jeweiligen Fachabteilungen auf der Ebene der einzelnen Gesellschaften prognostiziert und die weiteren Kostenbestandteile durch das Controlling. Die für das Jahr 2016 maßgeblich auf den Einschätzungen der jeweiligen LIM bzw. Fachabteilungen getroffenen Planungsannahmen wurden dann - laut den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer - für die Jahre 2017 und 2018 aufgrund pauschaler Annahmen durch den Vorstand fortgeschrieben und durch den Aufsichtsrat am 10. Dezember 2015 (2016) bzw. 27. April 2016 (Mehrjahresplanung) verabschiedet. Die so gefundenen Ergebnisse wurden nach den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer schließlich auf der Ebene der Colonia Real Estate verdichtet (Protokoll S. 10).

Im Hinblick auf tatsächliche Entwicklungen im Jahr 2016, die in der Planung noch nicht erfasst waren, aber im Rahmen der Bewertung bereits erkennbar waren, haben die Bewertungsprüfer und ihnen folgend die Angemessenheitsprüfer Modifizierungen der Ausgangsplanung des Unternehmens vorgenommen. Zu diesen Modifizierungen, die auch der Kammer sachgerecht erscheinen, gehören eine Herabsetzung der Betriebskosten für Leerstände, da entsprechend mehr Flächen vermietet werden konnten, die Berücksichtigung der Konzernumlage auch bei den Kommanditgesellschaften (die aus steuerlichen Gründen bislang insoweit nicht miteinbezogen gewesen waren) und die gutachterliche Neuberechnung des Finanzergebnisses und der Ertragssteuern.

Zur Plausibilisierung der Planung haben die Bewertungsprüfer und die Angemessenheitsprüfer jeweils einen Vergleich mit den Vergangenheitszeiträumen 2013 bis 2015 vorgenommen, wobei die Ergebnisse um einmalige Effekte bereinigt werden mussten (wie z.B. der Wertberichtigung einer Kaufpreisforderung gegen den Erwerber einer früheren Tochtergesellschaft, Vorfälligkeitsentschädigungen für Bankdarlehen nach Immobilienveräußerungen etc.). Mit einer solchen Vergangenheitsanalyse soll erreicht werden, dass die Prognose der künftigen die in der Vergangenheit ausgewiesenen Ertragskraft bzw. Ertragsschwäche der Gesellschaft angemessen berücksichtigt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2020 – 21 W 121/15 –, juris RN 44). Für die Einzelheiten zu diesen Bereinigungen wird auf die Ausführungen der Angemessenheitsprüfer (E/S, S. 29) verwiesen. Bei dieser Vergangenheitsbetrachtung haben die Angemessenheitsprüfer festgestellt, dass das jeweilige Vermietungsergebnis mit einer Treffsicherheit von nahezu 100% erreicht worden sei, während die Ergebnisse des EBITDA hinter den Planzahlen zurückgeblieben seien (Protokoll S. 10). Die Budgetplanungen für die Vorjahre hätten von

der Art her der Planung für das Jahr 2016 in allen Punkten genau entsprechen (Protokoll S. 11).

Der Einwand verschiedener Antragsteller, dass die Unternehmensplanung schon deswegen nicht maßgeblich sein könne, weil der Vorstand der Antragsgegnerin mit dem Vorstand der Gesellschaft personenidentisch sei, dass damit also keine unabhängige Unternehmensplanung vorliege, sondern ein Zahlenwerk, dass einzig die Interessen der Antragsgegnerin abbilde, mit dem der „Bock zum Gärtner“ gemacht werde, kann bei dieser Ausgangslage keinen Bestand haben. Das Fundament der Planung, die Planung für das Jahr 2016, leitet sich in einem Bottom-Up-Prozess (Aussage des Prüfers Protokoll S. 11, Blatt 1664 der Akten) aus den Einschätzungen der LIM bzw. der Fachabteilungen ab, für deren Arbeit es unerheblich ist, welcher juristischen Person innerhalb des Konzerns die betreuten Objekte zugeordnet werden. Die LIM wiederum treffen ihre Planannahmen, an denen sie selbst gemessen werden, aufgrund der konkreten Situation in ihrem jeweils eigenen Verantwortungsbereich.

Dagegen, dass die jeweiligen LIM die zu erwartenden Erträge anlassbezogen heruntergerechnet haben, spricht auch der Umstand, dass die Ansätze für Instandhaltungsmaßnahmen nach Auffassung der Angemessenheitsprüfer am „unteren Ende der vertretbaren Bandbreite“ lägen. Auch die Bewertungsprüfer weisen darauf hin, dass die geplanten Aufwendungen von 7,1 €/qm p.a. deutlich unter den im Referenzzeitraum (2013 – 2015) tatsächlich vorgenommenen Aufwendungen von 8,0 €/qm bis 9,4 €/qm gelegen hätten. Es passt nicht zu dem Vorwurf, das Unternehmen habe eine frisierte Planung vorgelegt, wenn eine einfache, naheliegende und nicht angreifbare Möglichkeit, Gewinne „herunterzurechnen“, nicht genutzt wird und hinsichtlich dieses Planungsparameters sogar begründeter Anlass für Bedenken besteht, dass die Ansätze zu optimistisch gewählt seien.

Im Ausgangspunkt hat die Kammer daher keine Zweifel daran, dass für das Jahr 2016 eine auf ernsthaften geschäftlichen Einschätzungen beruhende Unternehmensplanung erstellt wurde und nicht eine anlassbezogene Schein-Planung.

Soweit der Vorstand auf der Grundlage der Planung für das Jahr 2016 die Planung für die Jahre 2017 und 2018 fortgeschrieben hat, ergeben sich aus der Personenidentität ebenfalls keine Einwände. Die Planung ist vollumfänglich dem betrachteten Unternehmen zuzurechnen. Dass es personell und wirtschaftlich mit dem Gesamtkonzern verwoben ist, ändert daran nichts.

b) Verwendbarkeit der Planung / Überprüfung

Planungen und Prognosen der Geschäftsführung sind nur eingeschränkt überprüfbar, weil sie das Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 5.8.2017 - 18 O 106/10, AG 2020, 593, 594 mit umfangr. wt. Nachweisen). Die Unternehmensplanung ist danach zu akzeptieren, wenn die Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und in sich widerspruchsfrei sind (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 5.8.2017 - 18 O 106/10, AG 2020, 593, 594, OLG München, Beschluss vom 3.9.19, 31 Wx 358/16, AG 2020, 133, 134, LG Köln, Beschluss vom 23. Februar 2018 – 82 O 66/11 –, juris, Rn 96). Diese Voraussetzungen liegen hier vor.

aa) Planung beruht auf zutreffenden Informationen

Daran, dass die Grundlage der Planung für das Jahr 2016 auf einer zutreffend erfassten „Ist-Situation“ beruht, bestehen keine Zweifel. Sowohl die Planungen auf der LIM-Ebene als auch die Planungen der Fachabteilungen bzw. des Controllings bzgl. bestimmter nicht objektbezogener Kostenpositionen beruhen auf dem zum Abschluss des vorherigen Zeitraums prognostizierten Ist-Zustand und knüpfen an den jeweiligen Gliederungselementen an. Die zugrunde zu legenden Ist-Umsätze aus Vermietung belaufen sich danach für das letzte „Ist-Jahr“ auf € 54,5 Mio. (E/S, S 32 – untere Tabellenhälfte, während der zugrunde zu legende Ist-Wert des EBITDA für das Jahr 2015 € 29,7 Mio. beträgt.

Die schlüssige Fortschreibung dieser Werte veranschaulichen die Angemessenheitsprüfer mit nachstehender Tabelle:

	2013 Ist	2014 Ist	2015 Ist	2016 Plan EUR	2017 Plan	2018 Plan
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio	Mio	EUR Mio	EUR Mio
Umsatzerlöse	58,6	89	60,7	55,2	56,4	57,7
EBITDA (2013-2015 bereinigt)	25,9	66,3	49,1	38,6	39,8	41,2
EBITDA-Marge (2013-2015 bereinigt)	44,20%	74,50%	80,80%	69,90%	70,70%	71,40%
Umsatzerlöse aus Vermietung (ohne Veräußerungserlöse)	58,6	60,8	54,5	55,2	56,4	57,7
EBITDA (ohne Verkaufsergebnis, ohne Bewertungsergebnis)	28,4	31,1	29,7	31,6	32,8	34,1
EBITDA-Marge (ohne Verkaufsergebnis, ohne Bewertungsergebnis)	48,50%	51,20%	54,40%	57,30%	58,10%	59,00%

E/S S. 32

Die Umsätze aus Mieteinnahmen steigern sich nach dieser Darstellung von 2015 auf 2016 um 1,3%, und in den Folgejahren um 2,1 bzw. 2,25%, während sich das EBITDA von 2015 auf 2016 um 6% und für die Folgejahre um jeweils 3,6% bzw. 3,8% steigert, bei jeweils unterstelltem unverändertem Immobilienbestand in der Detailplanungsphase. Die EBITDA Steigerungen sollen einerseits auf einem Anstieg der Sollmiete von 1% bis 1,5% p.a. beruhen andererseits auf einer Verringerung der Leerstandsquote. Letzteres führt gleichzeitig zu einer Verringerung der Kosten, da die auf die Leerstände entfallenden Betriebskosten dann auf die jeweiligen Mieter umgelegt werden können. Das erklärt auch, warum die Erträge prozentual höher steigen als die Umsatzerlöse bzw. die Steigerung der Sollmieten.

bb) Planerwartungen bauen auf realistischen Annahmen auf

Nach Auffassung zahlreicher Antragsteller seien die in der Planung angenommenen Steigerungen der Umsatzerlöse bzw. Gewinne zu gering bemessen.

(1) Inhalt der Planannahmen

In diesem Zusammenhang ist zunächst darauf hinzuweisen, dass in der obigen Darstellung die Ist-Umsatzerlöse aus dem Jahr 2015 (ohne Veräußerungserlöse) noch Mieteinnahmen aus verkauften Einheiten beinhalten. Das lässt sich auch aus der nachstehenden Tabelle bei S. 30) entnehmen, welche der oben wiedergegebenen Tabelle zugrunde lag, sowie der Aussage des Angemessenheitsprüfers (Protokoll, S. 18, Bl. 1671 der Akten, unten):

	IST ber. 2013 Mio. €	IST ber. 2014 Mio. €	IST ber. 2015 Mio. €	PLAN 2016 Mio. €	PLAN 2017 Mio. €	PLAN 2018 Mio. €
GuV- Colonia Real Estate AG						
Sollmiete Gesamt	67,8	68,9	61,6	61,2	62	62,9
davon Sollmiete Bestandsportfolio	59	59,7	60,6	61,2	62	62,9
davon Sollmiete verkaufte Einheiten	8,8	9,1	0,9	0	0	0
Monatliche Soll miete Bestandsportfolio (€/qm)	4,87	4,93	5	5,05	5,12	5,2
Veränderung Sollmiete Bestandsportfolio		1,20%	1,50%	1,00%	1,30%	1,50%
Leerstand Gesamt	-9,3	-8,1	-7,1	-6	-5,6	-5,2
davon Leerstand Bestandsportfolio	-9,1	-8	-7,0	-6	-5,6	-5,2
davon Leerstand verkaufte Einheiten	-0,2	-0,1	0	0	0	0
Leerstand Bestandsportfolio in % Sollmiete	-15,40%	-13,30%	-11,60%	-9,80%	-9,00%	-8,30%
Umsatz aus Vermietung	58,6	60,8	54,5	55,2	56,4	57,7

Die vorgenommenen Bereinigungen beziehen sich ausweislich der vorangestellten Erläuterungen nur auf „außerordentliche Effekte“, z.B. Verkaufserlöse (S. 26, 2. Absatz), nicht aber auf die für die verkauften Einheiten erzielten Mieten (letzteres äußert

sich auch schon im dargestellten deutlichen Rückgang der Ist-Mieten 2013 – 2015. Das ist eine Folge der Verkäufe und zeigt, dass die Darstellung der Ist-Mieten aus den verkauften Einheiten nicht Gegenstand einer Bereinigung war).

Ausgehend von einer Sollmiete des Bestandsportfolios von 60,6 Mio. EUR und einem darauf bezogenen Mietausfall aus Leerstand von 11,6%, also von 7,03 Mio. EUR, entfallen Mietumsätze von lediglich 53,4 Mio. EUR (statt 54,5 Mio.) auf das Bestandsportfolio, welches im Planjahr 2016 bereits Umsatzerlöse von 55,2 Mio. € erwirtschaften soll. Das entspricht für die Zeiträume von 2015 auf 2016 einer Steigerung von 3% (statt dargestellter 1,3% im Verhältnis des Ist zum Plan).

Die auf das Bestandsportfolio vom 31.12.2015 bezogene geplante Steigerung wird durch die folgende, modifizierte Tabelle verdeutlicht:

	IST ber. 2013 Mio. €	IST ber. 2014 Mio. €	IST ber. 2015 Mio. €	PLAN 2016 Mio. €	PLAN 2017 Mio. €	PLAN 2018 Mio. €
GuV Colonia Real Estate AG						
Sollmiete Gesamt	67,8	68,9	61,6	61,2	62	62,9
davon Sollmiete Bestandsportfolio	59	59,7	60,6	61,2	62	62,9
Leerstand Bestandsportfolio in % Sollmiete	-15,40%	-13,30%	-11,60%	-9,80%	-9,00%	-8,30%
Umsatz aus Vermietung Ist	58,6	60,8	54,5			
Umsatz aus Vermietung Bestand			53,4	55,2	56,4	57,7
Steigerung in Prozent				3	2,1	2,3
Grundlage	S. 30, ohne Zeilen 3-8, die beiden letzten Zeilen ergänzt)					

Die geplante Steigerung der Mietumsätze beträgt damit 7,6% über einen Zeitraum von drei Jahren (bzw. 5,8%, falls die Erträge für die verkauften Einheiten nicht herausgerechnet würden). Im gleichen Zeitraum steigert sich das EBITDA von 29,7 auf 34,1 Mio. €. Diese Steigerung beträgt knapp 15% in drei Jahren (wobei noch nicht berücksichtigt ist, dass in der Ausgangszahl für 2015 noch Mieten verkaufter Einheiten enthalten sind, 500 Wohnungen in Marzahn und Hellersdorf, vgl. Seite 14/54 des gemeinsamen Berichts).

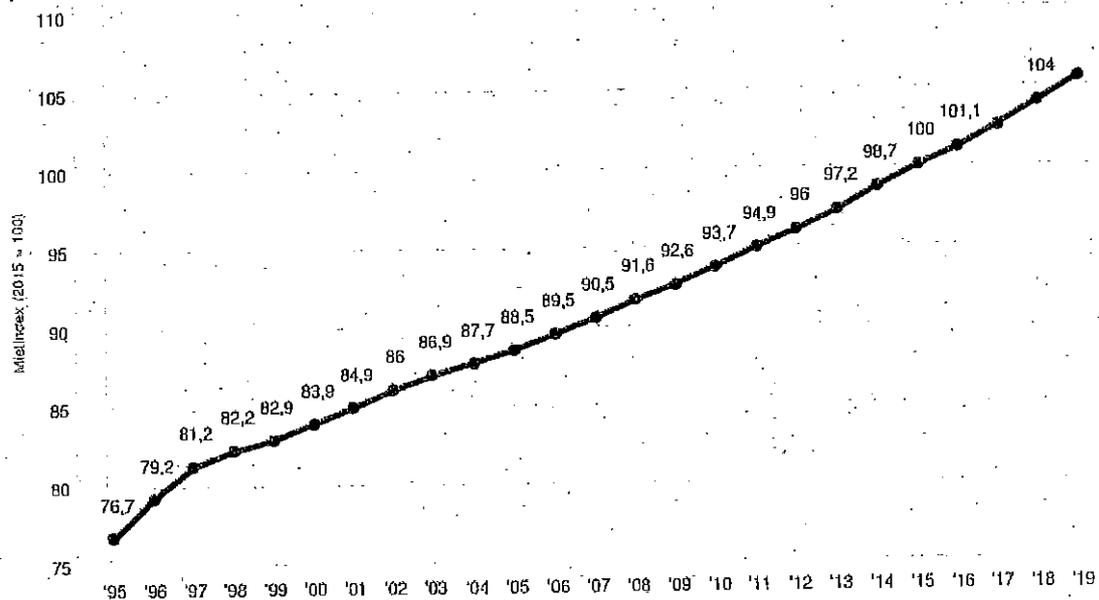
(2) Unvertretbar „konservative“ Einschätzung des Mietmarktes?

Zahlreiche Antragsteller (z.B. die Antragsteller zu 1-4, zu 29 – 31, 42, 55) und der gemeinsame Vertreter halten die in der Planung angesetzten Mietsteigerungen für zu gering. Insbesondere der gemeinsame Vertreter weist darauf hin, dass bereits die in der Planung ausgewiesene Steigerung der Mieterlöse für 2016 um 1,28% deutlich unter der langfristigen Entwicklung der Netto-Kaltnieten in Deutschland liege, welche bereits 1991 bis 2015 eine mittlere Steigerung von 2,42% / Jahr ausgewiesen habe. Aufgrund der im Jahr 2015 eingetretenen Flüchtlingskrise sei die Nachfrage nach Wohnraum auch in sogenannten

strukturschwachen Gebieten noch erheblich angeheizt worden. Migrationseffekte seien in der Planung vollständig ausgeblendet worden. Auch sei die Bevölkerungsentwicklung in Salzgitter (an diesem Standort befinden sich über die Hälfte der Wohneinheiten und Flächen) grob falsch dargestellt worden. Diese sei nämlich nicht mehr rückläufig, wie dies bis zum Jahr 2012 der Fall gewesen war, sondern steige seit 2013 stark an. Die Gutachten der Bewertungsprüfer und Angemessenheitsprüfer hätten insoweit stark veraltete Zahlen zugrunde gelegt, die sich nicht als Anknüpfungspunkt für eine zutreffende Unternehmensplanung eigneten. So sei die Stadt Salzgitter, in deren Umfeld die Salzgitter AG, die Volkswagen AG, Alstom, MAN und die Robert-Bosch-Elektronik AG zu finden seien, im Geschäftsbericht 2016 auch zutreffend als einer der „führenden Industriestandorte Niedersachsens“ bezeichnet worden. Auch werde im Geschäftsbericht auf die wachsende Attraktivität der Stadt durch die Ostfalia Universität mit 2000 Studierenden hingewiesen. Das alles deute darauf hin, dass die Planung die wirtschaftlichen Voraussetzungen für das Geschäftsmodell der Gesellschaft in unverantwortbarer Weise herabstufte.

Diese Kritik an der vorgelegten Planung ist im Ergebnis nicht gerechtfertigt. Die Entwicklung der Mieten in Deutschland aufgrund der für den Verbraucherpreisindex vorgenommenen Erhebungen sieht wie folgt aus:

Entwicklung des Wohnungsmietindex für Deutschland in den Jahren von 1995 bis 2019 (2015 = Index 100)



Quelle:
Statistisches Bundesamt
© Statista 2020

Weitere Informationen:
Deutschland

In der Zeit von (Juni) 2000 bis (Juni) 2015 sind die Mieten in der Bundesrepublik (auf der Basis des Index 2015 = 100) von 82,9 auf 100 gestiegen, also insgesamt um 20,6% bzw. um 1,373% im jährlichen Schnitt. In den letzten drei Jahren von 2012 bis 2015 belief sich die Steigerung von 96,8 (Juni 2012) auf 100 (Juni 2015), also um 4% bzw. 1,333 % im Jahr. [Im Juni 2016 betrug der Indexstand 1,1, im Juni 2017 102,5, im Juni 2018 104 und im Juni 2019 105,8].

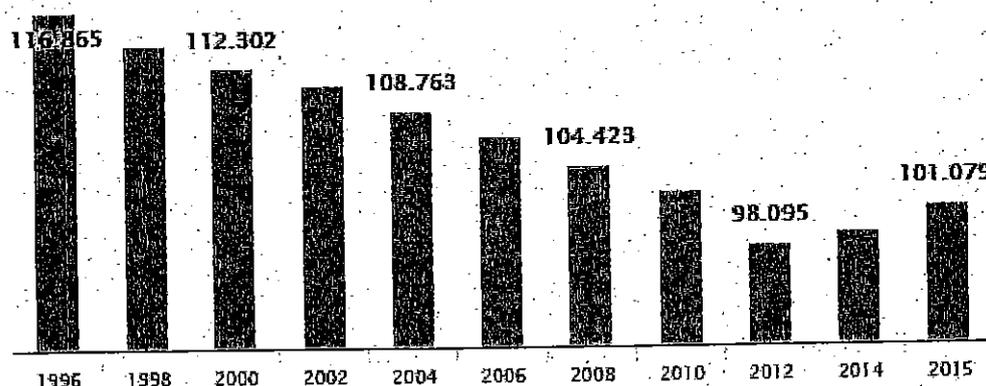
Wenn die Gesellschaft vor dem Hintergrund der seinerzeit bekannten Zahlen eine Steigerung der Sollmiete zwischen 1% und 1,5% p.a. geplant hat, lässt sich das nicht als unrealistisch niedrig ansehen, zumal ein Großteil der Mietobjekte in strukturschwachen Gebieten belegen ist.

Soweit durch den gemeinsamen Vertreter und diverse Antragssteller darauf verwiesen wird, dass die Gesellschaft auf der Grundlage veralteter Zahlen fälschlicherweise von einer rückläufigen Bevölkerungsentwicklung in Salzgitter ausgegangen sei, während die Stadt seit 2012 tatsächlich jährlich erhebliche Bevölkerungszuwächse zu verzeichnen habe, berücksichtigt dies nicht, auf welche Einwohnerzahl die Wohnverhältnisse in Salzgitter ursprünglich zugeschnitten war.

BEVÖLKERUNGSENTWICKLUNG FÜR SALZGITTER

1996-2014

Angaben als absolute Zahlen



Handelsblatt. | Quelle: Statistisches Bundesamt

<https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/leerstand-rekord-salzgitter-eine-geisterstadt-in-niedersachsen/14476518.html?ticket=ST-2612141-lzy97ftOsCn5EXzHf7zB-ap1>

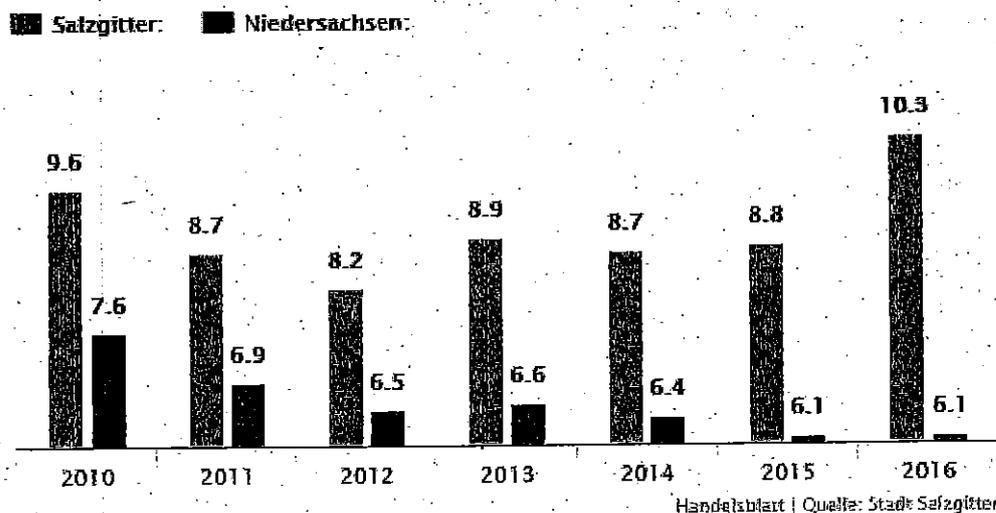
Diese Graphik veranschaulicht, dass Salzgitter bis zum Jahr 2012 auf einen stetigen Bevölkerungsrückgang zurückblicken musste. Während im Jahr 1995 noch 117.713 Personen in Salzgitter lebten, waren es 2012 nur noch 98.055, mit der Folge, dass Salzgitter

nicht mehr als Großstadt galt. Erst im Jahr 2015 erreichte Salzgitter mit 101.079 Einwohnern wieder Großstadt-Status.

Im Jahr 2016 erreichte die Stadt dann mit über 103.000 Einwohnern wieder die ungefähre Einwohnerzahl aus dem Jahr 2009. Die seit 2012 erfolgende Steigerung der Bevölkerungszahlen ist sicherlich geeignet, die vorhandenen Leerstände weiter zu reduzieren, bewirkt aber keine Verknappung von Wohnraum, die eine nennenswerte Steigerung des Mietniveaus erwarten ließe. Auch die Unterbringung von Geflüchteten in leerstehenden und oftmals sanierungsbedürftigen Immobilien, wie sie für das Jahr 2016 zu erwarten war, bedeutet keine Entwicklung, welche die Einplanung eines höheren Mietniveaus als besonders naheliegend oder gar zwingend erscheinen lässt. Die Gefahr einer etwaigen Gettoisierung (welche die Gemeinde im Jahr 2017 zu einer Zuzugssperre für Geflüchtete veranlasste) war auch bei Planerstellung im gleichen Maße erkennbar wie die etwaigen Chancen, die ein erneutes Wachstum der Stadt mit sich bringen würde. Dass Ableger verschiedener globaler Industrieunternehmen am Standort Salzgitter Produktionsstätten unterhielten, rechtfertigte nicht die Annahme, dass nun überdurchschnittliche Mietsteigerungen und eine überdurchschnittliche Nachfrage nach Wohnraum einsetzen würde. Denn diese Unternehmen waren auch schon in der Phase des Bevölkerungsrückgangs in Salzgitter ansässig gewesen und verhinderten nicht, dass die Arbeitslosenquote in Salzgitter auch schon vor dem vermehrten Zuzug von Flüchtlingen deutlich über derjenigen von Niedersachsen insgesamt lag.

ARBEITSLOSENQUOTE IN SALZGITTER IM VERGLEICH ZUM DURCHSCHNITT IN NIEDERSACHSEN
2010-2016

Angaben in Prozent jeweils zum 1. Januar



<https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/leerstand-rekord-salzgitter-eine-geisterstadt-in-niedersachsen/14476518.html?ticket=ST-2612141-lzy97ftOsCn5EXzHf7zB-ap1>

Hinweise auf günstigere Mietpreisentwicklungen als in Niedersachsen für die Zeit Juni 2012 bis Juni 2016 gibt es auch nicht in den übrigen Bundesländern, in denen die Gesellschaft Immobilienbestände hielt, wie auch folgende Tabelle veranschaulicht:

	Jun 12	Jun 16	Steigerung	in %	in % / Jahr
NDS	95,7	101,1	5,4	5,34	1,34
Brandenburg	98,1	100,5	2,4	2,39	0,60
Baden- Württemberg	95,5	101,6	6,1	6,00	1,50
Schleswig-Holstein	kein	Wert	vorhanden		

Quelle: © Statistisches Bundesamt (Destatis), 2020 | Stand: 23.11.2020 / 17:23:58, <https://www-genesis.destatis.de/genesis/online?sequenz=tabelleErgebnis&selectionname=61111-0020&leerzeilen=false#abreadcrumb>

Dass die Planannahmen auf zutreffenden Annahmen beruhen und realistisch sind, ergibt sich auch aus der Aussage des sachverständigen Prüfers (Protokoll S. 15 ff). Dieser hat geschildert, dass im Rahmen der IFRS-Bewertung durch CBRE für jedes Haus eine eigene Berechnung erstellt werde. Im Rahmen dieser Darstellung würden die maßgeblichen Kennzahlen für jede Immobilie bzw. für jede Verwaltungseinheit zusammengestellt, u.a. die vorangegangenen Mieten und die Leerstandsquote, sowie die Planansätze. Auf dieser Grundlage sei das Mietergebnis extrem gut prognostizierbar, da die Mietverträge in der Regel das Niveau für die nächsten 12 Monate genau beschrieben. Es handele sich um eine nahezu perfekte Ausgangslage für diese Prognose. Umso größer der Bestand sei, umso leichter seien Ereignisse wie Mietausfall und Mieterwechsel in der Prognose aufzufangen. Die sachverständigen Prüfer hätten eine „Stichprobe“ von 83% des Bestandes nachvollzogen. Es hätten sich auf dieser Basis die dargestellten stetigen Mietsteigerungen ergeben, die jedoch aufgrund der teilweise schwierigen Lagen keinen größeren Umfang hätten erreichen können.

(3) Keine Widersprüchlichkeit der Planannahmen

Einige Antragsteller, insbesondere die Antragsteller zu 1-4, 43-54, 57-58 verweisen auf den *Prognose-, Chancen- und Risikobericht* der Gesellschaft innerhalb des Geschäftsberichts 2015. In diesem wird ausgeführt, dass im kommenden Geschäftsjahr eine Steigerung des Mietwachstums von 3,5 - 4% „inklusive der Effekte aus dem Leerstandabbau und auf Basis des vergleichbaren Portfolios, d.h. „like for like“ erwartet werde (Anlage 3, Blatt 18 der Akten), welche die Steigerung von „1,2%“ (tatsächlich 3% bezogen auf das Bestandsportfolio zum 31.12.2015) deutlich überstiegen. Allein dies zeige schon, dass die Gesellschaft ihre eigenen angeblichen und ggf. sehr pessimistischen Planungen als nicht zutreffend erachte.

Hierzu ergibt sich aus dem Gutachten der Angemessenheitsprüfer, dass sich das dargestellte, erwartete Mietwachstum nicht nur auf eine Steigerung der Sollmiete, sondern insbesondere auch auf den Leerstandsabbau zurückführen lässt. Dass die erwartete Ist-

Miete demzufolge höher steigt als die Soll-Miete, ist kein Widerspruch. Wenn in dem zitierten Geschäftsbericht des Weiteren ausgeführt wird, dass für das „Mietwachstum“ von einer Steigerung von 3,5 – 4% ausgegangen wird, ist zu beachten, dass diese Zahl nicht lediglich das tatsächlich erwartete Mietwachstum abbildet, sondern das Mietwachstum „inklusive der Effekte aus dem Leerstandsabbau“, und damit also auch die mit dem Leerstandsabbau einhergehenden Ersparnisse miteinbezieht. In der vorgelegten Planung schlägt sich dies in einer Steigerung des bereinigten EBITDA von 29,7 Mio. € (Ist-2015) auf 31,6 Mio. € (Planung – 2016) nieder, also einer Steigerung von 6,4%. Dass die von den Angemessenheitsprüfern zugrunde gelegte Planung die aus der Leerstandsreduzierung resultierenden Effekte nicht im „Mietwachstum“, sondern – wie es richtig ist – auf der Kostenseite im EBITDA berücksichtigt, spricht weder gegen die Planung noch lässt sich daraus ein Widerspruch zum *Prognose-, Chancen- und Risikobericht* (Geschäftsbericht 2015, S. 20) herleiten. Deshalb ist insoweit auch keine Anpassung der Planung geboten, wie es die Antragsteller zu 53-54 für erforderlich halten (Bl. 574 der Akten).

Widersprüche zwischen der hier vorgelegten Unternehmensplanung und den Verlautbarungen der Gesellschaft beständen nach Auffassung der Antragsteller zu 43-54 bzw. 53-54 auch insofern, als die vorgelegte Planung in der Detailphase eine Reduzierung der Leerstandsquote auf 8,3% vorsähe, während sich laut Geschäftsbericht 2016 der Leerstand im ersten Halbjahr 2016 bereits auf 8,1% verringert habe (Anlage 4 zum Schriftsatz vom 13.12.2016, S. 3, Blatt 679 der Akten). Die Planung bleibe also hinter den bereits vor dem Stichtag erreichten Zielen zurück und sei auch deswegen nicht verwendbar. Demgegenüber weist die Antragsgegnerseite zu Recht drauf hin, dass hier zwischen dem Leerstand nach Fläche (in qm) und dem Leerstand in % der Sollmiete zu unterscheiden ist. Die Leerstandsquoten im Geschäftsbericht beziehen sich auf Flächenangaben, während sich die Unternehmensplanung auf „*Leerstand Bestandportfolio in % Sollmiete*“ bezieht (Tabelle S. 30) und vorsieht, dass das „Ist“ am Ende des Jahres 2015 von 11,6% Mindereinnahmen am Ende der Detailplanungsphase 2018 auf den angestrebten Wert von 8,3% Mindereinnahmen gesenkt wird. Auch das lässt sich der obigen Tabelle entnehmen (S. 30). Ein Widerspruch zu Unternehmensverlautbarungen aus dem Jahr 2016 ergibt sich daraus nicht.

Eine Widersprüchlichkeit der dargestellten Annahmen zu anderen Verlautbarungen des Konzerns ergibt sich – anders als die Antragsteller zu 53, 54, 57, 58 meinen – auch nicht daraus, dass einerseits eine Steigerung der Quadratmetermieten von 5,05 € im ersten Planjahr auf 5,20 € im letzten Planjahr angenommen wird, andererseits aber im Geschäftsbericht zum 30.6.2016 ausgeführt wird, dass sich die Quadratmetermiete zum Stichtag auf € 5,09 belaufe (und damit scheinbar den Plan bereits überholt hat). Denn der

Geschäftsbericht zum 30.6.2016 (ASt 4, S. 5, Blatt 679 d.A.) erwähnt an gleicher Stelle, dass sich die durchschnittliche Quadratmetermiete von € 4,96 Ende 2015 auf € 5,00 bis zum 30.6.2016 gesteigert habe. Diese (jährliche) Durchschnittsmiete ist Gegenstand der Planungen, während sich der Betrag von € 5,09 / qm auf einen konkreten Stichtag bezieht, wie die Antragsgegnerseite überzeugend ausführt (Erwiderung S. 19).

c) Keine notwendigen Plankorrekturen aufgrund „überhöhter Kostenansätze“

Dass die Planung auf der Einnahmeseite in sich schlüssig und einer Korrektur durch das Gericht nicht zugänglich ist, wurde oben dargestellt. Entsprechendes gilt aber auch für die Ausgabeseite.

(1) Konzernumlage / Verwaltungskosten

Ein wesentlicher Bestandteil der Ausgaben besteht in der Konzernumlage, deren Ansatz von den Angemessenheitsprüfern als berechtigt angesehen wurde: Die Umlage wird erhoben, da die Colonia seit 2013 vollständig in den TAG – Konzern integriert ist und über kein eigenes Personal mehr verfügt. Sämtliche Leistungen werden nach den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer durch Personal der TAG erbracht. Grundlage ist das *Konzernumlageverfahren im Konzern der TAG Immobilien AG*, welches zunächst zwischen den Kapitalgesellschaften des Konzerns vereinbart wurde und in welches seit dem 7. Juni 2016 auch die Kommanditgesellschaften miteinbezogen wurden (Anlage AG 12). Die erst spätere Miteinbeziehung erklärt sich aufgrund umsatzsteuerlicher Nachteile, die bis zur Entscheidung des EuGHs in Sachen *Larentia-Minaerva* (C 08/14 und C 109/14 vom 16.7.2015) bestanden, vgl. S. 34. Der Beitritt der Kommanditgesellschaften zu der Umlagevereinbarung führt für den Colonia-Konzern zu zusätzlichen Kosten, die jedoch sachlich begründet sind. In der ursprünglichen Planung der Gesellschaft, welche aufgrund der Einwände der Bewertungsprüfer () angepasst wurde, waren diese Erhöhungen noch nicht miteinbezogen. Auch haben die Bewertungsprüfer für den Planungszeitraum eine ebenfalls sachliche gebotene Erhöhung der Personalkosten von 3% vorgesehen. Unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte stellt sich die Planung der Konzernumlage nach der Darstellung der Bewertungsprüfer wie folgt dar:

GuV	IST ber. 2013	IST ber. 2014	IST ber. 2015	PLAN 2016	PLAN 2017	PLAN 2018
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Anpassung Konzernumlage	-7,3	-8,3	-7,6	-7,4	-7,4	-7,4
Konzernumlage (Originalplanung)				-0,9	-0,9	-0,9
Korrektur neue vertragliche Grundlagen					-0,2	-0,5
Korrektur Kostensteigerung Personal						
Konzernumlage (angepasst)	-7,3	-8,3	-7,6	-8,3	-8,6	-8,8

Anpassungsbetrag	0	0	0	-0,9	-1,2	-1,5
------------------	---	---	---	------	------	------

Quelle:

Die „sonstigen betrieblichen Ausgaben“, welche im Planungszeitraum noch weitere Positionen in einer Größenordnung von € 600.000 p.a. beinhalten (Rechts- und Beratungskosten, IR, HV, AR und übrige Aufwendungen) belaufen sich im Planungszeitraum damit auf ca. 16% bzw. 16,2% der geplanten Umsätze. Die Angemessenheitsprüfer haben bestätigt, dass sie sich umfangreich mit dieser Planung auseinandergesetzt haben und sie als zutreffend betrachten (S. 33).

Verschiedene Antragsteller halten diesen Kosten bzw. diesen Kostenanteil für zu hoch und verweisen darauf, dass die WEG-Verwaltung bzw. die Mietverwaltung von Wohneinheiten jeweils für weniger als 25,00 € am Markt angeboten werde. Bei 16.312 Wohneinheiten (Übertragungsbericht S. 6) würde die Verwaltung zu Kosten von 4,9 Mio. € führen und nicht zu den geplanten 8,6 Mio.€. Die Antragsgegenseite hält diese Berechnung für falsch, da wesentliche Dienstleistungen, die im Konzern erbracht würden, in den genannten Beträgen nicht enthalten seien und führt dies im Einzelnen aus (Antragserwiderung S. 21f).

Vom wirtschaftlichen Ergebnis her ist das ohne weiteres überzeugend. Bei Vermietung einer Eigentumswohnung fallen nämlich kumulativ Kosten für die WEG-Verwaltung und Kosten für die Verwaltung der Mietsache an, da es sich um verschiedene Aufgabenbereiche handelt (Wer also seinen WEG-Verwalter mit der Verwaltung auch gegenüber dem Mieter beauftragt, zahlt beide Beträge). Damit ergäbe sich dann ein Betrag von 9,8 Mio. €, welcher den hier angesetzten Betrag der Konzernumlage übersteigt. Davon ließen sich zwar wiederum Abschläge machen, weil die auch zu den Aufgaben des WEG-Verwalters gehörenden Abstimmungen zwischen den Eigentümern wegfielen, andererseits sind jedoch diverse Positionen in der Konzernumlage enthalten, die bei WEG-Verwaltern und Mietwohnungsverwaltern extra bezahlt werden, wie etwa die Betreuung von Baumaßnahmen oder Leistungen im Zusammenhang mit Mieterwechseln etc. Die Größenordnung der Konzernumlage erscheint gemessen an diesem Maßstab auch unter Berücksichtigung eines großen Einsparpotenzials als nicht unrealistisch. Dass die Antragsgegnerin nicht einzelne Leistungen nach von ihr gegriffenen Preisen berechnet und so beliebig Gewinne aus der Colonia – Gruppe herausziehen kann, wird bereits durch die Umlagevereinbarung (Anlage AG 12) gewährleistet. Diese sieht vor, dass nur die tatsächlich bei der Antragsgegnerin entstehenden Kosten auf die Konzerngesellschaften heruntergebrochen werden. Dies geschieht hinsichtlich abstrakter Vorgaben für einzelne Leistungsgruppen, wobei vorhandene Differenzierungen zwischen beteiligten Gesellschaften auf sachlichen Gründen beruhen. Solche bestehen etwa darin, dass lediglich Holding-Funktionen ausgeführt werden oder dass

einzelne Gesellschaften bestimmte Leistungen durch Dritte ausführen lassen. Für die Einzelheiten ist auf die Anlage AG 12 zu verweisen. Eine Diskriminierung der Colonia ist durch die vereinbarten Maßstäbe nicht ersichtlich. Soweit – aus besagten umsatzsteuerlichen Gründen – bis 2016 einige zur Colonia-Gruppe gehörende Kommanditgesellschaften außen vor gelassen waren, bestand insoweit lediglich eine Besserstellung, die im Rahmen der Planung aber nicht fortgeführt werden muss.

(2) Aufwendungen aus Vermietung / Modernisierungen / Betriebskosten für Leerstand

Die Aufwendungen aus Vermietung umfassen Instandhaltungsaufwand, die Betriebskosten für Leerstand und nicht umlagefähige Kosten. Diese sollen sich nach der durch die Bewertungsprüfer korrigierten Unternehmensplanung wie folgt entwickeln:

GuV	IST ber.	IST ber.	IST ber.	PLAN	PLAN	PLAN
Colonia Real Estate AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Instandhaltungsaufwand	-10,4	-10,1	-7,9	-7,2	-7,2	-7,2
Betriebskosten Leerstand	-5	-4,3	-3,7	-3,9	-3,6	-3,4
Nicht umlagefähige Kosten	-3,6	-3,3	-3,1	-3	-3	-3
Aufwendungen aus Vermietung	-19	-17,6	-14,7	-14,1	-13,8	-13,6
Instandhaltungsaufwand (€/qm)	8,7	9,4	8	7,1	7,1	7,1
Aktivierete Modernisierungsmaßnahmen (€/qm)	7,1	10,7	9,8	6,3	6,6	6,9
Summe (€/qm)	15,8	20,1	17,7	13,4	13,7	14
in % der Kaltmiete	27%	30%	29%	22%	22%	22%
Betriebskosten Leerstand (€/qm)	2,6	2,9	2,6	3,3	3,1	2,9

Quelle: S.31, 32 kombiniert mit abgesenkten Leerstandskosten

Die Kosten für Instandsetzungen wurden von den Bewertungs- und Angemessenheitsprüfern als am unteren Ende des Vertretbaren angesehen. Dies ist ohne Weiteres nachvollziehbar. Vertreten wird für Mietwohngrundstücke ein Ansatz von 11 bis 26 v h des Jahresrohertrages, was allerdings nur ein sehr grober Maßstab ist. Alternativ angesetzt werden –unter Rückgriff auf § 28 Abs. 2 Zweite Berechnungsverordnung- (indexierte) Werte von 7,10 €/qm für Wohnungen, deren Bezugsfertigkeit am Ende des Kalenderjahres weniger als 22 Jahre zurückliegt, bzw. von € 11,50 / qm für Wohnungen, der Bezugsfertigkeit mehr als 32 Jahre zurückliegt (Zimmermann, Immobilienwertermittlungsverordnung, 2. Auflage 2019, § 19 RN 21)

In Anbetracht des überwiegend alten Wohnungsbestandes der Colonia wird aber deutlich, dass die vorgenommenen Ansätze nicht zu beanstanden sind, dass insbesondere auch die Modernisierungskosten (die auf der Einnahmeseite in den geplanten Mietsteigerungen mit

abgebildet werden), nicht zu überhöhten Ansätzen führen, wenn sie zusammen mit den Instandhaltungskosten einen Anteil von 22% des Rohertrages ausmachen.

Die durch die Unternehmensplanung zunächst etwas höher angesetzten Betriebskosten für Leerstände wurden zugunsten der Antragsteller bereits durch die Bewertungsprüfer korrigiert. Auch dort ausgewiesene Beträge sind nicht zu beanstanden. Für weitere Korrekturen besteht hier kein Anlass.

(3) Finanzergebnis

Eine weitere erhebliche Ausgabenquelle, welche die (geplanten) künftigen Erträge mindert, besteht in den zu leistenden Zinsen. Diese entwickeln sich nach der bei (S. 38) abgebildeten Unternehmensplanung wie folgt:

Colonia Real Estate AG	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Mio. €					
Zinsergebnis	-28,7	-24	-16,7	-14,4	-13,6	-10,9
davon Zinsaufwand Kreditinstitute				-12,5	-12	-9,6
davon Zinsaufwand TAG-Konzern				-2,1	-1,7	-1,3
davon Zinserträge				0,2	0,1	0
Beteiligungsergebnis	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Zins- und Beteiligungsergebnis	-28,1	-23,5	-16,4	-14,1	-13,3	-10,6
Nettoverschuldung	504	386,6	353,1	341,6	329,1	313,4
davon Verbindlichkeiten Kreditinstitute	410,5	340,8	320,1	310,9	301,8	292,6
davon Verbindlichkeiten TAG-Konzern	114	126,8	47	36,4	31,2	22,7
davon verzinsliche Aktiva	20,5	81,1	14	5,7	3,9	2

Quelle: , S. 38

Die Zinsaufwendungen umfassen die Bankkredite, die Konzernfinanzierung sowie Zinsanteile auf Pensionen (S. 37). Die Zinssätze vorhandener Kredite bewegten sich zwischen 3,95% und 5,0% p.a., wobei für die Anschlussfinanzierungen niedrigere Zinssätze von 2% p.a. unterstellt wurden (S. 37). Das ist nicht zu beanstanden.

Aus den Erläuterungen bei lässt sich darüber hinaus entnehmen, dass die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten besichert waren und im Planungszeitraum einen durchschnittlichen Zinssatz von 3,2% bis 4% aufwiesen, während die Verbindlichkeiten gegenüber der Hauptgesellschafterin TAG ungesichert waren und einen Zinssatz von 5% p.a. aufwiesen. Verschiedene Antragsteller, so die Antragsteller zu 5, zu 29-33, zu 42 und zu 53, 54) haben dies beanstandet und erblickten darin eine verdeckte Gewinnausschüttung, die eine Ergebniskorrektur zugunsten der Antragsteller nach sich ziehen müsste. Der Antragsteller zu 7) hat unter Bezugnahme auf die Entscheidung des BFH vom 21.12.1994 (I R 65/94) insbesondere darauf hingewiesen, dass bei Darlehen beherrschender

Gesellschafter die Einflussnahmemöglichkeit des Gesellschafters eine Besicherung ersetze und ein höherer Zinssatz daher nicht zugrunde gelegt werden dürfe. Die Antragsteller zu 53, 54 sind der Auffassung, hier liege „ein (echter) negativer Verbundeffekt“ vor.

Dieser Auffassung schließt sich die Kammer nicht an. Aus der Rechtsprechung des BFH zu verdeckten Gewinnausschüttungen ergibt sich, dass sich eine schematische Betrachtung verbietet und die jeweilige Entscheidung anhand der vorliegenden Indizien „einzel Fallbezogen“ zu treffen ist (Gosch, KStG, 4. Auflage 2020, § 8, RN 688f). Im vorliegenden Fall wird der höhere Zinssatz für die konzerninternen Darlehen seitens der Antragsgegnerin damit gerechtfertigt, dass die konzerninterne Finanzierung nachrangig ausgestaltet sei und die internen Darlehen wegen der fehlenden Sicherheit einem höheren Risiko unterlägen. Die Fähigkeit, einen Rückfluss des Darlehens zu erreichen, beruht nicht nur auf der Möglichkeit der Einflussnahme, sondern maßgeblich auf dem Vermögen der Schuldnerin. Wenn es nicht ausreicht, fällt der ungesicherte Gläubiger aus. Insofern kann eine unterschiedliche Behandlung gesicherter Darlehen gegenüber Fremdgläubigern und ungesicherter Darlehen gegenüber einem herrschenden Gesellschafter durchaus gerechtfertigt sein. Soweit der bisherigen Rechtsprechung des BFH entnommen werden konnte, dass allein in den Einflussnahmemöglichkeiten des beherrschenden Gesellschafters eine fremdübliche, werthaltige Besicherung des Rückzahlungsanspruchs zu sehen sei, hat der BFH diese Rechtsprechung in seiner Entscheidung vom 27.2.2019 – I – R 73716 (zitiert nach Beck-Online, RN 18) ausdrücklich aufgegeben. Schließlich ist auch darauf hinzuweisen, dass steuerrechtliche Wertungen, die aufgrund der Zwecksetzungen der Steuergesetze getroffen werden, eigenständigen zivilrechtlichen Wertungen nicht entgegenstehen, und umgekehrt. Im Ergebnis hat die Kammer keine Bedenken, die geplanten Zinszahlungen an die beherrschende Gesellschafterin (die weniger als 20% der Zinszahlungen insgesamt ausmachen) auch insoweit als ertragsmindernd zu akzeptieren, wie der Zinssatz den Zinssatz der (besicherten) Fremdfinanzierungen übersteigt.

d) Ergebnis Detailplanungsphase

Aus den vorstehenden Vorgaben ergibt sich in der Detailplanungsphase ein Gewinn nach Steuern in Höhe von € 24,4 Mio. im Jahr 2016, € 26,1 Mio. im Jahr 2017 und von € 29,8 Mio. im Jahr 2018 (S. 40).

Bei der Berechnung des Gewinns wurden die Ergebnisse aus einer Neubewertung des Grundvermögens nicht berücksichtigt, weil sich daraus kein für die Anleger relevanter Liquiditätsgewinn ergäbe. Das ist nachvollziehbar, da die Gesellschaft ihre Gewinne als Bestandhalter generiert und die Grundstücke nach dem Geschäftsmodell nicht verkauft werden sollen.

Aufgrund des bestehenden körperschaftssteuerlichen Verlustvortrages fallen nach Aussage der Bewertungsprüfer im Jahr 2016 keine Steuern an, 2017 nur Steuern in Höhe von € 300.000,00 und 2018 Steuern in Höhe von € 600.000,00. Die Angemessenheitsprüfer haben bestätigt, dass sie die diesem Ergebnis zugrundeliegenden Berechnungen geprüft und nachvollzogen haben. Seitens der Kammer ergeben sich keine tragfähigen Ansatzpunkte für Bedenken.

4. Überleitung zum Terminal Value

Für die Überleitung der Werte aus der Detailplanungsphase in den Terminal Value wurden von den Bewertungsprüfern verschiedene Modifizierungen vorgenommen. So wurde ab 2019 einerseits eine Erhöhung der Umsätze aus Vermietung von 57,7 auf 58,1 Mio. € angenommen und es wurden andererseits um 5,2 Mio. € höhere Aufwendungen für Instandsetzungen angesetzt. Dies führte per Saldo zu einer Verminderung des Mietergebnisses um 4,7 Mio. € gegenüber dem letzten Planjahr. Auf der anderen Seite reduzierten sich die Zinsaufwendungen von 10,9 Mio. € um 5,1 Mio. € auf 5,8 Mio. €. Die Steuerbelastung erhöhte sich - infolge des Verbrauchs der Verlustvorträge - um 1,9 Mio. € auf 2,4 Mio. € (S. 43).

Der höhere Ansatz für Instandsetzungsaufwendungen ist nicht zu beanstanden. Bei den Aufwendungen für Instandsetzung würde auf der Grundlage der Kostenvorgaben der Zweiten Berechnungsverordnung jetzt ein Wert von 12,16 € / qm zugrunde gelegt, wobei analog der zugrunde gelegten Wachstumsrate eine entsprechende jährliche Steigerung unterstellt wurde. Die Kosten berücksichtigen, dass der vorhandene Wohnungsbestand alt und in einem nur mäßigen Erhaltungszustand ist. Infolge der gering angesetzten Instandhaltungskosten in der Detailplanungsphase wurde er auch nicht wesentlich verbessert. Für die Ermittlung des Betrages weisen die Bewertungsprüfer darauf hin, dass hier nicht von einem linearen jährlichen Aufwand auszugehen ist, sondern dass sie aufgrund eines Rechenmodells versucht haben, eine zyklische Entwicklung abzubilden. Die Angemessenheitsprüfer haben bestätigt, dass sie sich mit diesem sehr langfristigen Planungsmodell auseinandergesetzt haben und dass sie es für sachgerecht halten (S. 40). In seiner Vernehmung hat der sachverständige Zeuge dies noch näher erläutert (Protokoll S. 24, Blatt 1677 der Akten).

Danach sei beim Terminal Value zu beachten gewesen, dass die Instandhaltungskosten sich nur auf die Restnutzungsdauer der Gebäude bezögen. Für die Weiterführung des Unternehmens seien zusätzlich substanzerhaltende Investitionen erforderlich. Bei einer angenommenen Nutzungsdauer der Gebäude von insgesamt 70 Jahren sei für die Berechnung der substanzerhaltenen Investitionen jeweils unterstellt worden, dass dann nicht

nach Ablauf der Restnutzungsdauer ein neues Haus gebaut werde, sondern ein 40 Jahre altes Haus. Um die Substanz, wie sie sich heute darstellt, dauerhaft zu erhalten, müssten also Aufwendungen in einem Maße vorgenommen werden, wie sie zur Anschaffung eines (beispielsweise) 40 Jahre alten Hauses nach Ablauf der Restnutzungsdauer von 70 Jahren jeweils erforderlich wären. Diese Berechnung vollziehe sich so, dass man für jedes Objekt am Ende zu bestimmten Stichtagen eine erforderliche Zahlung ermittle, die dann auf den Stichtag der ewigen Rente abgezinst und in eine Einmalzahlung umgerechnet werde. Die Modellierung in der ewigen Rente nach dieser Methode habe der Gutachter vorgenommen. Die Angemessenheitsprüfer hätten dies dann im Einzelnen hinsichtlich der Methode und auch der rechnerischen Richtigkeit nachvollzogen.

Unter Berücksichtigung sämtlicher Korrekturen führen die Anpassungen gegenüber dem letzten Planjahr dazu, dass sich das EBT von € 23,4 Mio. immer noch auf € 23,7 Mio. erhöht. Aufgrund der wesentlich höheren Steuerlast verringert sich das Ergebnis, welches der Berechnung des Unternehmenswerts zugrunde gelegt wird, nach Steuern dann allerdings von € 22,8 Mio. auf € 21,3 Mio..

Die Einzelheiten der Berechnung ergeben sich aus nachstehender Tabelle:

Darstellung nach IFRS	Bewertungsperspektive				
	PLAN	TV	PLAN	TV	Veränd.
Überleitung nachhaltiges Ergebnis	2018	2019 ff.	2018	2019 ff.	Veränd.
Colonia Real Estate AG	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Umsätze aus Vermietung	57,7	58,1	57,7	58,1	0,4
Aufwendungen aus Vermietung	-13,1	-18,2	-13,1	-18,2	-5,2
Mietergebnis	44,6	39,9	44,6	39,9	-4,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0
Neubewertung	7,1	0	0	0	0
Rohergebnis	51,8	40	44,7	40	-4,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,5	-9,5	-9,5	-9,5	-0,1
Abschreibungen	-0,1	-7	0	0	0
Wertminderungen	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	0
Zinsergebnis	-10,9	-5,8	-10,9	-5,8	5,1
Beteiligungsergebnis	0,3	0,3	0,3	0,3	0
EBT	30,4	16,7	23,4	23,7	0,3
Ertragsteuern	-0,6	-2,4	-0,6	-2,4	-1,9
Ergebnis nach Steuern	29,8	14,3	22,8	21,3	-1,5
Abschreibungen (+) /	-7	7	0	0	0
Investitionen/Reinvestitionen	-7	-12,3	-7,0	-12,3	-5,3
Cashflow aus Veränderung der Fremdfinanzierung	-15,8	2,4	-15,8	2,4	18,1
Cashflow aus Veränderung des Working Capital	-0,1	0	-0,1	0	0,1
Thesaurierung /Thesaurierung zur	-29,8	-2,9	-22,8	-9,9	12,9
Summe (verfügbare Wertbeiträge)	0	11,4	0	11,4	11,4

S. 43

Verschiedene Antragsteller, insbesondere die Antragsteller zu 53, 54, halten die Diskrepanzen zwischen den Werten aus dem letzten Planjahr und dem Terminal Value für unplausibel. Deren Höhe beruht aber weitgehend darauf, dass - wie gesagt - im Terminal Value keine Ergebnisse aus Neubewertung miteingeflossen sind, weil diese nicht zu ausschüttbaren Erträgen führen würden. Auch im Übrigen sind die dargestellten Modifizierungen nach Auffassung der Kammer überzeugend.

5. Basiszinssatz

Für die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes nach dem Tax-Capital Asset Pricing Model entsprechend dem IDW S 1 war zunächst der Basiszins festzustellen, also der Zinssatz, der für quasi risikolose Anlagen erzielt werden kann. Die Bewertungsprüfer haben ihrer Berechnungen einen Basiszinssatz von 0,5% vor Steuern und 0,37% nach Steuern zugrunde gelegt. Diesen haben sie anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ermittelt, wobei sie wegen der Folgen des Brexit-Referendums nur eine Referenzperiode von einem Monat zugrunde gelegt haben. Maßgeblich ist entsprechend den Empfehlungen des FAUB (und der Rechtsprechung dieser Kammer, vgl. 412 HKO 156/16, Beschluss vom 26.9.2019, S. 30) der durchschnittliche Satz aus einer Referenzperiode von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag. Das führt hier zu einem Wert von 0,58% bzw. gerundet 0,6%, wie auch eine Abfrage bei Wollny <https://www.basiszins-unternehmensbewertung.de/tageswerte> bestätigt. Die Angemessenheitsprüfer haben in ihrer finalen Berechnung aber darauf verzichtet, diesen Wert zu Lasten der Abfindungsberechtigten anzuheben, da sich dieser Effekt mit Änderungen bei der Berechnung des Beta-Faktors wieder aufgehoben hätte (vgl. Erklärung S. 26 des Protokolls vom 6.11.2017). Die Rundung auf Zehntel Punkte statt auf Viertel folgte dem Vorschlag des FAUB vom 13.7.2016 und ist nicht zu beanstanden. Der gefundene Wert war dann für die weitere Berechnung um die persönlichen Steuern (25%) und den Solidaritätszuschlag (5,5%) zu senken:

Eine Reihe von Antragstellern haben gegen diese Berechnung Bedenken erhoben. Teilweise beruhten diese Bedenken auf dem (nachvollziehbaren) Missverständnis, dass für die Berechnung des Unternehmenswerts ein höherer Basiszinssatz zugrunde gelegt wurde als 0,5%. Weitere Einwände gegen die Höhe des Basiszinssatzes setzen gänzlich andere Formen der Herleitung voraus, die nicht zu überzeugen vermögen. Die hier verwandte Methode zur Herleitung des Basiszinssatzes ist in Rechtsprechung und Literatur weithin anerkannt (vgl. OLG München – Beschluss vom 11. März 2020 – 31 Wx 341/17 –, juris RN 68 mit umfangreichen weiteren Nachweisen).

6. Marktrisikoprämie

Die Angemessenheitsprüfer haben – den Empfehlungen des FAUB folgend - ihrer Berechnung eine Marktrisikoprämie von 5,5% p.a. (nach persönlichen Steuern) zugrunde gelegt. Dies ist nach Auffassung der Kammer trotz der daran geübten Kritik vieler Antragsteller richtig. Die Kammer hatte bereits in der Sache 412 HKO 156/16, an der auch viele der hiesigen Antragsteller beteiligt waren und ihre Argumente vorgebracht hatten, Gelegenheit, sich mit der Marktrisikoprämie im Jahr 2016 auseinander zu setzen, und zwar bezogen auf den Stichtag 12.7.2016, welcher nur sechs Wochen vor dem hier in Rede stehenden Stichtag 29.8.2016 liegt. Die dort angestellten Überlegungen gelten auch hier. In der Entscheidung vom 26. September 2019 heißt es dazu auf Seite 33:

Soweit sich die verschiedenen Diskussionsteilnehmer auf unterschiedlichen Zahlenreihen berufen, die belegen sollen, welche Renditeerwartung Investoren haben, hält die Kammer die Folgerungen daraus nicht für zwingend. Aus diesen Zahlen lässt sich zwar ableiten, was ein Anleger, dem ein bestimmtes Profil zugeschrieben wird, tatsächlich in der Vergangenheit an Renditen erzielt hat, es lässt sich aber nicht erkennen, welche Erwartungen ihn zu seinen Investitionen bewegt haben. Einige Anleger werden mit dem Ergebnis mehr als zufrieden, andere hingegen werden enttäuscht sein. Für eine dritte Gruppe ist das Ergebnis vielleicht gerade richtig. Dementsprechend hat die Kammer grundlegende Zweifel daran, dass sich ein wissenschaftlicher Weg finden lässt, eine Marktrisikoprämie exakt zu ermitteln. Mit dem Oberlandesgericht München ist vielmehr zu sagen, dass der entsprechende Wert, wie die übrigen Größen auch, nur durch eine stets mit Unsicherheiten behaftete Schätzung ermittelt werden könne. Da es sich um eine in Wirtschaftsliteratur und -praxis höchst umstrittene Größe handele, könne sie auch im Rahmen eines Spruchverfahrens keiner endgültigen Klärung zugeführt werden (OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018 – 31 Wx 415/16 –, RN 44, juris, ebs. OLG Frankfurt, Beschluss vom 18.12.2014, 21 W 34/12, RN 78). sondern stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein (OLG Karlsruhe 12.9.17, 26 W 4/17, AG 2019, 96).

Im Rahmen einer solchen Schätzung haben viele Gerichte, unter anderem das Hanseatische Oberlandesgericht Hamburg (Beschluss vom 8.10.2018, 13 W 20/16, S. 15; Beschluss vom 22.3.2018, 13 W 74/15, S 14ff mit ausführlicher Begründung), zu erkennen gegeben, dass sie einen Wert in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Spanne, d.h. von 5,5 % nach Steuern, für plausibel erachten (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 2.7.2018, 26 W 4/17, AG 2019, 92, 95; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30.4.2018, 26 W 4/16 und 2.2.1; OLG Frankfurt, Beschluss vom 18.12.2014, 21 W 34/12, RN 80; OLG Karlsruhe 12.9.17, 26 W 4/17, AG 2019, 96, LG Hamburg, Beschluss vom 26.4.2019, 403 HKO 10/18, RN 55ff mit weiteren Nachw.). Einige andere Gerichte haben jedoch in den von ihnen entschiedenen Fällen auch eine Absenkung der Marktrisikoprämie auf 5% nach Steuern vorgenommen (OLG München, Beschluss vom 16.10.2018, 31 Wx 415/16, juris RN 42).

Dass die Höhe der Marktrisikoprämie in Zeiten der Niedrigzinsen ein höchst umstrittenes Problem darstellt, welches auch im Rahmen eines Spruchverfahrens keiner endgültigen Klärung zugeführt werden kann, wurde jüngst auch wieder durch verschiedene Obergerichte hervorgehoben (OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.8.2020, juris RN 46. OLG Frankfurt,

Beschluss vom 8.9.2020, 21 W 121/15, juris RN 125; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24.9.2020, 26 W 5/16, juris RN 78). Es könne in diesem Zusammenhang auch nicht Aufgabe des Gerichts ist, in Spruchverfahren wirtschaftswissenschaftlich umstrittene Fragen der Unternehmensbewertung zu klären (OLG München, Beschluss vom 11.3.2020, 31 Wx 341/17, juris RN 71). Während das OLG München mit dieser Begründung eine Marktrisikoprämie von 4,5% nicht beanstandete (bezogen auf eine Strukturmaßnahme im Jahr 2011, für welches eine Empfehlung des FAUB zwischen 4 und 5 % galt), haben die Oberlandesgerichte Düsseldorf und Frankfurt in den zitierten Entscheidungen nach überzeugenden Erörterungen, auf die verwiesen wird, eine Marktrisikoprämie von 5,5% zugrunde gelegt und sind damit im Ergebnis (ebenfalls) der Empfehlung des FAUB gefolgt. Auch das OLG Karlsruhe hat keinen Anlass gesehen, eine durch den Sachverständigen unter Heranziehung der Empfehlung des FAUB zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 5,5% abzuändern (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 25. Mai 2020 – 12 W 17/19 –, juris RN 82, 84).

Das OLG Frankfurt hat in seiner Entscheidung vom 8.9.2020 (a.a.O., RN 132) zudem gründlich erörtert, warum die beiden Entscheidungen des Kartellsenats des Bundesgerichtshofs vom 7. September 2019 zu Bewertungen in Zusammenhang mit Energiepreisen (EnVR 41/18, EnVR 52/18, jeweils juris), in denen eine Festsetzung der Marktrisikoprämie durch die Regulierungsbehörde in Höhe von lediglich 3,8 % nicht beanstandet wurde, keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Marktrisikoprämie im Spruchverfahren hat. Es wurde überzeugend herausgearbeitet, dass die Entscheidungen des BGH maßgeblich auf der Überlegung beruhten, dass der Bundesnetzagentur ein Beurteilungsspielraum bei der von ihr durchgeführten Ermittlung der Marktrisikoprämie zustehe und sie diesen Spielraum nicht überschritten habe. Diesen Gesichtspunkt hat auch der BGH selbst in seiner Entscheidung (Eigenkapitalzinssatz III) vom 3.3.2020 (EnVR 26/18 – juris 31) bestätigt. Maßgeblich war gerade, dass die Alternative gegenüber der durch die Netzagentur gewählten Methode nicht als überlegen angesehen werden konnte (juris, RN 35). In seiner weiteren Entscheidung vom 3.3.2020 (EnVR 34/18) hat der BGH schließlich ausdrücklich klargestellt, dass einerseits die Rechtsprechung des BGH in Spruchverfahren keinen Einfluss auf die Ermittlung des Wagniszuschlags nach § 8 Abs. 5 Strom NEV habe, andererseits aber auch die dortigen Ausführungen zur Marktrisikoprämie aufgrund der unterschiedlichen Zielsetzungen der betroffenen Gesetze nicht vollständig auf das Spruchverfahren übertragbar seien (juris, RN 21).

Soweit einige Antragsteller Beweisangebote zur Marktrisikoprämie durch die Einholung von Sachverständigengutachten gestellt haben, war dem nicht nachzugehen, da nicht erkennbar

ist, dass diese geeignet wären, die bestehende, vielfach attestierte Unsicherheit zu beseitigen.

7. Beta-Faktor

Im Ergebnis zutreffend wurde der Herleitung des Unternehmenswerts ein unverschuldeter Beta-Faktor des Unternehmens von 0,28 zugrunde gelegt.

Der Betafaktor dient der Anpassung des allgemeinen Risikozuschlags an das konkrete Risiko des zu bewertenden Unternehmens (Philipp Jaspers/Peter N. Posch; in Umwandlungsrecht, 2. Auflage 2019; Böttcher/Habighorst/Schulte, Anhang § 11 SpruchG, Rn. 58). Der Betafaktor kennzeichnet die besondere Empfindlichkeit der Aktie in Bezug auf die allgemeine Bewegung des Marktes (van Rossum, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Auflage 2020, § 305, RN 155). Er wird abgeleitet, indem die Kursschwankungen der Aktie des betrachteten Unternehmens mit den durchschnittlichen Kursschwankungen des Marktes in Beziehung gesetzt werden. Der Risikozuschlag für das betrachtete Unternehmen wird ermittelt, indem die Marktrisikoprämie mit dem Beta-Faktor multipliziert wird.

Für die Ableitung des Beta-Faktors haben die Bewertungsprüfer nicht auf den eigenen Beta-Faktor des Unternehmens zurückgegriffen, weil der Handel mit der Colonia Aktie (im Freiverkehr der Frankfurter Börse) nur eine sehr geringe Liquidität aufgewiesen habe. Bei den ausgewählten Vergleichsunternehmen mit dem Schwerpunkt Bestandhaltung im Bereich Wohnimmobilien sei die Zahl der Transaktionen durchschnittlich 196mal höher gewesen als bei der Colonia. Bezogen auf das tägliche Handelsvolumen sei sie sogar 312mal höher.

In die Peer Group haben die Bewertungsprüfer fünf deutsche, zwei österreichische und ein luxemburgisches Unternehmen aufgenommen. Alle Unternehmen betätigen sich als Bestandhalter von Immobilien auf dem deutschen Markt. Zur Peer-Group gehört auch die TAG Immobilien AG, Hamburg, die hiesige Antragsgegnerin. Die Bewertungsprüfer haben die Betafaktoren der beteiligten Unternehmen in wöchentlichen Renditeintervallen über zwei Jahre und in monatlichen Renditeintervallen über 5 Jahren mit den jeweiligen Indizes in Beziehung gesetzt. Dabei haben sie die jeweiligen Werte um die individuellen Kapitalstrukturen der jeweiligen Unternehmen bereinigt. Für das unverschuldete Beta führte dies in der zweijährigen Betrachtungsperiode zu durchschnittlichen Mittelwerten von 0,33 bis 0,35, in der fünfjährigen Periode von 0,25 bis 0,29. Aufgrund geringfügiger Abhängigkeiten von den Wochentagen der Datenerhebung haben die Bewertungsprüfer im zweijährigen Betrachtungszeitraum die Spanne auf 0,31 bis 0,36 erweitert. Bei Zugrundlegung adjustierter

Beta würde die Spanne 0,40 bis 0,42 betragen. Im Ergebnis haben die Bewertungsprüfer einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,28 für zutreffend erachtet.

Die Angemessenheitsprüfer haben sowohl die Zusammensetzung der Peer Group, insbesondere auch ihre Vollständigkeit, als auch die vorgenommenen Berechnungsschritte untersucht und zum Gegenstand eigener Analysen gemacht. Sie haben sich in ihrem Gutachten dem Ergebnis angeschlossen, dass ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,28 zur Schätzung des operativen Risikos der Colonia angemessen sei, wobei dieser Wert in der Schlussbetrachtung auf 0,27 gesenkt wurde (dies führte aufgrund der gegenläufigen Entwicklung des Basiszinssatzes jedoch zu keiner Änderung, wie sich aus der Aussage von im Termin ergibt, Protokoll S. 25f, Bl. 1678f d. A.)

Der unverschuldete Beta-Faktor wurde sodann der Kapitalstruktur der Colonia angepasst, was zu Beta-Faktoren zwischen 0,6 im ersten Planjahr und 0,54 im Terminal Value führte.

Gegen die vorgenommene Ermittlung des Beta-Faktors werden durch viele Anspruchsteller Einwände erhoben. Diese richten sich insbesondere gegen das methodische Vorgehen im CAPM Verfahren, gegen die Ablehnung des unternehmenseigenen Beta-Faktor und gegen die Auswahl und Bildung der Peer-Group.

Dass das Tax-CAPM als Methode herangezogen werden kann, wurde bereits oben ausgeführt. Dass das Handelsvolumen als zu gering erscheint, um auf den eigenen Beta-Faktor der Gesellschaft zurückzugreifen, haben die Bewertungsgutachter überzeugend dargelegt. Zwar ist es auch nach Auffassung der Kammer für eine Bewertung vorteilhaft, wenn das eigene Beta der Gesellschaft herangezogen werden kann, das ist aber nur dann der Fall, wenn aus dem Umfang des Handels belastbare Schlussfolgerungen gezogen werden können. Wenn in der Spitze jeweils nur ein kleiner Anteil von Aktien der Gesellschaft gehandelt wird, erlaubt dies keine Rückschlüsse auf die nach § 305 III Satz 2 AktG zugrunde zu legenden Verhältnisse des Unternehmens. Auch wenn die Zahl der täglichen, wöchentlichen oder monatlichen Transaktionen im Vergleich zu Unternehmen der Peer Group, die über ein insgesamt viel größeres Aktienvolumen verfügen können, allein nicht maßgeblich ist, bleibt hier die sehr gut nachvollziehbare Feststellung der Angemessenheitsprüfer, dass die Colonia-Aktie eine sehr geringe Liquidität aufgewiesen hat. Illustriert wird dies auch durch die Darstellung eines Antragstellers, wonach bereits ein von ihm vorgenommener Verkauf von 950 Aktien zu einem Kursrückgang geführt habe (Blatt 38 der Akten). Allein der Umstand, dass den historischen Kursverläufen bis Anfang 2015 im Vergleich zur Entwicklung des C-Dax im 5 Jahresvergleich eine statistische Signifikanz zukommt, wie die Angemessenheitsprüfer herausgearbeitet haben (! S. 54), bedeutet

nicht, dass der Wert Aussagekraft hat. Zu dieser Schlussfolgerung gelangen auch die Angemessenheitsprüfer.

Soweit darauf verwiesen wird, dass der eigene Beta-Faktor exakt im Bereich des „Konzernherrn“ liege und schon deswegen zu verwenden sei, überzeugt dies nicht: Für die Beurteilung, ob ein unternehmenseigener Beta-Faktor tragfähige Aussagen erlaubt, kommt es nicht darauf an, wie hoch er ist. Wenn der Faktor aufgrund eines Vergleichs mit anderen Unternehmen „bewiesen“ werden soll, zeigt dies gerade, dass auf eine Peer Gruppe abzustellen ist.

Die konkrete Zusammensetzung der Peer-Group, welche durch die Angemessenheitsprüfer überprüft und für sachgerecht befunden wurde, ist nach Auffassung der Kammer nicht zu beanstanden. Dass zwei österreichische Unternehmen in die Peer Group miteinbezogen wird, lässt ihre Vergleichbarkeit nicht entfallen, zumal wesentliche Teile des bewirtschafteten Bestandes in Deutschland liegen (Antragserwiderung, Seite 56). Entscheidend ist, dass bei allen Peer Group Mitgliedern die Bestandhaltung von Wohnimmobilien wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells ist. Hierzu wird auf die Beschreibungen der Peer Group-Unternehmen in der Anlage zum Bewertungsgutachten Bezug genommen. Dieser gleichartige Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit erlaubt die Annahme, dass sie hinsichtlich ihres Marktrisikos vergleichbar sind.

Gegen die Ermittlung des maßgeblichen Beta-Faktors aus den Werten der Peer Group und gegen die durch die Angemessenheitsprüfer geprüfte Anpassung an die Kapitalstruktur der Colonia bestehen seitens der Kammer keine Bedenken.

8. Wachstumsabschlag

Der sowohl durch die Bewertungsprüfer als auch durch die Angemessenheitsprüfer zugrunde gelegte Wachstumsabschlag von 0,75 ist vertretbar und im Ergebnis den Verhältnissen der Gesellschaft angemessen. Üblich ist ein Ansatz zwischen 0,5% und 2 % (Steinle/Liebert/Katzenstein, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 7, 6. Auflage 2020, § 34 RN 152, MüKo - van Rossum, AktienG, 5. Aufl. 2020, §305, RN 169, Philipp Jaspers/Peter N. Posch, in Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2. Auflage 2019, Anhang § 11 SpruchG, RN 73). Mit dem Wachstumsabschlag soll das künftige Wachstum eines Unternehmens in der Phase der ewigen Rente abgebildet werden, welches - anders als in der Detailplanungsphase - nicht bereits bei der Prognose der finanziellen Überschüsse erfasst wird (vgl. z.B. OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018 – 31 Wx 415/16 –, RN 58 mit weiteren Nachweisen). Das künftige Wachstum ergibt sich grundsätzlich aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage, sowie organisch aus

Preis-, Mengen- und Struktureffekten. In den Planjahren sind diese Wachstumspotentiale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet. Im Rahmen der ewigen Rente wird hingegen grundsätzlich eine vollständige Ausschüttung der operativen Ergebnisse über Dividenden und die fiktive Zurechnung der thesaurierten Beträge angenommen, wie dies auch im vorliegenden Fall geschehen ist (S. 62). Als Wachstumspotenzial ist daher nicht die allgemeine Inflationsrate anzusehen, sondern nur diejenige Preissteigerung, die das Unternehmen unter Berücksichtigung seiner konkreten Verhältnisse erwartbar an seine Kunden weitergeben kann. Das bedeutet auch, dass ein Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsrate keineswegs aussagt, dass das betreffende Unternehmen schrumpft (Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl. 2018, S 687)), denn es sind weiterhin thesaurierte Gewinne vorhanden, die zum Wachsen des Unternehmens führen. Diese Gewinne wurden jedoch in der Berechnung des Terminal Value bereits anderweitig als Ertrag zugunsten der Anteilseigner berücksichtigt (E/S, S, 61f). In der Praxis soll das zur Folge haben, dass die gängigen Wachstumsabschläge sogar regelmäßig unterhalb der Inflationsrate liegen (Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 43, RN 153 mit weiteren Nachweisen).

Da der Wachstumsabschlag eine Prognose der Erträge in der Phase der ewigen Rente beinhaltet, ist seine gerichtliche Überprüfbarkeit eingeschränkt (Müko-van Rossum, AktG, § 305 RN 169, OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15 –, juris RN 83 mit wt. Nachweisen). Er ist zu akzeptieren, wenn er auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen beruht und konsistent zur restlichen Planung ist (OLG Frankfurt, a.a.O.). All das ist hier der Fall. Unabhängig davon hält die Kammer den angesetzten Wachstumsabschlag, den sie im Rahmen der Vorüberlegungen zum Erörterungstermin als kritischen Punkt betrachtete, für sehr gut nachvollziehbar.

Im Fall der Colonia ist auch im Hinblick auf ihre Wachstumspotentiale zu bedenken, dass ein großer Teil ihres Bestandes in Salzgitter liegt. Die Möglichkeiten nachhaltiger Mietsteigerungen sind dort gering. Soweit die Stadt in den letzten Ist-Jahren wieder einen Bevölkerungszuwachs zu verzeichnen hatte, insbesondere aufgrund von Migrationseffekten, beruhen diese Effekte gerade darauf, dass die Mieten dort im landesweiten und bundesweiten Verhältnis sehr niedrig sind. Bei einer solchen Ausgangslage kann bei einem Anziehen der Mieten nicht erwartet werden, dass dieser Trend anhält. Vielmehr wäre unter diesen Voraussetzungen nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage ein Nachgeben vorhersehbar.

Gleichzeitig erfordert der teilweise überalterte Wohnungsbestand erhebliche Instandhaltungen und Modernisierungen, welche wiederum zu inflationsbedingt steigenden

Kosten führen. Die Baukosten sind nach den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer bei Zugrundelegung des Baukostenindexes CAGR mit 1,8% stärker als die Mieten (außerhalb der Metropolen) oder Verbraucherpreise gestiegen. Es ist nach der gut nachvollziehbaren Einschätzung der Angemessenheitsprüfer auch nicht zu erwarten, dass diese Kosten letztlich vollumfänglich durch die Mieter getragen werden. Die Möglichkeit der Überwälzung dieser Kosten an die Mieter ist nach der Bekundung des sachverständigen Zeugen selten so gering wie im Fall der Salzgitter-Immobilien.

Zu einem gewissen Grad wird dies zwar wahrscheinlich durch Mietsteigerungsmöglichkeiten in anderen Portfolios ausgeglichen werden können, aber auch dort handelt es sich um B und C Lagen, die auf Abschwächungen von Mieten in den Großstädten durch Nachgeben reagieren. Hinzu kämen in jedem Fall steigende Personalkosten, welche die Colonia über die Konzernumlage erreichen. Auch ließen sich die Einsparungen bzw. die Potenziale nach der am Ende der Planungsphase vorgesehen Optimierung nicht in gleicher Weise wie zuvor fortsetzen bzw. erweitern. Die erheblichen Steigerungen des EBITDA innerhalb der Detailplanungsphase beruhten nämlich zu einem großen Teil auf einer starken Senkung der Leerstandsquote. Diese hat zum einen höhere Einnahmen zur Folge, zum anderen aber eine Senkung der Kosten, da bislang auch die auf die leerstehenden Wohnungen entfallenden Betriebskosten durch das Unternehmen getragen werden mussten. Die erhöhten Gewinne sind also auf einen doppelten Effekt zurückzuführen, ohne dass dazu die Mieten erhöht werden mussten. Ab einem gewissen Punkt aber lassen sich zusätzliche Gewinne nur noch über erhöhte Mieten erreichen, und die begründen bei der vorliegenden Portfoliostruktur wiederum die Gefahr neuer Leerstände mit der Folge, dass sich einerseits Einnahmen verringern und andererseits vom Unternehmen zu tragende Kosten vergrößern. Hier die richtige Balance zu finden, ist ein mühsamer Prozess, der es der Kammer nachvollziehbar erscheinen ließ, warum die jährlichen Ertragssteigerungen in der Planungsphase nicht in gleicher Weise auf die Phase der ewigen Renten fortgeschrieben werden können. Das schlägt sich auch bei der Bewertung des zu erwartenden inflationsbedingten Wachstums nieder.

9. Wertbeitrag aus Thesaurierung / wachstumsbedingte Thesaurierung

Bedenken bestehen auch nicht gegen die Berechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen bzw. gegen den Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung.

In der Phase der ewigen Rente wird unterstellt, dass sämtliche Erträge an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Bei Erträgen aufgrund von Wertsteigerungen der Immobilien ist dies aber unmittelbar nicht möglich, weil die Erträge in den Beständen festgelegt sind. Jedoch erhöht sich infolge dieser Wertsteigerungen das Kreditvolumen der Gesellschaft, und daraus

lässt sich ausschüttbare Liquidität generieren. Diese wird den Anteilseignern als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet. Würden diese Beträge jedoch regelmäßig voll ausgeschöpft, verändert sich die Kapitalstruktur des Unternehmens: Nach und nach steigerte sich der Anteil des Fremdkapitals im Verhältnis zum Eigenkapital, bis das Unternehmen schließlich praktisch rein fremdfinanziert ist. Eine solche Umschichtung widerspricht dem Unternehmenskonzept und der Planung. Deswegen muss ein Teil der auf die Wertsteigerung entfallenden Erträge im Unternehmen bleiben, als „wachstumsbedingte Thesaurierung“. Das ist auch allgemein anerkannt (OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2020, 21 W 121/15, juris-RN 88; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.02.2020 – I- 26 W 7/18, BeckRS 2020,9067, RN 76; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 - 20 W 6/10, juris RN. 181).

Die Bewertungsprüfer haben den Wertbeitrag aus Thesaurierung auf IFRS-Basis auf Seite 43 ihres Gutachtens mit einem Betrag von € 11,4 Mio./ Jahr berechnet, während weitere € 2,9 Mio. als wachstumsbedingte Thesaurierung im Unternehmen zu verbleiben hätten. Im Rahmen ihrer durch die Angemessenheitsprüfer überprüften Berechnungen haben die Bewertungsprüfer die Abschreibungen dem EBT wieder hinzugeschlagen, weil diese keine Auswirkungen auf die Liquidität haben und die vorzunehmenden werterhöhenden Investitionen abgezogen, weil die entsprechenden Beträge für eine Ausschüttung nicht zur Verfügung stehen. Das ist nicht zu beanstanden.

Unter Hinweis auf die Entscheidung des OLG Düsseldorf vom 6.4.2017 (I – 26 W 10/15; BeckRS 2017, 113400) vertreten die Antragsteller zu 53, 54, die Auffassung, im vorliegenden Fall sei der Ansatz für wachstumsbedingte Thesaurierung in Höhe von € 2,9 Mio. unzulässig, weil die künftigen Investitionen unter Berücksichtigung der Inflation konkret geschätzt bzw. geplant worden seien und damit im Falle eines Ansatzes für wachstumsbedingte Thesaurierung doppelt berücksichtigt würden. Dieser Auffassung folgt die Kammer nicht. Die Entscheidung des OLG Düsseldorf vom 6.4.2017 beruht auf einem Ausnahmefall, wie das OLG Düsseldorf in seiner nachfolgenden Entscheidung vom 25.2.2020 klargestellt hat (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.02.2020 – I-26 W 7/18, BeckRS 2020, 9067, RN 76). In jenem Fall war eine Berechnung durch einen Sachverständigen erfolgt, in der es zunächst –versehentlich – zu einer Doppelberücksichtigung gekommen war. Diese ist hier aber nicht ersichtlich. Dass die Reinvestitionskosten in der Tat zum Zweck der Ermittlung des richtigen Ansatzes für eine wachstumsbedingte Thesaurierung genau berechnet wurden statt sie aufgrund gebräuchlicher Formeln lediglich zu überschlagen, spricht nicht gegen ihre Berücksichtigungsfähigkeit. Im Gegenteil, das OLG Frankfurt hat in seiner Entscheidung vom 8.9.2020 (21 W 121/15 – juris RN 91) zum Ausdruck gebracht, dass eine derartige genaue Berechnung gegenüber üblichen vereinfachten Berechnungsansätzen vorzugswürdig sei.

10. Besteuerung des Veräußerungsgewinns

Die Berücksichtigung der Besteuerung künftiger Veräußerungsgewinne auf der Ebene der Anteilseigner ist nach Auffassung der Kammer richtig. Es muss zwar typisierend eine lange, aber jedenfalls keine ewige Haltedauer unterstellt werden.

Soweit es einige Antragsteller kritisieren, dass bzw. in welcher Weise die Besteuerung künftiger Veräußerungsgewinne typisiert wird, nämlich mit dem hälftigen Abgeltungssteuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag, hält die Kammer dies nicht für fehlerhaft. Dass bei einer in Deutschland registrierten AG für eine typisierende Betrachtung des Anteilseigners auf die steuerlichen Verhältnisse einer in Deutschland lebenden natürlichen Person abgestellt wird, erscheint vielmehr als naheliegend.

11. Sonderwert

Bei der Bewertung des Unternehmens muss auch der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens berücksichtigt werden. Nach den durch die Angemessenheitsprüfer bestätigten Feststellungen der Bewertungsprüfer verfügte das Unternehmen zum Ende des Geschäftsjahres 2016 über ein steuerliches Einlagenkonto in Höhe von 305 Mio. €. Die daraus vorgenommenen Ausschüttungen sind für die Anteilseigner steuerfrei. Der Wert repräsentiert die zu erwartenden Steuervorteile auf der Ebene der Anteilseigner. Diese hängen vom ausschüttbaren Gewinn ab und sind auf den Stichtag zu diskontieren. Insoweit haben die Bewertungsprüfer einen Wert des steuerlichen Einlagenkontos von 10,9 Mio. € ermittelt (Bl. 57). Die Angemessenheitsprüfer haben diese Ermittlung als sachgerecht bestätigt (Bl. 67). Nach den von ihnen eingeholten Auskünften des Vorstands bestehen keine weitere Sonderwerte, noch haben ihre bei der Prüfung gewonnen Erkenntnisse Anzeichen dafür ergeben, dass solche Werte bestehen könnten.

Das Gericht folgt diesen Feststellungen. Soweit kritisiert wird, dass die Prüfer nicht erörtert haben, dass das Unternehmen nicht mit einem Besserungsrecht im Zusammenhang mit der Veräußerung der Anteile der POLARES Real Estate Management GmbH auseinandergesetzt hätte, begründet dies keine durchgreifenden Einwände. Die entsprechende Forderung war in der Bilanz auf 1 € abgeschrieben. Anhaltspunkte für eine unzutreffende Bewertung bestehen nicht (zumal Ende des Jahres 2016 das Insolvenzverfahren über jene Gesellschaft eröffnet wurde).

12. Ableitung des Ertragswerts / Unternehmenswerts

Die Bewertungsprüfer sind in ihrer vollumfänglich durch die Angemessenheitsprüfer geprüften Berechnung auf der Grundlage der Unternehmensplanung und unter

Zugrundelegung der vorstehend erörterten Faktoren zu einem Ertragswert des Unternehmens zum 31.12.2015 in Höhe von 300,9 Mio. € gelangt, welche sie auf den Stichtag 29.8.2016 aufgezinst haben, sodass sich ein Ertragswert von € 308,1 Mio. ergab. Zuzüglich des Sonderwerts von 10,1 Mio. € führte dies zu einem Unternehmenswert pro Anteil von € 319,1 Mio. Gegen dieses Ergebnis bestehen – unter Verweis auf die vorstehenden Ausführungen zu den einzelnen Faktoren – keine Bedenken.

13. Ableitung des Abfindungsbetrages

Bei Zugrundelegung eines Unternehmenswerts von 319,1 Mio. € und einer Anteilsanzahl von 44.380.578 ergibt sich ein Wert von (aufgerundet) € 7,19 pro Anteil.

14. Ableitung des Ausgleichsbetrages

Der außenstehende Aktionär kann bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemäß § 304 Abs. 1 AktG einen angemessenen Ausgleich beanspruchen. Gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG beläuft sich dieser Ausgleich auf mindestens die jährliche Zahlung, die nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Erfolgsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Ausgehend von dem ermittelten Unternehmenswert zum Stichtag 29.8.2016 in Höhe von € 7,19 / Aktie haben die Bewertungsprüfer den nach § 304 AktG anzubietenden Ausgleich mit 0,24 € vor Steuern und 0,20 € nach Steuern ermittelt. Den Verrentungsfaktor haben sie aus dem Basiszinssatz nach persönlichen Steuern zzgl. des halben Risikozuschlags nach persönlichen Steuern gebildet. Diese Art der Berechnung entspricht gängiger Praxis und ist nicht zu beanstanden. (C.Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage 2018, 28.16, S.859; OLD Frankfurt, Beschluss vom 29.1.2016, 21 W 70/15 – juris – RN 92). Insbesondere ist es nicht geboten, beim Verrentungszinssatz den vollen (und nicht nur den halben) Risikozuschlag zugrunde zu legen, weil die Zahlung durch das beherrschende Unternehmen garantiert wird und damit einen höheren Sicherheitsgrad aufweist. Für die konkrete Berechnung wird auf Seite 73 des Bewertungsgutachtens Bezug genommen. Eine alternative Berechnung durch die Angemessenheitsprüfer (S. 97) führte zu einem etwas niedrigerem Betrag (€ 0,18), weswegen der angebotene Ausgleichsbetrag nicht zu beanstanden sei.

Unzutreffend ist auch die Beanstandung der Antragsteller zu 53, 54, wonach zu Lasten der Antragsteller entgegen § 304 AktG Gewinnrücklagen in die Berechnung mit eingeflossen

seien. Diese Auffassung wird damit begründet, dass bei Ermittlung des Wertes von € 7,19 / Anteil, aus dem die Ausgleichszahlung abgeleitet werde, ein Beitrag aus wachstumsbedingter Thesaurierung miteingeflossen sei. Die Auswirkungen dieses Einbehalts erstreckten sich auf die Ausgleichszahlung, welche jedenfalls um diesen Anteil zu erhöhen sei. Die Antragsgegnerin hält dem entgegen, dass der Ausgangswert von € 7,19 zugunsten der Antragsteller und entgegen § 304 AktG auch nicht um Abschreibungen gekürzt worden sei. Die entsprechenden Effekte würden sich im Ergebnis aufheben.

Nach Auffassung der Kammer kommt es bei einer Ausgleichsberechnung durch Verrentung des anteiligen Unternehmenswerts weder auf den einen noch den anderen Gesichtspunkt an. Die Berechnung des Abfindungsbetrages auf der Basis des Unternehmenswerts und des Ausgleichs auf der Basis der künftig zu erwartenden Ausschüttungen haben grundsätzlich verschiedene Funktionen, die es auch rechtfertigen würden, den Ausgleich losgelöst von dem Unternehmenswert zu berechnen, also beide Werte voneinander zu entkoppeln (hierzu Wollny, a.a.O., S 859). Die Ermittlung des Ausgleichsanspruches auf der Basis des Wertes eines Unternehmensanteils ist also keineswegs zwingend, sondern folgt letztlich aus Praktikabilitätsgesichtspunkten, ist methodisch anerkannt und konnte daher auch in diesem Verfahren vorgenommen werden. In diesem Rahmen ist es aber belanglos, auf welche Weise der Unternehmenswert ermittelt wurde, ob dies auf Basis des Ertragswertverfahrens, des NAV oder des Börsenkurses erfolgt ist. Der – in welchem Verfahren auch immer – ermittelte Anteilswert ist nach dieser Methode Grundlage der Ermittlung des Ausgleichsanspruchs, ohne dass das in die Wertermittlung eingeflossene Rechenwerk noch betrachtet wird. Deswegen ist es auch konsequent (und nicht etwa ein Entgegenkommen an die Anteilseigner), die in § 304 AktG erwähnten Abschreibungen außer Betracht zu lassen. Auch ist es unerheblich, ob zur Berechnung des Abfindungsanspruchs stille Reserven aufgedeckt wurden, worauf die Gläubiger des Ausgleichsanspruchs, der sich an den zu erwartenden Ausschüttungen orientiert, keinen Anspruch hätten (Wollny, a.a.O., S, 859). Der Einwand der Antragsteller zu 53, 54 greift also nicht durch, weil er zu einer unzulässigen Vermischung der Berechnungsmethoden führt.

15. Börsenkurs / Vorerwerbe

Der Börsenkurs bildet bei börsennotierten Aktiengesellschaften regelmäßig die Untergrenze für den Abfindungsanspruch (BVerfG v. 27.1.1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566). Dabei ist regelmäßig auf den gewichteten Börsenkurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme abzustellen (BGH v. 19.7.2010, II ZB 18/09, juris 19 – Stollwerck). Diesen Kurs haben die Bewertungsgutachter aus den Intraday-Kursdaten des Finanzdienstleister Bloomberg bezüglich des Zeitraums 23.12.2015 bis

22.3.2016 für den Börsenplatz Frankfurt ermittelt. Es ergab sich ein Wert von € 7,14, welcher unterhalb des Abfindungsbetrages von € 7,19 liegt und daher nicht zum Tragen kommt. Die Angemessenheitsprüfer haben diese Wertermittlung mit den Werten aller Börsenplätze überprüft und gelangten sogar zu einem darunterliegenden Wert von 7,13 / Aktie. Bedenken gegen dieses Ergebnis bestehen nicht. Aus dem auf S. 71 des Gutachtens abgebildeten Schaubild ergibt sich, dass der Börsenkurs der Gesellschaft erst im letzten Monat der Referenzperiode (März 2016) auf über € 7,19 anstieg.

Relevante Vorerwerbe im Verhältnis einander fremder Dritter, die einen weitergehenden Rückschluss auf den Unternehmenswert als eine Ertragswertberechnung erlauben, sind nicht ersichtlich.

16. NAV / Alternative Methoden

Diese Kammer hat in ihrer Entscheidung vom 29.6.2015 (412 HKO 178/12) unter Hinweis auf entsprechende Entscheidungen bzw. Literaturmeinungen vertreten, dass bei Immobilien-Bestandshaltern eine Bewertung aufgrund des Net-Asset-Value als aussagekräftig gelte und gegenüber einer Bewertung aus dem Ertragswertverfahren mitunter als vorzugswürdig angesehen werden könne (juris RN 132). Diese Auffassung wird von einigen anderen Gerichten auch in neueren Entscheidungen geteilt (vgl. OLG Frankfurt/Main, Beschluss v. 8.9.16, NZG 2017, 66, RN 29; OLG München, Beschluss v. 13.11.18, 31 Wx 372/15, juris RN 31; v. 12.7.19, 31 Wx 213/17, juris RN 52). Dementsprechend hatte diese Kammer in der mündlichen Verhandlung und im Anschluss daran durch Verfügung vom 15.11.2017 darauf hingewiesen, dass der Net-Asset-Value auch in diesem Verfahren einen guten Indikator für die Bewertung des Unternehmens bilden könnte. Dem wurde sowohl seitens der Antragsgegnerin als auch seitens einiger Antragsteller widersprochen. In Einklang mit dieser Kritik hat das Hanseatische Oberlandesgericht in seiner (den Beschluss dieser Kammer vom 29.6.2015 im Ergebnis bestätigenden) Entscheidung vom 23.2.2018 (13 W 73/15) auf Seite 22 klar ausgesprochen, dass das EPRA-NAV aufgrund zahlreicher, in seinem Ansatz begründeter Schwächen im Rahmen der Ermittlung einer Abfindung nach dem Spruchverfahrensgesetz eher nicht als taugliches Bewertungsverfahren anzusehen sei, da es schon nach seiner Konzeption den tatsächlichen Wert eines Immobilienunternehmens nicht verlässlich abbilden könne. Diese Auffassung ist durch diese Kammer zu respektieren. Dem NAV kann insofern allenfalls eine gewisse Indizwirkung zukommen. Auch insoweit ergeben sich jedoch keine Anzeichen dafür, dass der Abfindungsbetrag zu erhöhen sei. Die Angemessenheitsprüfer gelangen zu einem NAV nach Abzug des Barwerts der Verwaltungskosten von 303 Mio. €. Das würde zu einem Abfindungsbetrag von lediglich € 6,84 / Anteil führen.

Der Ermittlung des NAV liegen jedenfalls die auf Immobilienbewertungen zum Bilanzstichtag beruhenden IFRS-Bewertungen zugrunde, welche durch die Bewerter CBRE vorgenommen und durch die Angemessenheitsprüfer im großen Umfang, d.h. zu 83%, auf Plausibilität überprüft wurden (Vgl. s. 15 des Protokolls, Bl. 1668 der Akten). Diese Kammer hat bereits in ihrer Verfügung vom 15.11.2017 (Blatt 1683 der Akten) zum Ausdruck gebracht, dass das Bewertungsergebnis eine hohe Überzeugungskraft hat. Ob diese Bewertungen durch eine überschlägige Betrachtungsweise bei der Anwendung von Mietmultiplikatoren infrage gestellt werden kann, wie dies einige Antragsteller für richtig halten, ist zweifelhaft. Zu Recht weist die Antragsgegnerseite darauf hin, dass der angesetzte IFRS-Wert der Immobilien € 702 Mio. ausmacht, während die Sollmieten 60,6 Mio. € betragen. Der sich daraus ergebende Multiplikator von 11,6 ist in Anbetracht des Umstandes, dass es sich hier vielfach um ältere Immobilien in B und C-Lagen handelt, keineswegs ersichtlich unangemessen. Ergänzend wird hierzu auf die Hinweise der Kammer vom 15.11.2017 (Blatt 1686 der Akten) Bezug genommen. Eine weitere Vertiefung ist hier nicht angezeigt.

Auch im Übrigen ergeben sich nach den überzeugenden Ausführungen der Angemessenheitsprüfer keine Anzeichen dafür, dass bei einer Bewertung nach alternativen Verfahren (Discounted Cash Flow, Substanzwert, Liquidationswert) zugunsten der Antragseigner ein höherer Anteilswert ermittelt werden würde.

III

Kosten / Gebührenwert

1. Die Entscheidung über die Gerichtskosten folgt aus § 15 II 1 SpruchG; die gerichtlichen Kosten hat hiernach die Antragsgegnerin zu tragen, wenn es nicht billig ist, sie den Antragstellern aufzuerlegen.
2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. Nach § 15 SpruchG ist eine Heranziehung der Antragsteller für die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin nicht vorgesehen. Hier besteht auch keine ausfüllungsbedürftige Lücke, sondern es handelt sich um eine bewusste Entscheidung des Gesetzgebers (BGH, Beschluss vom 13.12.2011, II ZB 12/11, juris TZ 18, MDR 2012, 293, 294)
3. Die Kosten des gemeinsamen Vertreters fallen der Antragsgegnerin zur Last, § 6 II SpruchG. Über die Höhe wird das Gericht auf Antrag des gemeinsamen Vertreters gesondert befinden.
4. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht auf § 15 IV SpruchG. Da die Anträge im Ergebnis nicht erfolgreich waren und auch keine besonderen

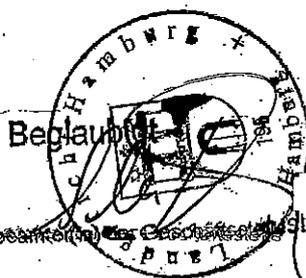
Gründe erkennbar sind, warum die Antragsgegnerin die den Antragstellern entstandenen Kosten trotzdem tragen sollte, entspricht es der Billigkeit, dass die Antragsteller ihre Kosten selbst tragen.

5. Der für die Bemessung der Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert bemisst sich nach § 74 GNotKG auf den Betrag, der sich für die berechtigten Anteilshaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000.- und maximal € 7.500.000.-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Weil die Abfindung nicht erhöht wird, muss es bei dem Mindestwert von € 200.000.- bleiben.

IV

Rechtsbehelfsbelehrung

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben. Sie ist binnen eines Monats nach Zustellung dieses Beschlusses beim Landgericht Hamburg, Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg, durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen. Die Beschwerde ist nur zulässig, soweit der Wert des Beschwerdegegenstands EUR 600,00 übersteigt.



als Urkundenbeamter des Geschäftsstellenangestellte