

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Verfahren Spruchverfahrens

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der
Covivio AG

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 21.7.2021 am 21.7.2021 beschlossen:

Die Anträge, eine höhere Abfindung festzusetzen, werden zurückgewiesen.

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

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

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

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

I.

Die Covivio Office AG (im Folgenden: C AG) war eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 1116349. Das Grundkapital der Gesellschaft betrug EUR 112.184.000,00 und war eingeteilt in 112.184.000 auf den Namen lautende Stückaktien. Die Aktien der C AG waren bis Mitte Mai 2020 zum Handel im regulierten freien Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) sowie im regulierten Markt an den Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart und im elektronischen Handelssystem XETRA zugelassen.

Auf Antrag der Gesellschaft hat die Frankfurter Wertpapierbörse mit Wirkung zum 14.5.2020 die Börsenzulassung widerrufen.

Die Geschäftstätigkeit der C AG bestand darin, über ihre Tochter- und Enkelgesellschaften im Inland Büroimmobilien in den Wirtschaftszentren Deutschlands zu erwerben, zu halten und zu verwalten. Sie hatte - mittelbar über ihre Tochter- und Enkelgesellschaften — über 13 Immobilien in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg und München. Diese Tochter- bzw. Enkelgesellschaften waren als Objektgesellschaften erworben bzw. im Zuge von Immobilientransaktionen gegründet worden. Darüber hinaus bestanden weitere Tochter- bzw. Enkelgesellschaften für Verwaltungs- oder Bewirtschaftungszwecke. Die C AG verfügte über 17 Tochter-bzw. Enkelgesellschaften, wovon elf Immobilien hielten. Die C AG selbst verfügte über keine Immobilien.

Die Antragsgegnerin, welche einen Aktienanteil von ca. 99,77 % an der C AG hielt, hatte am 12.10.2020 an den Vorstand der C AG ein förmliches Verlangen zur Durchführung eines Verfahrens zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) nach den §§ 327a f AktG die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (sog. Squeeze-out) gerichtet.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin

(im Folgenden Bewertungsgutachterin) mit einem

Bewertungsgutachten, die eine Abfindung von EUR 6,42 je Aktie aufgrund des Ertragswertes ermittelte, da der Net Asset Value mit EUR 5,58 niedriger sei, wobei bei der Kapitalisierung ein Basiszins von -0,2 % vor Steuern, eine Marktrisikoprämie von 5,75 nach pers. Steuern und ein mit einer peer group ermittelter Beta-Faktor von 0,3 und ein Wachstumsabschlag von 0,5 angesetzt wurde. Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten gutachterliche Stellungnahme zum Übertragungsbericht verwiesen.

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 15.10.2020– 3-05 O 88/20 – (im Folgenden: sachverständige Prüferin) zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In deren Prüfbericht vom 10.2.2021 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 6,42 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 10.2.2021 verwiesen.

In der Hauptversammlung der C AG vom 25.3.2021 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an die Antragsgegnerin gegen eine Abfindung je Aktie von EUR 6,42 beschlossen.

Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 18.5.2021 und wurden am 18.5.2021 bekannt gemacht. Zu diesem Zeitpunkt waren 248.156 Aktien der C AG noch in Streubesitz.

Im vorliegenden Verfahren begehren die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre eine Erhöhung der Abfindung.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag von EUR 6,42 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG. Einzelne Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beanstanden die Planung und die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Die Planung sei nicht plausibel. Der Leerstrand sei außergewöhnlich hoch. Auch die Angesetzte Neuvermietungsquote sei nicht nachvollziehbar.

Sie halten die angesetzte Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,75 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten Beta-Faktor sowie den Wachstumsabschlag für unzutreffend.

Die Planung sei nicht plausibel. Sonderwerte seien nicht ordnungsgemäß ermittelt werden. Steuerliche Verlustvorträge müssten überprüft werden.

Der NAV sei nicht ordnungsgemäß ermittelt werden müssen.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragsschriften und die Stellungnahme des Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 9.2.2022 (Bd. XXXVIII Bl. 157 ff d. A.) sowie auf die ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist dem Antrag entgegengetreten. Sie hält die Abfindung für angemessen. Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel.

Der Ertragswert je Aktie sei zutreffend ermittelt worden. Sonderwerte und steuerliches Einlagekonto seien zutreffend angesetzt worden.

Die Planung sei – jedenfalls zu Lasten der Minderheitsaktionäre – nicht zu beanstanden.

Etwaige stille Reserven seien im Ertragswert enthalten. Sonderwerte seien berücksichtigt worden. Die Leerstandsquote sei zutreffend. Auch die Bestandteile des

Kapitalisierungszinssatzes seien zutreffend ermittelt und angesetzt worden. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung vom 18.10.2021 (Bd XXXVIII Bl. 65 ff d. A.) und den ergänzenden Schriftsatz vom 21.3.2022 (Bd XXXVIII Bl. 228 ff d. A.) verwiesen.

Das Gericht hat aufgrund der Einwendungen gem. Beschluss vom 14.2.2022 (Bd XXXVIII Bl. 168) eine ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin eingeholt. Wegen des Ergebnisses wird auf die zu der Akte gereichte Stellungnahme vom 13.4.2022 verwiesen.

II.

Die Anträge auf Erhöhung der beschlossenen Abfindung von EUR 6,42 sind unbegründet.

Eine Erhöhung der beschlossenen Barabfindung von EUR 6,42 ist nicht vorzunehmen, da sie über dem Net Asset Value der C AG liegt.

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht.

Das Gericht hat aber nach 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, 2497; 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; Beschl. v. Beschluss vom 20.08.2018 - 20 W 2/13 – BeckRS 2018, 26698 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.

Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens es 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 den Antragstellern und der Antragsgegnerin ursprünglich zugrunde gelegten Ertragswertmethode - gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

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

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

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

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

Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 –; Beschluss vom 26.4.2021 – 21 W 129/19 -). Dabei ist nicht der höchstmögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. BGH NZG 2016, 139; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – mwN).

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, wie das Gericht nicht dran gebunden ist, welche Methode bislang von den Beteiligten verwendet wurde und warum diese andere Methoden verworfen haben. Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen. Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es daher nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Prüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht im Vorfeld der Maßnahme bestellten Prüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Übertragungsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung ist Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes.

Die Kammer ist dabei in der Auswahl der Bewertungsmethode grundsätzlich frei, solange sie eine geeignete und aussagekräftige Methode wählt und methodenkonform anwendet, die gewährleistet, dass das gefundene Bewertungsergebnis zu einer angemessenen Abfindung führt, die nicht unter dem Verkehrswert der Aktie liegt (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, Rn. 34). Denn es gibt nicht „den einen exakten oder wahren Unternehmenswert“ und auch keine als „einzig richtig“ anerkannte Methode zur Ermittlung

des Verkehrswerts einer Aktie. Es kann nicht einmal festgestellt werden, dass eine der gebräuchlichen Methoden in der Wirtschaftswissenschaft unumstritten wäre (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 138).

Die Kammer hält es vorliegend nicht für geboten, die nach dem Ertragswert ermittelte und beschlossene Abfindung zu erhöhen, da diese Abfindung über dem Net Asset Value (im Folgenden NAV) der Gesellschaft liegt und der NAV nach Ansicht der Kammer hier maßgeblich ist.

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 entfaltet 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 C AG als Unternehmen gegeben, dessen Geschäftszweck zum Zeitpunkt der Bewertung im Erwerb, Halten und Verwalten von Büroimmobilien über ihre Tochter- und Enkelgesellschaften bestand. Hier bietet sich an, die Bewertung nach den Grundsätzen vorzunehmen, die sich für die Bewertung von europäischen Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat. Bei derartigen Gesellschaften ist der Unternehmenswert auch für die Bestimmung der angemessenen Abfindung der Minderheitsaktionäre nach der Rechtsprechung der Kammer (vgl. Kammerbeschlüsse vom 18.8.2015 – 3-05 O 87/11 - vom 16.12.2014 - 3-05 O 164/13 –NZG 2015, 635, gebilligt von Oberlandesgericht Frankfurt am Main mit Beschl. v. 08.09.2016, Az.: 21 W 36/15) grundsätzlich nach dem NAV zu ermitteln.

Hinsichtlich des NAV handelt es sich um eine Methode für die Bewertung von Immobiliengesellschaften, welche sich auf europäischer Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat (Rehkugler/Goronzcy in Rehkugler (Hrsg), Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, 2009, S 79; Wollny, Die Bewertung von Immobiliengesellschaften, BewPraktiker 3/2012, S. 103). Dabei wird der Wert einer Immobiliengesellschaft aus der Differenz der Marktwerte seines Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ermittelt. In Deutschland hat der Gesetzgeber den NAV als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds kodifiziert (§ 168 KAGB).

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

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

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

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

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

Zwar hat das Oberlandesgericht Frankfurt am Main in seiner Entscheidung vom 3.11.2020 – 21 W 76/19 – dem die Kammer in Sinne einer einheitlichen Rechtsprechung im OLG Bezirk folgt - zur Geeignetheit des Net Asset Value ausgeführt:

„Bei dem NAV handelt es sich um eine Methode vorwiegend für die Bewertung von Immobiliengesellschaften, die sich auf europäischer Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat und die in § 168 KAGB (Vorgängervorschrift § 36 InvG) für die Ermittlung des Wertes einer Beteiligung an einer vermögensverwaltenden bzw. Immobiliengesellschaft ihren gesetzlichen Niederschlag gefunden hat (vgl. OLG München, Beschluss vom 12.07.2019 - 31 Wx 213/17, juris Rn. 51; Doublier/Lemnitzer, KAGB, 2019. § 248 Rn. 56 ff.;

Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG

Rn. 88a). Hierbei wird der Wert einer Gesellschaft aus der Differenz der Marktwerte ihres Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ermittelt, wobei die Marktwerte der einzelnen Assets von deren jeweiligen voraussichtlichen Erträgen bzw. Zahlungsströmen abhängen (vgl. Senat, Beschluss vom 08.09.2016 - 21 W 36/15, juris Rn. 31; OLG München, Beschluss vom 12.07.2019 - 31 Wx 213/17, juris). Insoweit handelt es sich wie beim Liquiditäts- und Substanzwert um ein Einzelbewertungsverfahren, bei dem allerdings abweichend vom Liquidationswert ein Fortführungswert angesetzt wird (vgl. OLG München, Beschluss vom 12.07.2019 - 31 Wx 213/17, juris Rn. 51; Creutzmann, BewP 2017, 74, 75; Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG Rn. 88a). Diese vereinfachte Form der Bewertung (vgl. Doublier/Lemnitzer, KAGB, 2019, § 248 Rn. 56) bietet sich daher vornehmlich dann an, wenn die Erträge der Gesellschaft im Wesentlichen aus Erträgen und Aufwendungen im Zusammenhang mit bestimmten Kapitalanlagen resultieren, bei denen möglichst keine Synergieeffekte zu verzeichnen sind (vgl. Creutzmann, BewP 2017, 74, 75; Knoll in: Heidel/Schall, HGB, 2020, Anhang zu § 342e Rn. 18) bzw. die Assets nicht arbeitsteilig und gemeinschaftlich zu einer gemeinsamen Wertschöpfung beitragen, sondern letztlich unverbunden nebeneinander den Gesamtwert ausmachen (vgl. Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG Rn. 88a), wie dies bei rein vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaften der Fall ist (vgl. Altenhofen, jurisPR-HaGesR 5/2017, Anm 6; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, Bewertungsmethoden in der Rechtsprechung Rn. 12171). Entsprechend stützte sich der Senat auf die NAV - Methode im Fall einer Beteiligungsgesellschaft, deren Geschäftstätigkeit sich auf die Investitionen in ein diversifiziertes Immobilienportfolio beschränkte (vgl. Senat, Beschluss vom 08.09.2016 - 21 W 36/15, juris).

Gleichwohl ist die Bewertungsmethode aber nur eingeschränkt anwendbar (vgl. Knoll in: Heidel/Schall, HGB, 2020, Anhang zu § 342e Rn. 18; generell kritisch: Pape in: Petersen/Zwirner/Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung, 2013, „Bewertung im Immobiliensektor“ Rn. 3). Denn je weniger es sich um eine rein vermögensverwaltende Gesellschaft handelt, umso umfangreichere Anpassungen sind erforderlich, damit aus dem NAV eine angemessene Abfindung abgeleitet werden kann. So ist grundsätzlich für die angemessene Abfindung auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft und nicht auf die Summe der singulären Überschüsse ihrer einzelnen Vermögenswerte

abzustellen. Dazu aber gibt die NAV - Methode - ohne entsprechende Anpassungen - zunächst keine Auskunft, da sie nur die hypothetischen Veräußerungswerte der einzelnen Assets zum Bewertungsstichtag abbildet und damit in der Regel nicht sämtliche zu erwartenden Zahlungsströme des Unternehmens erfasst (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber, AktG, 2017, Anh § 305 Rn. 64; Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG Rn. 88a). Zwar sind zur sachgerechten Erfassung des Unternehmenswertes anhand des NAV Anpassungen möglich, etwa in Bezug auf nicht erfasste Verwaltungskosten, da diese Auszahlungen die finanziellen Überschüsse belasten und damit nicht bei der Ermittlung der abzufindenden Vermögensposition ausgeblendet werden dürfen. Je bedeutsamer die Anpassungen jedoch aufgrund der Ausrichtung der Gesellschaft für den Unternehmenswert sind, desto weniger vermag der NAV für die Zwecke einer Unternehmensbewertung zu überzeugen, da in diesem Fall der Unternehmenswert nur eingeschränkt von dem gesondert ermittelten Marktwert der einzelnen Vermögensgegenstände bestimmt wird.“

Da die Antragsgegnerin nur (mittelbar) Immobilienbestände erworben und gehalten hat, stellt auch danach der NAV eine geeignete Bewertungsmethode dar.

Der NAV wurde von der Bewerterin mit EUR 5,58 ermittelt. Soweit Antragsteller gegen dessen Ermittlung Einwendungen geltend gemacht haben, hat sich der Prüfer in seiner Stellungnahme vom 13.4.2022 geäußert und einen Wert von EUR 5,75 nach dem EPRA NAV ermittelt. Mangels weiterer Einwendungen gegen diese Ermittlung durch den Prüfer, besteht für die Kammer keine Veranlassung diese Ausführungen des Prüfers nicht zu folgen. Zwar gilt im Spruchverfahren gem. § 26 FamFG der Amtsermittlungsgrundsatz doch wirken die Beteiligten durch ihr Vorbringen darauf ein, hinsichtlich welcher Tatsachen eine Ermittlung erforderlich ist, indem sie gem. § 27 Abs. 1 FamFG dem Gericht Anhaltspunkte für weitere Ermittlungen liefern (vgl. MüKo FamFG/Ulrici FamFG § 26 Rn. 20 mwN).

Da auch dieser Wert des NAV unter der beschlossenen Abfindung liegt, besteht für die Kammer keine Veranlassung zu den Einwendungen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre zu der zugrunde gelegten Planung, den Sonderwerten und den Elementen des Kapitalisierungszinses weitere Erwägungen und ggf.

Ermittlungen vorzunehmen, da nach dem oben gesagten eine Abfindung in Höhe des NAV oder darüber jedenfalls eine angemessene Abfindung darstellt.

Aufgrund der Abfindungsermittlung nach dem Marktwert bedarf es auch keiner Einbeziehung von Vorerwerbspreisen, da diese - auch nach der Rechtsprechung der Kammer (vgl. Beschluss vom 25.11.2014 - 3-05 O 43/13 -) nur bei einer Bewertung nach dem Ertragswert eine Rolle spielen kann.

Im Hinblick auf die vorliegende Relevanz des NAV zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs bedarf es keiner Entscheidung mehr über den Antrag des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre und einiger Antragsteller über die Zurverfügungstellung von Unterlagen durch die Antragsgegnerin hinsichtlich der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren, da dem eine Relevanz für die Entscheidung in der Sache nicht beikommt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 15 Abs. 1, § 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit unter Berücksichtigung auf den Ausgang des Verfahrens gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Weingärter in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, § 15 SpruchG Rn 15 ff mwN). Dies ist hier nicht der Fall. Im Hinblick darauf, dass es nicht zu einer gerichtlichen Korrektur der Abfindung kommt, sind Billigkeitsgründe nicht ersichtlich, die eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnten.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 75 GNotKG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR. Mangels Erhöhung der Abfindung oder des Ausgleichs bleibt es bei dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,--.

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. BeckOGK/Drescher AktG § 12

Rn. 8 mwN). Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten. Es gibt vorliegend keinen Grund ersichtlich, 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.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist soweit zugelassen, bzw. der Beschwerdewert von EUR 600,-- überstiegen ist, 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.