3-05 O 87/11

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN
BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

In den Verfahren auf Einleitung eines Spruchverfahrens

wegen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Anterra Vermögensverwaltungs-Aktiengesellschaft

gegen

Antragsgegnerin

Verfahrensbevollmächtigte:

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter . und

nach mündlicher Verhandlung vom 21.7.2015
am 18.8.2015 beschlossen:

Der angemessene Abfindungsbetrag gem. § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Anterra Vermögensverwaltungs-Aktiengesellschaft wird auf EUR 4,93 je Aktie der Anterra Vermögensverwaltungs-Aktiengesellschaft festgesetzt.

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

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

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

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

Gründe

I.

Die ANTERRA Vermögensverwaltungs-Aktiengesellschaft (im Folgenden AVA) hatte ihren Sitz in Frankfurt am Main und war im Jahre 2011 eine börsennotierte Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 45912. Die AVA war die Führungsgesellschaft des ANTERRA Konzerns. Das Geschäftsjahr der AVA lief vom 1. Dezember eines Jahres bis zum 30. November des jeweils nächsten Jahres. In § 2 der Satzung der Gesellschaft war der Gegenstand des Unternehmens wie folgt festgelegt:

„Gegenstand des Unternehmens ist die Verwaltung; der Erwerb und die Veräußerung von Grundstücken, Beteiligungen und sonstigem Vermögen, insbesondere an Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen."

Die AVA und ihre Tochtergesellschaften besaßen Objekte mit einer Gesamtgrundstücksfläche von rund 707.383 qm.

Die Aktien der AVA waren zum Handel im Amtlichen Markt an der Wertpapierbörse in München, im Regulierten Markt an der Wertpapierbörse in Stuttgart sowie im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen in Hamburg und Frankfurt am Main zugelassen.
Die Aktien der ANTERRA wurden unter dem Kürzel ANT1 und der Wertpapier-Kennnummer (WKN) 553273 sowie unter der ISIN DE 0005532733 gehandelt,
Das Grundkapital der AVA betrug EUR 3.360.000 und war eingeteilt in 3.360.000 auf den Namen lautende Aktien, wovon die AVA selbst 9.793 hielt, d.h. 3.350.207 Aktien wurden nicht von der Gesellschaft gehalten. Die Antragsgegnerin hielt zusammen mit der ihr zuzurechnenden hiervon 3.234.102 Aktien der AVA.

Mit Schreiben vom 3.11.2011 verlangte die Antragsgegnerin vom Vorstand der AVA einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out) durchzuführen, worauf eine entsprechende Mitteilung an den Kapitalmarkt erfolgte. Der auf diesen Zeitpunkt bezogene gewichtete relevante durchschnittliche drei-monatige Börsenkurs davor gem. § 5 Abs. 2 WpÜG-AngVO konnte von der BaFin nicht ermittelt werden, da nur an 3 von den 62 Handelstagen ein Aktienhandelt mit Aktien der AVG stattgefunden hatte und nur insgesamt 2000 Aktien gehandelt wurden.

Für die Ermittlung einer angemessen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin die (im Folgenden) mit einem Bewertungsgutachten, die eine Abfindung von EUR 3,15 je Aktie ermittelte , wobei ein Planungszeitraum von 2011 bis 2014 und ein Abverkauf der Immobilien in diesem Zeitraum, mithin eine Beendigung der Gesellschaft zugrunde gelegt wurde und bei der Kapitalisierung ein Basiszins von 2 % vor Steuern, eine Marktrisikoprämie von 4,5 nach pers. Steuern und ein mit einer peer group ermittelten Beta-Faktor relevered von 0,63 – 0,5 angesetzt wurde.

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

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 6.5.2011 – 3-05 O 25/11 – die (im Folgenden Prüferin) zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In deren Prüfbericht vom 8.7.2011 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 3,15 bestätigt.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 8.7.2011 (Anlage AG2) verwiesen.

In der Hauptversammlung der AVA vom 29.8.2011 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an die Antragsgegnerin zu einem Preis von EUR 3,23 beschlossen. Der Erhöhung lag eine Veränderung des Basiszinses zum Stichtag auf 1,75 % vor Steuern zugrunde.

Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 19.10.2011 und wurde am 24.10.2011 bekannt gemacht Zu diesem Zeitpunkt waren 116.105 Aktien der AVA noch in Streubesitz.

Im Jahre 2012 ist die AVA in eine GmbH umgewandelt und in der Folgezeit mit mehreren anderen Gesellschaften als aufnehmender Rechtsträger verschmolzen worden.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag von EUR 3,23 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG.

Alle oder einzelne Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 1,75 % und die Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,5 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten Beta-Faktor für unzutreffend. Die Annahme eines Risikozuschlags sei bei der geplanten Liquidation zudem fraglich.
Die Planung, insbesondere die Liquidation sei nicht plausibel. Die Immobilienbewertungen seien unzutreffend und zu niedrig. Der Verkaufserlöse würden zu niedrig angesetzt. Die Kosten für die Abwicklung könnten nicht in Ansatz gebracht werden, ebenso nicht die Abfindungen für die Mitarbeiter; Pensionsverpflichtungen seinen unzutreffend angesetzt worden. Sonderwerte seien nicht ordnungsgemäß ermittelt werden. Der Börsenkurs sei zu Unrecht nicht berücksichtigt worden. Eine Wertermittlung nach dem Net Asset Value ergebe eine Abfindung von EUR 7,88. Jedenfalls hätte der Liquidationswert zum Stichtag ermittelt werden müssen, d.h. ob dieser nicht zu einer höheren Abfindung geführt hätte als eine geplante aufgeschobene Liquidation. Zudem liege ein Verstoß gegen Investitionsschutzabkommen vor.
Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragsschriften, der Stellungnahme des Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 13.7.2014 (Bl. 736 ff d. A.) sowie der ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist dem Antrag entgegen getreten. Sie hält die Abfindung für angemessen.
Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel. Die zur Bewertung herangezogene Methode des prognoseorientierten Discounted-Cash-Flow-Verfahrens sei sachgerecht. Der Planung hätten realistische Annahmen zugrunde gelegen. Es habe der Planung zugrunde gelegen, den Geschäftsbetrieb im Jahre 2014 einzustellen. Die Planung beruhe auf den Entscheidungen der Organe der AVA. Die Wertansätze des Immobilienportfolios seien sachgerecht und zutreffend erfolgt, die geplanten Verkaufserlöse realistisch. Erfolgte Abschreibungen seinen geboten gewesen.
Die Zinsparameter des Kapitalisierungszinssatzes seien zutreffend und sachgerecht ermittelt worden.
Der auf den 30.11.2010 ermittelte Net Asset Value sei aufgrund neuerer Entwicklungen nicht relevant für den Stichtag 29.8.2011 gewesen.

Steuerliche Verlustvorträge seien ordnungsgemäß und zutreffend ermittelt und berücksichtigt worden. Auf den Börsenkurs komme es wegen der Marktenge und der geringen gehandelten Stückzahl nicht an.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung vom 1.6.2012 (Bl. 634 ff d. A.) sowie die ergänzenden Schriftsätze verwiesen.

Das Gericht hat Beweis erhoben gem. Beweisbeschluss vom 5.2.2013 (Bd. IV Bl. 827 ff d. A.) durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachten des Sachverständigen Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten von Frau vom 18.12.2014 verwiesen.

II.

Alle Anträge sind zulässig. Alle Antragsteller haben gegenüber dem Gericht (§ 3 Abs. 2 S. 3 SpruchG) ihre Aktionärsstellung bei der AVA zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertagungsbeschlusses in das Handelsregister am 19.11.2011 durch Vorlage geeigneter Unterlagen nachgewiesen.

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

Die beschlossene Barabfindung von EUR 3,23 ist um EUR 1,70 auf EUR 4,93 für jeweils eine Aktie der AVA zu erhöhen.

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

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana"). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana"; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online"; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana"; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 – ; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2010, 274). Dabei ist zu bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

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

dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

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

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

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

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

der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – aaO mwN).

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

Zu berücksichtigen ist zudem weiter bei der Bewertung, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren" Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.
Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschlüsse v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322 – und 25.11.2014 -3-05 O 43/13 -) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier

ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen.

Für die Ermittlung einer angemessen Abfindung kann vorliegend jedoch auf das von , der sachverständigen Prüferin und letztlich auf von der Gutachterin angenommen Szenario einer Abwicklung des Portfolios und damit einer Beendigung der Gesellschaft zum Jahre 2014 der Bewertung nicht abgestellt werden.

Die Sachverständige hat hierzu in ihren Gutachten (s. 34) ausgeführt:

„Es bleibt festzuhalten, dass sich anhand der vorliegenden Dokumentationen nicht eindeutig ableiten lässt, dass die geordnete Abwicklung der Gesellschaft der Geschäftsstrategie der Anterra AG im relevanten Bewertungszeitraum entsprach.

Für die Strategie einer geordneten Abwicklung des gesamten Portfolios sprechen folgende Punkte:

- *Businessplan der Gesellschaft,*
- *Fortschreitender Verkauf der Objekte der Anterra Rheinland-Pfalz bis zum Bewertungsstichtag.*

Gegen die Strategie einer geordneten Abwicklung sprechen folgende Aspekte:

- *Keine Erwähnung dieser Geschäftsstrategie in den Protokollen der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen und keine explizite Dokumentation dieser Strategie bzw. von gefassten Beschlüssen,*

  keine Erwähnung bzw. entsprechende Abbildung in dem geprüften Jahresabschluss 2009/10 bzw. dem Halbjahresbericht 2010/11,
- *Businessplan (mit Abwicklungsszenario) wurde für Verhandlungen für Anschlussfinanzierungen des Talisman 7 Programms erstellt; z.B. war der Businessplan Review geeignet zu zeigen, dass die Gesellschaft in der Lage ist, „stand-alone" alle Verbindlichkeiten zu bedienen,*
- *der Verkauf aus dem Rheinland-Pfalz Portfolio war bereits kommunizierte Strategie der Anterra AG.*

Stichhaltige Veräußerungsabsichten bestanden gemäß der vorliegenden Informationslage nur für

- *das komplette Immobilienportfolio der Anterra Rheinland-Pfalz (Wohnungsimmobilien),*
- *das Entwicklungsprojekt in der Krifteler Straße, Frankfurt/M., das Objekt in der Voltastraße, Frankfurt/M.,*
- *das Objekt der Anterra Immobilienbeteiligungs GmbH Objekt Neuss."*

Zwar hat die Antragsgegnerin im nachgelassenen Schriftsatz vom 7.8.2015 (Bl. 1175 ff d. A.) noch einmal unter Bezugnahme auf entsprechende Unterlagen für den Zeitpunkt des Sichttags eine Abwicklungsplanung bestätigt, doch führt dies nicht dazu, dass bei der Bewertung für eine angemessen Abfindung die prognostizierten Erlöse aus dem Portfolioverkauf angesetzt werden, so dass dahingestellt bleiben kann, ob es bei den prognostizierten Erlösen verbleibt, wenn nach dem Stichtag tatsächlich ein höherer Erlös erzielt worden ist, d.h. auf tatsächliche Erlöse abzustellen ist, bzw. auch niedrigere tatsächlich Erlöse als die prognostizierten einzubeziehen wären.

Die Antragsgegnerin übersieht hier, dass für eine eindeutige Annahme eines Abwicklungsszenarios ist nicht nur auf (ggf. dokumentierte) Absichten von Vorstand und Aufsichtsrat ankommt, sondern dass nach der aktienrechtlichen Verfassung eine (freiwillige) Liquidation gem. § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG es einer Beschlussfassung durch die Hauptversammlung bedarf, für dessen beabsichtigte Fassung es bis zum Stichtag keinerlei Hinweise gibt, zumal die AVA hierzu auch bei den ihr damals obliegenden wertpapierrechtlichen Informationspflichten keinerlei Mitteilungen machte.

Auch wenn man den vom Vorstand und Aufsichtsrat ggf. geplanten Abverkauf sämtlicher Immobilien nicht als Liquidation i.S.d. § 262 AktG ansehen wollte, stellt dies doch eine Geschäftsführungsmaßnahme dar, die so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreift, dass diese Auswirkungen an die Notwendigkeit einer Satzungsänderung heranreichen mit der Folge, dass nach dem Grundsätzen der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung des BGH (vgl. hierzu im einzelnen Liebscher in Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, § 118 AktG Rn 12 ff; Krenek/Pluta in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, § 119 AktG Rn 17 ff jew. m.w.Nachw. zum Streitstand) auch hierzu eine Hauptversammlungsbeschluss erforderlich gewesen wäre, für dessen beabsichtigte Fassung es zum Stichtag ebenfalls keinerlei Hinweise gibt.

Die Kammer hält bei der gegebenen Sachlage es daher für sachgerecht, die Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre nach dem sog. Net Asset Value (im Folgenden NAV) zu ermitteln, d.h. nicht ein künftiges nicht hinreichend sicher auf den Stichtag feststellbares Abwicklungsszenario der Ermittlung der angemessenen Abfindung zugrunde zu legen, sondern den NAV, der keine zeitliche Komponente enthält sondern die in der Gesellschaft liegenden Vermögenswerte (auf den Stichtag bezogen) unmittelbar im Wert abbildet.

Dabei kann letztlich dahingestellt bleiben, ob nach dem IDW S1 2008 eine Bewertung nach dem NAV statthaft ist. Bei dem IDW S1 handelt es sich um eine Verlautbarung einer (privatrechtlichen) Organisation der Wirtschaftsprüfer, die zwar regelmäßig in gerichtlichen Spruchverfahren bei der Bewertung von Unternehmen zugrunde gelegt, doch besagt dies nicht, dass diese in allen Fällen zwingend einer Unternehmensbewertung in Spruchverfahren zugrunde zu legen ist. Vielmehr entfalte diese Verlautbarung eines letztlich privaten Vereins für ein staatliches Gericht keine Bindungswirkung, insbesondere wenn nach Ansicht des Gerichts Umstände vorliegen, die ein Abweichen rechtlich oder tatsächlich gebieten. Diese Umstände sieht die Kammer bei der AVA als Unternehmen gegeben, dessen Geschäftszweck, zum Zeitpunkt der Bewertung im Halten von an Immobilien teilweise über sog. Investitionsvehikel(gesellschaften) besteht. Hier bietet sich an, die Bewertung nach den Grundsätzen vorzunehmen, die sich für die Bewertung von europäischen Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat. Besonders schwer wiegt hier jedoch, dass der deutsche Gesetzgeber diese Art der Bewertung als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds ausdrücklich (§ 36 InvG im Zeitpunkt der streitgegenständlichen Bewertung, nunmehr § 168 KAGB, i.V. m. der jewl. Rechtsverordnung InvRBV bzw. KABRV) ausdrücklich gesetzlich kodifiziert hat, wobei hier auch keine Differenzierung für eine geplante Liquidation oder eine geplante Abwicklung vorgenommen wird, was auch dafür spricht entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin kein Abwicklungsszenario für die Ermittlung der angemessen Abfindung anzusetzen. Der Grundsatz der Einheitlichkeit der Rechtsordnung bedingt hier vielmehr, dass besondere Gründe vorliegen müssen, wenn für vergleichbare Sachverhalte von einer ausdrücklichen gesetzgeberischen Entscheidung zu einer Art der Bewertung abgewichen werden soll (so auch schon Kammerbeschluss vom 16.12.2014 - 3-05 O 164/13 –NZG 2015, 635). Derartige besondere Gründe sind aber vorliegend nicht ersichtlich, vielmehr weist das zum Zeitpunkt der Bewertung bestehende

Geschäftsmodell der AVA aus der Sicht des Anlegers doch beträchtliche Parallelen zu einem offenen Immobilienfonds auf.
Dies gilt umso mehr als AVA in den Jahren vor dem Stichtagnahe nahezu nur noch bestandshaltend und nicht mehr operativ tätig war.
Der Wert einer vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft ergibt sich im Wesentlichen aus der Ertragskraft ihrer Immobilien, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck kommt. Betrachtet man den Marktwert einer Immobilie als Barwert der damit verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben, so ergibt sich der Wert einer vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft als Summe der einzelnen Verkehrswerte der Immobilien zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwartswertes der Verbindlichkeiten. Bei einer vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft stehen die isolierten Vermögensgegenstände im Vordergrund, aus deren Zusammenspiel keine wesentlichen Synergien erkennbar sind.
Der NAV stellt weniger auf das Zusammenwirken von zweckgerichteten materiellen und immateriellen Vermögensgegenständen ab, sondern vielmehr auf die eigenständige Wertentwicklung der Liegenschaften. Bei Immobiliengesellschaften sind kaum Tatbestände ersichtlich, deren Zusammenwirken erhebliche Synergien oder immaterielle Mehrwerte generieren können.

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

Bei der Ermittlung dieses NAV legt die Kammer zunächst den von der Sachverständigen in ihrem Gutachten (Bl. 84 ff) aufgrund der Konzernbilanz der AVA zum 30.10.2010 ermittelten Marktwert des Vermögens zugrunde. Bei den aktiven Vermögenswerten ist allerdings – was von der Sachverständigen bei der Ermittlung des NAV nicht vorgenommen wurde, sondern nur die Werte aus der Bilanz angesetzt wurden – entsprechend der Ausführungen im Gutachten (Bl. 47 f) - für die Immobilie in Trusetal eine Korrektur dahingehend vorzunehmen, dass für dieses Grundstück nur noch ein Wert von TEUR 50 anzusetzen ist. Dem liegt zugrunde, dass zum Zeitpunkt des Stichtags 29.8.2011 sich hinreichend

konkretisiert hatte, dass das Nutzungskonzept – Verfüllung von Bauschutt - in der Zukunft nicht weiter geführt werden konnte.

Die Sachverständige hat hierzu ausgeführt:

„Der Standort Trusetal besteht aus zwei Arealen, dem Areal „Kochenfeld" und dem Areal „Pflanzenfloß/Vordere Mommel". Gemäß den vorliegenden Unterlagen war die Genehmigung von Kochenfeld für gipshaltige Abfälle Ende Juli 2011 abgelaufen und die Verfüllkapazität generell für andere Baustoffe bis ungefähr zum Jahr 2013 erreicht. Für eine Fortführung der bisherigen Geschäftstätigkeit wäre eine Genehmigung für die Nutzung des zweiten Areals „Pflanzenfloß/Vordere Mommel" zur Nutzung als Deponie erforderlich.

Im Rahmen der Unternehmensplanung der Anterra AG mit Stand vom Februar 2011 wurde noch von einem positiven Ausgang des Genehmigungsverfahrens zur weiterhin möglichen Verfüllung von gipshaltigem Bauschutt ausgegangen und ein Verkaufserlös für die „Grube Trusetal" von TEUR 4.115 geplant.

Gemäß dem Zulassungsschreiben des zuständigen thüringischen Landesbergamts wurde die Genehmigung zur Verfüllung von (Gips-)Abfällen für das zweite Areal jedoch nicht erteilt, wobei die Gespräche mit den Behörden noch nicht final abgeschlossen waren. Aus der juristischen Stellungnahme von geht hervor, dass dies aufgrund eines Erlasses des Ministeriums für Landwirtschaft, Forsten, Umwelt und Naturschutz des Freistaats Thüringen untersagt werde. Gemäß der Dokumentation des Vorstandsbeschlusses vom 01. Juli 2011 ging der Vorstand zu diesem Zeitpunkt mit überwiegender Wahrscheinlichkeit nicht mehr davon aus, dass das bisherige Nutzenkonzept weitergeführt werden konnte. Aufgrund des damit erheblich beeinträchtigten Geschäftspotentials des Standorts wurde in der Planung mit Stand Juli 2011 für das Objekt ein Verkaufspreis von TEUR 50 angesetzt und damit der Planwert vom Februar 2011 korrigiert. Dieser Wertansatz basiert gemäß Anlage des Vorstandsbeschlusses auf einer zeitnahen tatsächlich durchgeführten Veräußerung eines vergleichbaren Grundstücks in der Nähe des betreffenden Objektes.

Unter Berücksichtigung der nicht erteilten Genehmigung des Thüringer Landesbergamts für das zweite Areal sowie der weiteren vorliegenden Informationen ist die Annahme der begrenzten wirtschaftlichen Nutzbarkeit des Standortes Trusetal bis zum Jahr 2013/14 nachvollziehbar. Das Wertpotential des Standortes Trusetal kann demnach nicht anhand der historischen Einnahmen abgeleitet werden. Die Annahme der Veräußerung näherungsweise zum Bodenwert ist nach vollständiger Verfüllung der Grube nicht zu beanstanden."

Zur Vermeidung von Wiederholungen macht sich die Kammer diese Ausführungen der Sachverständigen zu Eigen.

Dies führt dazu, dass sich das Nettoreinvermögen der AVA (s. Gutachten Bl. 85) auf TEUR 22.344,-- reduziert.
Für sonstige Korrekturen an Reinvermögen sieht die Kammer mangels entsprechendem Vorbringen der Parteien keinen Anlass, zumal auch in ihrer gutachterlichen Stellungnahme zum NAV nur auf die Unklarheit bezüglich der Nutzung dieser Immobilie abstellt (s. dort S. 77 Tz 275).

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller ist von diesem Nettoreinvermögen ein Abzug für Verwaltungskosten zu machen.
Legt man nämlich zugrunde, dass der NAV die Summe der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände repräsentiert, müssen auch bei der Ermittlung der Abfindung für ausgeschlossene Aktionäre nach dem NAV der Barwert der künftig entstehenden Verwaltungskosten, die nicht den einzelnen Kapitalanlagen zuzuordnen sind, in Abzug gebracht werden, da sich nur dann ein vollständiges Bild der geforderten Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen geforderte Bild ergibt, da sich diese Kosten auch auf die künftig für die Aktionäre erwirtschafteten Erträge ausgewirkt hätten, wenn sie im Unternehmen verblieben wären (so bereits Kammerbeschluss vom 16.12.2014 - 3-05 O 164/13 –NZG 2015, 635).

Diese Verwaltungskosten hat die Kammer entsprechend der Ausführungen der Sachverständigen mit 28,9% des Nettoreinvermögens entsprechend dem EPRA-Discount Deutschland angesetzt. Angesichts der sich aus der Vergangenheitsanalyse ergebenden hohen Kostenstruktur der AVA die nicht weit entfernt von diesem Wert liegt, hält es die Kammer für sachgerecht, diesen Wert zum 31.8.2011 (d.h. in unmittelbarer Nähe zum Bewertungsstichtag) entsprechend der Ermittlungen der Sachverständigen über http://www.epra.com/research-and-indices/indices/monthly-bulletins von 28,9 % anzusetzen. Dies ergibt dann einen NAV von TEUR 15.885,87 (zum Bilanzstichtag). Aufgezinst mit dem Faktor 1,04 ergibt dies zum Stichtag 29.8.2011 dann den Wert des der Abfindung zugrunde zu legenden NAV von TEUR 16.521,30.

Aufgeteilt auf die nicht im Besitz der Gesellschaft befindlichen 3.350.207 Aktien führt dies zu einem Abfindungsbetrag von EUR 4,93 je Aktie.

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

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

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG a.F. Danach hat

grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Im Hinblick auf die vorgenommene Erhöhung entsprach es nicht der Billigkeit die Antragsteller mit Gerichtskosten des Verfahrens zu belasten.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. Danach findet eine Kostenerstattung für die Antragsteller grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Rosskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Dies ist hier der Fall. Da eine Erhöhung der Abfindung ausgesprochen wurde, entspricht eine Kostenerstattung der Billigkeit.
Eine Kostenerstattung für die Antragsgegnerin durch die Antragsteller scheidet nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschl. v. 13. 12. 2011 – II ZB 12/11- NZG 2012, 191) aus.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht und den Vertreter der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG a. F. i.V.m. § 24 KostO. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F.).
Nach der Angabe der Antragsgegnerin sind von dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre 116.105 Aktien außenstehender Aktionäre betroffen gewesen. Durch die Erhöhung des Ausgleichs von EUR 1,70 ergibt sich insgesamt eine Erhöhung von EUR 197.378,50 so dass es bei dem der Mindestgeschäftswert von EUR 200.000,-- verbleibt.

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt. Zur Frage der Zulassung einer Beschwerde folgt die Kammer der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main vom 21.5.2012 – WpÜG 10/11 -.
Auch im gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahren handelt es sich um eine vermögensrechtliche Streitigkeit wie im Verfahren nach § 39a WpÜG, für die § 61 FamFG seit 1.9.2009 gilt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit ich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der

Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7).

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

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

Handelsrichter

ist nach Beratung
wegen Urlausabwesenheit
an der eigenen Unterschriftsleistung
verhindert

Dr. Müller

LANDGERICHT FRANKFURT (MAIN)

Frankfurt/Main, 19. 08. 2016
Beglaubigt

Urkundsbeamter der Geschäftsstelle