

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Hamburg

Az.: 412 HKO 13/20



Beschluss

In der Sache

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 12 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht _____ sowie die Handelsrichter _____ und _____ am 24.05.2024:

1. Die von der Antragsgegnerin an die aufgrund des Beschlusses der Hauptversammlung vom 3.12.2019 ausscheidenden, abfindungsberechtigten Gesellschafter zu leistende Barabfindung wird unter Abweisung der weitergehenden Anträge auf € 2,05 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 22.01.2020 mit 5% p.a. über dem Basiszinssatz zu verzinsen.
2. Die Kosten des Rechtsstreits hat der Antragsgegner zu tragen.
3. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und die Vergütung des gemeinsamen Vertreters wird auf € 435.946,00 festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller sind ehemalige Aktionäre der AVW Immobilien AG (nachstehend „AVW“), deren Anteile infolge eines Beschlusses der Hauptversammlung vom 3.12.2019 auf den Hauptaktionär, den hiesigen Antragsgegner, übertragen wurden. Aufgrund des Übertragungsberichts, der sich auf die Gutachten der Bewertungsprüfer vom 16. Oktober 2019 und der gemäß Beschluss dieses Gerichts in der Sache 412 HKO 65/19 vom 28.08.2019 gerichtlich bestellten Angemessensheitsprüfer vom 17. Oktober 2019 (nachstehend stützt, wurde die Abfindung für die ausscheidenden Minderheitsaktionäre auf € 1,58/Aktie festgesetzt.

Die Gesellschaft ist in das Handelsregister beim Amtsgericht Hamburg unter der Nr. B 121125 eingetragen. Geschäftsgegenstand der 1987 gegründeten Gesellschaft ist laut Handelsregister *„die Tätigkeit als Bauträger sowie als Generalunternehmen und Generalübernehmer von Bauobjekten, Verwaltung von fertig gestellten Immobilien, Beteiligung an gewerblichen Betreiberfirmen von Immobilien sowie an Unternehmen des Dienstleistungsbereiches, vorwiegend im Bereich der Seniorenbetreuung, des Hotelbetriebes, des Betriebes von Krankenhäusern und Rehabilitationskliniken sowie alle damit zusammenhängenden Geschäfte. Dazu gehören auch Geschäfte nach § 34 c Gewerbeordnung“*. Im Jahr 2019 war die Gesellschaft an 32 Unternehmen zu mehr als 20% direkt oder indirekt beteiligt (S. 15). Mit der AVW Grund GmbH bestand ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Ein Schwerpunkt der Tätigkeit der AVW bestand in der Entwicklung von Projekten, angefangen von der Auswahl geeigneter Grundstücke, dem Erstellen von Markt und Nachfrageanalysen, der Übernahme des Finanzierungsmanagements sowie der Betreuung der Bautätigkeit bis hin zum Verkauf des Objekts. Im Rahmen einer strategischen Neuausrichtung im Geschäftsjahr 2016/2017 verlagerte sich der Schwerpunkt von der Entwicklung von Einkaufs- und Fachmarktzentren sowie Gewerbeimmobilien auf Immobilien im Bereich Wohnen und Büro. Regional konzentrierte sich die Tätigkeit der AVW auf den Großraum Hamburg bzw. auf Immobilien in Niedersachsen sowie Schleswig-Holstein, es gab aber auch Projekte in Baden-Württemberg. Neben der Projektentwicklung verwaltete die AVW Immobilien (insbesondere Gewerbeimmobilien) aus dem Bestand ihrer Tochtergesellschaften sowie im Auftrag Dritter (Property Management) und erbrachte Beratungsleistungen. In den Jahren zwischen 2017 und 2019 beschäftigte die AVW-Gruppe durchschnittlich 32 bis 37 Mitarbeiter, die sämtlich bei der AVW angestellt waren, davon 16 im Property Management Bereich. Für die wesentlichen wirtschaftlichen Kennzahlen ist auf die Zusammenstellung bei zu verweisen.

Im Jahr 2018 wurden zwei Kapitalerhöhungen in das Handelsregister eingetragen, und zwar am 26.4.2018 um € 5.000.000,00 von € 12.826.667,00 auf € 17.826.667,00 und am 14.12.2018 um € 8.888.333,00 auf € 26.715.000,00. Der Kapitalerhöhung vom 26.4.2018 lag ein Bezugsangebot an die Volksbank eG Braunschweig Wolfsburg (nachstehend BraWo), Sitz Braunschweig, eintragen im GnR 1000001 des AG Braunschweig, zugrunde, für dessen Annahme eine

Sacheinlage von € 12.826.667,00 zu leisten war. Die neuen Aktien gemäß der Kapitalerhöhung vom 14.12.2018 wurden ausweislich des an alle Aktionäre der AVW gerichteten Bezugsangebots vom 27.11.2018 für jeweils 1,00 € ausgegeben. Im Ergebnis erwarb die BraWo im Jahr 2018 laut ihrem Konzernbericht 2018, Seite 14, 13 Millionen neue Aktien der AVW.

Am 20.8.2019 wurde mit einem Stammkapital von € 25.000,00 in das Handelsregister beim AG Hamburg eingetragen (HRB 157641). An dieser Gesellschaft hielt der Antragsgegner 51 % der Anteile. In der Folge übertrug die BraWo ihre Aktien im Wege der Aktienleihe an die damit mehr als 50 % der Anteile an der AVW hielt, sodass dem Antragsgegner mittelbar und unmittelbar rund 96,528 % zuzurechnen waren und damit die Voraussetzungen für den in der Hauptversammlung vom 3.12.2019 gefassten Squeeze-out-Beschluss vorlagen.

Die Antragsteller beanstanden die Höhe des Betrages der angebotenen Barabfindung (€ 1,58 / Aktie) als zu niedrig. Gegen die Wertermittlung wird u.a. vorgetragen, dass die Planungsrechnung, ausgehend von den im Jahr 2019 bestehenden berechtigten Erwartungen in die künftige Konjunktorentwicklung zu pessimistisch sei, und dass die verschiedenen Bewertungsparameter bei der Berechnung des Ertragswerts nach dem Tax CAPM unzutreffend bestimmt seien. Zudem gäbe es Anhaltspunkte für eine Manipulation des durchschnittlichen Börsenkurses im maßgeblichen Zeitraum. Der tatsächlich zugrunde zu legende Kurs führe zu einem höheren Unternehmenswert. Der Antragsteller zu 39, der zusammen mit seiner Ehefrau, der Antragstellerin zu 38, mehr als 97 % der an diesem Verfahren beteiligten Anteile gehalten hat, zeigt darüber hinaus weitere, seiner Auffassung nach bestehende schwerwiegende Bewertungsfehler auf, wobei er auf Kenntnisse des Unternehmens, die er als Wirtschaftsprüfer und ehemaliger professioneller Berater des Antragsgegners in früheren Jahren erworben hat, verweist. So seien Vermögensgegenstände der Gesellschaft bzw. der Gesellschaft zuzuordnende Projekte und daraus resultierende Ertragsaussichten seien nicht ausreichend berücksichtigt worden. Dass der Konzern keine konsolidierte Bilanz vorgelegt habe, sondern nur Bilanzen der einzelnen Konzernunternehmen habe dazu geführt, dass Gewinne in den vergangenen Jahren vorzeitig ausgewiesen worden seien, wodurch sich die Ertragsprognose in der Detailplanungsphase ergebniswirksam verringert habe. Auch seien die sich aus der Beteiligung der BRAWO ergebenden Chancen des Unternehmens bei weitem nicht hinreichend berücksichtigt worden.

Für Einzelheiten wird auf die Schriftsätze der Antragsteller verwiesen.

Die Antragsteller beantragen,

eine angemessene höhere Barabfindung festzusetzen

Der Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Der Antragsgegner beanstandet die Statthaftigkeit bzw. Zulässigkeit einzelner Anträge, hält aber

unabhängig davon sämtliche Anträge für unbegründet. Die Bewertungsprüfer und ihnen folgend, nach eigenständiger Prüfung, die Angemessenheitsprüfer hätten den Wert des Unternehmens methodisch einwandfrei und zutreffend ermittelt. Für die Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung und die weiteren Stellungnahmen der Antragsgegnerseite Bezug genommen.

II.

Die gestellten Hauptanträge sind zulässig. Sämtliche gegen die Höhe der Barabfindung gerichteten Anträge sind innerhalb der Dreimonatsfrist gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 4 SpruchG eingereicht worden und sämtliche Antragsteller haben dargelegt und durch Vorlage geeigneter Unterlagen zur Überzeugung des Gerichts nachgewiesen, dass sie gemäß § 3 Nr. i. V.m § 1 Nr. 4 SpruchG infolge des Hauptversammlungsbeschlusses vom 3. Dezember 2019 aus der Gesellschaft ausgeschieden sind und damit über die erforderliche Antragsberechtigung verfügen. Ferner sind alle Anträge im erforderlichen Umfang begründet worden. Soweit einzelne Antragsteller ihre Anträge auch darauf stützen wollen, dass der in Rede stehende Hauptversammlungsbeschluss nicht wirksam gefasst worden sei, betrachtet die Kammer dieses Vorbringen als ein unerhebliches Sachargument, welches aber nicht zur (teilweisen) Unzulässigkeit des Antrags führt. Dies war ein offensichtlicher Irrtum. Die materielle Überprüfung des Ausschließungsbeschlusses ist in diesem Verfahren – wie allen Beteiligten von Anfang an bewusst ist - unstatthaft.

III.

Die Anträge sind teilweise begründet, und zwar soweit eine Erhöhung des Abfindungsbetrages um 0,47 € / Aktie auf (nicht mehr als) € 2,05 pro Aktie begehrt wird. Darüberhinausgehende Erhöhungsforderungen sind unbegründet und waren zurückzuweisen.

Die Festsetzung des erhöhten Abfindungsbetrags beruht auf der in weiten Teilen überzeugenden Wertermittlung der sachverständigen Prüfer, welcher das Gericht in methodischer Hinsicht vollen Umfangs gefolgt ist, welche aber im Hinblick auf zwei für die Wertermittlung maßgeblichen Faktoren aufgrund der insoweit überzeugenden Argumente der Antragsteller der Korrektur bedarf. Nach Auffassung der Kammer ist der (unverschuldete) Betafaktor mit 0,6 zu hoch angesetzt worden, und der Wachstumsabschlag mit 0,75 % zu niedrig. Der hier festgestellte Wert beruht auf einem Beta-Faktor von 0,55 und einem Wachstumsabschlag von 1,00 %, entsprechend der durch die Kammer erbetenen Berechnung der Angemessenheitsprüfer vom 8. April 2024.

1. Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes

Die gewählte Methode muss gewährleisten, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für den Wert der ihm entzogenen Unternehmensanteile erhält, also den Grenzwert, zu dem ihm ein Ausscheiden aus der Gesellschaft ohne Vermögensnachteil möglich ist (BGH, Beschl. v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, NZG 2020, 1386, RN 19; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16.04.2024 – 12 W 27/23, BeckRS 2024, 7902, RN 44; BVerfGE 100, 289, 304 ff.)). Dies kann – wie es hier der Fall war - dadurch geschehen, dass der Unternehmenswert insgesamt ermittelt wird und dem ausscheidenden Anteilseigner der auf seine Anteile entfallende Bruchteil

zukommt (Koch, Aktiengesetz, 18. Auflage 2024, § 305 RN 24; BGH NZG 2016, 136 RN 33).

Die Bewertungssprüfer und ihnen folgend die gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer sind entsprechend verfahren und haben bei der Ermittlung des Unternehmenswertes das Ertragswertverfahren gemäß IWDS1 in der Fassung vom 1.4.2008 zugrunde gelegt (Capital Asset Pricing Modell – CAPM). 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.

2. Unternehmensplanung / Ertragserwartung

Als Bewertungsbasis für die Gesellschaft diente die den Prüfern überlassene Unternehmensplanung. Diese bestand nach der Aussage des sachverständigen Zeugen der gemeinsam mit der sachverständigen Zeugin seitens tätig geworden war, zum einen in einer vergangenheitsbezogenen Betrachtung ab 2016 und zum anderen in einer anlassunabhängigen jährlichen Planungsrechnung, die der Vorstand in der Sitzung vom 4.6.2019 vorgelegt hat (Protokoll 28.10.22, Seite 7; S. 27). Diese Planungsrechnung wurde am 2.9.2019 durch den Aufsichtsrat genehmigt, und knüpft an den nach handelsrechtlichen Bilanzierungsgrundsätzen aufgestellten und geprüften Jahresabschluss zum 30.4.2019 an. Sie umfasste fünf Planjahre, und enthielt jeweils eine (Plan-) Gewinn und Verlustrechnung, eine (Plan-) Bilanz und eine (Plan-) Cash-Flow-Rechnung, die wiederum mit verschiedenen Detailplanungen unterlegt waren.

Für die Zwecke des Angemessenheitsgutachtens mussten die Daten in das Planungsformat überführt werden, wobei die Bewertungsprüfer für die Gesellschaft die Ist-Zahlen aus der G&V in eine Überleitungsrechnung, die die betriebswirtschaftlichen Kennzahlen aufwies, übertragen. Dem Charakter des Unternehmens als Projektentwicklungsgesellschaft folgend wurde zunächst projektbezogen geplant. Die jeweiligen Positionen wurden ausschließlich bei den einzelnen Projektgesellschaften erfasst, die entsprechenden Ergebnisse sodann in die Unternehmensplanung übertragen. Auf die Plausibilität der Planungsrechnung haben die Angemessenheitsprüfer bei ihrer Prüfung einen besonderen Schwerpunkt gesetzt (Protokoll, 28.10.22, S. 7). Maßgeblich war, dass die Planungsrechnung der AVW die Gruppenergebnisse zusammenfasste, wobei die Angemessenheitsprüfer unterstellten, dass die jeweiligen Finanzierungen, die bei den Projektgesellschaften ausgewiesen waren, bei Beendigung

des jeweiligen Projekts zurückgeführt wurden. Hierfür ergänzten die Prüfer die vorgelegte Planungsrechnung. Das hat das Ergebnis nicht beeinflusst, hatte jedoch Auswirkungen auf Verschuldungsgrad und Betafaktor (Protokoll 28.10.22, Seite 8). Die Betrachtung beruht demnach auf der Summe der einzelnen Projektplanungen, ohne dass es darauf ankommt, in welcher rechtlichen Einheit die jeweiligen Erträge erzielt wurden.

Bei der Ertragsplanung unterschied die Gesellschaft zwischen Projekten in Umsetzung, Projekten in Anbahnung und neuen Projekten. Die jeweiligen Ergebnisse wurden danach – nach Aussage des Wirtschaftsprüfers (Protokoll, S. 11) entweder bei den geplanten Beteiligungsergebnissen oder – soweit es noch keine Gesellschaften gab - bei den Ergebnissen aus Projektplanung berücksichtigt.

Der Detailplanungszeitraum erstreckt sich entsprechend der Planung der AVW und wegen der mehrjährigen Laufzeit der einzelnen Projekte auf die fünf Zeiträume 19/20, 20/21, 21/22, 22/23 und 23/24, wobei zur Herstellung eines eingeschwungenen Aufsatzpunktes für die Phase der ewigen Rente noch ein Übergangsjahr modelliert wurde

Dieses Vorgehen ist aus Sicht der Kammer überzeugend und führt bei richtiger Durchführung dazu, dass alle zu erwartenden Erlöse im Rahmen der Planungsrechnung der Gruppe erfasst werden.

Das operative Ergebnis (EBIT) der durch die AVW vorgenommenen Planung, die seitens der Bewertungsprüfer vorgenommenen Korrekturen ergänzt wurde, stellt sich nach den Feststellungen der Angemessenheitsprüfer wie folgt dar:

AVW Immobilien AG Plan- Gewinn- und Verlustrechnung angepasst	Ist 2018/2019 T€	2019/2020 T€	2020/2021 T€	Plan 2021/2022 T€	2022/2023 T€	2023/2024 T€
Erlöse Projektentwicklung	2.489	5.038	6.755	7.078	9.731	10.210
Erträge Verwaltung	981	1.087	1.130	1.169	1.196	1.218
Übrige Erträge	1.167	4.364	450	450	450	450
Summe Erträge	4637	10.489	8.335	8.697	11.377	11.879
Personalaufwand	-2.728	-2.742	-2.824	-2.552	-2.917	-2.929
Sachaufwand	-1.821	-1.505	-1.398	-1.388	-1.367	-1.417
EBITDA	88	6.242	4.112	4.757	7.093	7.533
Abschreibungen	-94	-68	-68	-68	-68	-68
EBIT	-6	6.174	4.045	4.689	7.025	7.465

während sich für die Finanzplanung Folgendes ergibt:

AVW Immobilien AG Planung Finanzergebnis	Ist 2018/2019 T€	2019/2020 T€	2020/2021 T€	Plan 2021/2022 T€	2022/2023 T€	2023/2024 T€
Beteiligungsergebnis	-546	-482	-303	1.331	-85	80
Zinsertrag	215	582	963	1.152	1.042	948
Zinsaufwand	-1.248	-1.215	-1.615	-1.785	-1.416	-1.036
Finanzergebnis	-1.580	-1.115	-955	698	-459	-28

sodass sich das Planergebnis (EBT) der AVW in der Detailplanungsphase (ohne steuerliche Verlustvorträge) wie folgt darstellt:

AVW Immobilien AG Planung EBT angepasst	Ist 2018/2019 T€	2019/2020 T€	2020/2021 T€	Plan 2021/2022 T€	2022/2023 T€	2023/2024 T€
EBIT	-6	6.174	4.045	4.689	7.025	7.465
Finanzergebnis	-1.580	-1.076	-872	1.282	323	960
Außerordentliches Ergebnis	-1.091	-124	0	0	-1.240	0
EBT	-2.676	4.974	3.173	5.970	6.107	8.425

Die Kammer hält es für sachgerecht, diese Planung als Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung zugrunde zu legen.

3. Einwände gegen die Unternehmensplanung greifen nicht durch

Gegen die konkrete Unternehmensplanung, wie sie den Angemessenheitsprüfern unterbreitet wurde, sind verschiedene, im Ergebnis nicht durchgreifende Einwände erhoben worden. So wird eingewandt, es seien nicht alle Projekte berücksichtigt worden, Gewinne seien vorverlagert worden, die Planung berücksichtige nicht die besseren Aussichten der Gesellschaft durch den Einstieg der BraWo und sei generell zu pessimistisch.

a) Keine Berücksichtigung der GenoRe?

Bei der GenoRE Development GmbH handelt es sich um eine am 18.04.2019 eingetragene Tochtergesellschaft der AVW (AG Hamburg, HRB 156724), mit dem Unternehmensgegenstand

„Erbringung von Beratungs- und Servicedienstleistungen in den Bereichen Entwicklung, Projektierung, Konzeption und Planung von Immobilienbauvorhaben sowie die Vermittlung des Abschlusses von Verträgen bzw. den Nachweis von Gelegenheiten zum Abschluss von Verträgen über Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte, gewerbliche Räume und Wohnräume, sowie Darlehen gemäß § 34 c Absatz 1 Nr. 1 und 2 Gewerbeordnung“,

also einer schwerpunktmäßig beratenden Tätigkeit. Die Tätigkeit dieser Gesellschaft wurde durch die Angemessenheitsprüfer im Rahmen der Planung entsprechend ihrem Unternehmensgegenstand berücksichtigt (Prot. 28.10.2022, S. 10), wobei ab dem zweiten Jahr der Detaillierungsphase Beratungserlöse von € 250.000,00 und € 200.000,00 sonstige Erlöse in die Planungen eingeflossen seien

In diesem Zusammenhang wurde von Antragstellerseite beanstandet, dass die AVW laut Presseberichten über die GenoRe ein großes Grundstück in Großhandsdorf auf dem Gelände einer ehemaligen Lungenheilstation erworben habe, auf dem ein aufwändiges Wohnprojekt geplant sei. Diese finde sich nicht in der Planung der Gesellschaft. Auch den Angemessenheitsprüfern war nichts über ein derartiges Grundstück bekannt.

Hierzu hat die Antragsgegnerin auf die Auflage des Gerichts gemäß Beschluss vom 18.8.2023 vorgetragen, dass die GenoRe bei ihrer Gründung lediglich als „Vermarktungsbühne für Dienstleistungen und Kooperationsgeschäfte mit VR-Banken“ geplant gewesen sei, nicht aber

um Projekte zu entwickeln. Nachdem es aber trotz intensiver Bemühungen im Jahr 2019 zu keinem einzigen Beratungsauftrag gekommen sei und es auch keinerlei konkrete Pläne zu einem Grundstückserwerb gegeben habe, sodass auch keine Umsätze erzielt worden seien (Bilanz der GenoRE gem. Bundesanzeiger, Anlage AG 4) habe man diese GmbH - deutlich nach dem Squeeze Out - entgegen ihrer ursprünglichen Bestimmung als Projektgesellschaft verwandt. Eine erste Befassung mit dem Grundstück in Großhansdorf habe es im März 2020 gegeben, und im Juni 2020 sei ein zweites Kaufangebot für das Grundstück abgegeben worden, bis dann am 20. November 2020 der Kaufvertrag geschlossen wurde. Zum Zeitpunkt der Planung des Umsatzes und der Beschlussfassung über den Squeeze-Out habe es keine Pläne für ein Projekt der GenoRe gegeben, schon gar keine Pläne für das konkrete Projekt in Großhansdorf. In der 2019 aufgestellten Unternehmensplanung sei das (konkret noch nicht ersichtliche) Projekt unter „neue Projekte“ erfasst worden (Schriftsatz der Antragsgegnerseite vom 6.11.2023, Seite 8).

Diese Darstellung überzeugt. Das geplante Wohnquartier auf dem Gelände der ehemaligen Lungenheilanstalt am Eilberweg in Großhansdorf war Gegenstand diverser Presseveröffentlichungen. Diese datieren aber alle erst aus späterer Zeit. Dafür, dass es bereits im Jahr 2019 seitens der AVW konkrete Planungen im Hinblick auf das erst Ende 2020 erworbene Gelände gab, und dass die GenoRe dabei eine Rolle spielte, gibt es keine Anhaltspunkte. Das Gericht sieht hier auch keinen weiteren Aufklärungsbedarf von Amts wegen.

b) Rothenburgsort

Soweit die Behauptung aufgestellt wurde, dass im Jahr 2019 Erlöse aus einem Projekt Rothenburgsort unberücksichtigt geblieben seien, ist dies unbegründet. Aus dem Gutachten der Angemessenheitsprüfer ergibt sich, dass hier keine Projekterlöse, sondern nur noch Erlöse aus Beratungsleistungen zu erwarten waren, da die AVW an der entsprechenden Projektgesellschaft nicht mehr beteiligt war (Antragsgegner Schriftsatz 6.11.2023, RN 29ff).

c) Keine unzulässige Vorverlagerung von Erlösen zu Lasten des Planungsergebnisses?

Des Weiteren wird von Antragstellerseite vorgetragen, die AVW habe gegenüber Projektgesellschaften Leistungen vorzeitig in Rechnung gestellt, ohne dass auf der Ebene der Projektgesellschaften entsprechende Verbindlichkeiten passiviert worden seien. Das habe dazu geführt, dass Gewinne, die bei richtiger Anwendung bilanzrechtlicher Regeln erst in den Folgejahren erfasst worden wären, auf die vorangegangenen Zeiträume vorverlegt worden seien und dementsprechend im Detailplanungszeitraum, wo sie sich positiv auf die Berechnung des Unternehmenswerts ausgewirkt hätten, nicht ausgewiesen werden konnten. Derartige vorgezogene Umsatzerlöse habe es beispielsweise beim Projekt Stuttgart Bad Canstatt in Höhe von 3,2 Millionen Euro und bei den Projekten Achim, Stade und Festplatz Harburg Sand gegeben (Auswirkungen 20 Millionen €). Insbesondere der Antragsteller zu 28) verlangt daher, dass die Bilanzen der zurückliegenden Geschäftsjahre korrigiert würden und die Planungsrechnung entsprechend angepasst würde.

Die auf der Behauptung einer handelsrechtlich unzulässigen Vorverlagerung von Gewinnen gestützten Einwände gegen die Planungsrechnung sind unbegründet. Die Planung beruht auf geprüften und testierten Bilanzen der AVW. Konkrete Anhaltspunkte dafür, dass das

Prüfungsergebnis falsch ist, gar zu Lasten der späteren Antragsteller manipuliert wurde, sind nicht ersichtlich. Nach Stellungnahme des Antragsgegners und den entsprechenden Kommentaren der Angemessenheitsprüfer hat die Kammer keine Zweifel daran, dass die bilanzielle Erfassung der maßgeblichen Vorgänge korrekt erfolgt ist bzw. sich im Rahmen handelsrechtlich zulässiger Gestaltungsspielräume bewegten. Im Hinblick auf das Projekt Bad Canstatt hat der Antragsgegner unwidersprochen dargelegt, dass die vereinbarten Leistungsabrechnungen der AVW gegenüber der Projektgesellschaft mit einer Aktivierung des Umlaufvermögens der Projektgesellschaft als Teil der Vorräte einherging, dass der Vorgang also auf allen Ebenen erfasst wurde (Schriftsatz vom 20.10.22, RN 95). Dafür, dass dies den Wirtschaftsprüfern der AVW, die das Testat erteilten, entgangen sein könnte, gibt es keine Anhaltspunkte. Dass nach der Aktivierung auf der Ebene der Projektgesellschaft der spätere Veräußerungsgewinn entsprechend niedriger ausfiel, liegt in der Natur der Sache, bedeutet aber keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre. Im Gegenteil: Vieles spricht dafür, dass diese Form der Gewinnrealisierung, eine handelsrechtlich zulässige Aufdeckung stiller Reserven, erforderlich war, um die finanzielle Grundlage des Unternehmens, insbesondere die Kreditwürdigkeit und den daraus erwachsenen Zugang zu weiterer Liquidität, zu stärken.

Im Hinblick auf das Projekt Stade hatte es ausweislich der Darlegungen der Antragsgegnerseite im Schriftsatz vom 20.10.22, RN 95, in den Jahren 2015 und 2016 eine zwischenzeitliche Veräußerung der überwiegenden Anteile (94,9 %) der Projektgesellschaft an Mitglieder der Familie des Antragsgegners gegeben, die zu einem Veräußerungsgewinn bei der AVW führte. Dass dieser Gewinn im Zeitpunkt der Veräußerung auf Seiten der AVW zu erfassen waren, war handelsrechtlich geboten. Die Anteile wurden im Geschäftsjahr 2017 / 2018 (zu einem etwas niedrigeren Preis) an die AVW zurückverkauft, was dazu führte, dass bei der späteren Veräußerung an Dritte dieser Kaufpreis vom Gewinn abzusetzen war. Dieser Vorgang ist aber handelsrechtlich nicht zu beanstanden und führte insbesondere nicht dazu, dass sich der den Minderheitsaktionären zugeflossene Gewinn verringert hätte. Es ist auch nicht ersichtlich, dass insoweit gezielt zulässige Gestaltungsspielräume ausgenutzt wurden, um Minderheitsaktionäre im Rahmen eines künftigen Squeeze-Out zu benachteiligen. Die (zulässige) Gewinnrealisierung war bereits 2015 erfolgt, zum Squeeze-Out kam es aber erst Ende 2019, nachdem sich zwischenzeitlich die BraWo wesentlich an der AVW beteiligt hatte und sich die maßgebliche Interessenlage der Mehrheitseigner damit grundlegend verändert hatte. Die hier beanstandete Transaktion des Verkaufs- und des Rückkaufs der Projektgesellschaft legt vielmehr die Annahme nahe, dass die AVW in ihrer damaligen Situation dringend darauf angewiesen war, Gewinne zu realisieren. Die dazu bestehenden Gestaltungsspielräume hat sie genutzt, um das Unternehmen zu erhalten. Eine Benachteiligung ihrer Minderheitsaktionäre ist damit nicht verbunden.

Dazu passt die Einschätzung des sachverständigen Zeugen dass es in der Planungsrechnung im Zweifel günstiger gewesen wäre, wenn die Untergesellschaften entsprechend der von Antragstellerseite aufgestellten Behauptung bei einer angeblich vorgezogenen Gewinnrealisierung auf der Ebene der AVW ihrerseits keine Aktivposten gebildet hätten (Protokoll, 28.10.2022, S. 12). Zudem hat der Zeuge zuvor zurecht darauf hingewiesen, dass für die Angemessenheitsprüfer kein Grund dazu bestand, die geprüften Bilanzen in Frage zu stellen.

d) Keine zu pessimistischen Planannahmen

Es gibt keine Anzeichen dafür, dass die in der Planung zum Ausdruck kommenden Gewinnerwartungen zu pessimistisch seien. Im Gegenteil, die geplanten Erlöse aus Projektentwicklung sollen sich nach der Planung vom Ist-Zeitraum 2018/2019 von T€ 2.489 fortlaufend steigern bis zu einem Wert von T€ 10.210 im Zeitraum 23/24, das negative Finanzergebnis wird im gleichen Zeitraum von -1,58 Mio € auf – 28T€ zurückgeführt, das EBT steigert sich von -2.679 T€ auf 6.533 T€. Dass eine solche Planung, die ein ununterbrochenes erhebliches Ansteigen der Erlöse vorsieht, auch bei einem günstigen Marktumfeld sehr ambitioniert ist, liegt auf der Hand. Warnungen vor einer sich aufbauenden Immobilienblase gab es schon im Jahr 2019 (vgl. Deutsche Bank Monitor, Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2019 (dbresearch.de) vom 12. März 2019; Max Borowski in ntv 7.8.2019–"Explosive Entwicklung": DiW warnt vor Immobilienblase - n-tv.de).

4. Ertragserwartung in der Phase der ewigen Rente

Das Gutachten der Angemessenheitsprüfer überzeugt auch in Bezug auf die Ertragserwartung in der Zeit der ewigen Rente, die mit zutreffenden Erwägungen gegenüber den letzten Planjahren reduziert wird.

Hierzu ist auf die folgende Tabelle zu verweisen:

AVW Immobilien AG Ewige Rente	Plan 2023/2024 T€	Übergangsjahr 2024/2025 T€	ewige Rente 2025/2026 ff. T€
Erlöse Projektentwicklung	10.210	6.500	6.549
Erträge Verwaltung	1.218	1.227	1.237
Übrige Erträge	450	453	457
Summe Erträge	11.879	8.181	8.242
Personalaufwand	-2.929	-2.971	-2.993
Sachaufwand	-1.417	-1.427	-1.438
EBITDA	7.533	3.783	3.811
Abschreibungen	-68	-64	-65
EBIT	7.465	3.719	3.747
Beteiligungsergebnis	48	19	19
Zinsertrag	1.054	1.077	1.064
Zinsaufwand	-142	-28	-29
Finanzergebnis	960	1.068	1.055
Außerplanmäßiges Ergebnis	-	-	-
EBT	8.425	4.787	4.802
Steueraufwand	-1.893	-1.661	-1.381
EAT	6.533	3.126	3.420

Nach Abschluss der Detailplanungsperiode im Rahmen der Überleitung zur ewigen Rente weist die Tabelle eine Gewinnerwartung (EAT) von nur knapp über Hälfte gegenüber dem letzten

Planjahr aus. Wesentliche Ursache dafür ist eine drastische Reduzierung der im letzten Planjahr erwarteten Erlöse aus Projektentwicklung von T€ 10.210 auf T€ 6.500 im Übergangsjahr 2024/2025 und T€ 6.549,00 im Jahr 2025/2026 und in der ewigen Rente. Ferner reduziert sich das erwartete Beteiligungsergebnis von T€ 48 im letzten Planjahr auf T€ 19 in der Zeit der ewigen Rente. Personalaufwand, Sachaufwand und Abschreibungen variieren hingegen nur leicht und der Zinsaufwand verringert sich erheblich von T€ -142 auf T€ -29.

Diese Reduzierungen werden von zahlreichen Antragstellern als unplausibel und nicht nachvollziehbar kritisiert. Demgegenüber hat der sachverständige Zeuge in seiner Vernehmung überzeugend dargelegt, dass schon die Planung im Detailzeitraum auf ambitionierten Annahmen beruht habe, deren Erreichung zweifelhaft war. Dazu gehört die Annahme, dass alle Projekte in einem Zeitraum von drei Jahren abgeschlossen werden könnten und dass die Zielwerte jeweils erreicht würden (Protokoll 28.10.22, Seite 16). Dieses umzusetzen habe der Vorstand jedoch schon in der Vergangenheit deutlich verfehlt. Ferner beruhe die Detailplanung auf der Annahme, dass es in allen Bereichen eine ständige positive Entwicklung geben würde, was jedoch über einen langen Zeitraum nicht tragfähig sei, weil sich immer wieder Risiken aller Art, z.B. in Form fehlgeschlagener Projekte, realisieren könnten (Protokoll 28.10.22, Seite 16). Es seien insoweit „Erwartungswerte“ anzusetzen und nicht „Zielmargen“. Auch könnten *„die in der Phase der Detailplanung fortdauernd unterstellten positiven Rahmenbedingungen für Projektentwicklungen keinen nachhaltig im Mittel zu erwartenden Zustand darstellen“*

Es werde „wenngleich konkret nicht planbar – so doch in der Realität zu konjunkturellen Rücksetzern und Verwerfungen am Immobilienmarkt kommen, die auch einmal ein schlechteres Jahr mit sich bringen werden“. Die Kammer ist davon überzeugt, dass es zu einer seriösen Bewertung gehört, die Möglichkeiten derartigen Markt- und Konjunkturschwankungen zu berücksichtigen und dass auch zu berücksichtigen ist, dass nach langen Phasen stetigen Aufschwungs auch lange Phasen des Rückgangs und der Stagnation folgen können. Das haben die Angemessenheitsprüfer mit ihrer Einschätzung zutreffend zum Ausdruck gebracht. Sie haben darüber hinaus berücksichtigt, dass es selbst bei guter Marktlage schwieriger wird, geeignete Flächen für künftige Projekte zu sichern

Zutreffend ist auch die von den Angemessenheitsprüfern berücksichtigte Erwägung der Bewertungsprüfer, dass die durch die AVW geplanten Projektmargen von 15% nicht unverändert gehalten werden können, da deutliche steigende Baukosten die Effekte steigender Absatzpreise überstiegen

5. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Nach dem tax CAPM wird der Kapitalisierungssatz aus verschiedenen Komponenten ermittelt, nämlich der erwartbaren Rendite des Eigenkapitaltitels (nach Steuern), dem Basiszinssatz, dem Steuersatz auf Ebene des Investors, der Marktrisikoprämie (nach Steuern), dem Beta-Faktor und (in der Phase der ewigen Rente) dem Wachstumsabschlag.

a) Basiszins

Die Bewertungsprüfer und ihnen folgend die Angemessenheitsprüfer haben als Basiszins für eine risikolose Alternativenanlage einen Satz von 0,0 % angesetzt. Dagegen gibt es – bezogen auf den fraglichen Zeitraum – nichts zu erinnern.

b) Marktrisikoprämie

Für die Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern) haben die Bewertungsprüfer und ihnen folgend die Angemessenheitsprüfer entsprechend der geltenden Empfehlung des FAUB den Ansatz von 5,5% als zutreffend zu ermittelt. Diesen Ansatz erachtet die Kammer für sachgerecht (vgl. Hans. OLG, 13 W 20/21 Beschluss vom 31.3.2022. S. 16 – Alstria; LG Hamburg, Beschluss vom 17. Februar 2020 – 403 HKO 144/18 –, juris RN 39).

c) Korrekturbedürftiger Betafaktor

Bewertungsprüfer und Angemessenheitsprüfer sind sich darüber einig, dass der eigene Betafaktor der AVW nicht herangezogen werden kann. Das Handelsvolumen der AVW – Aktien war äußerst gering und für die Kammer ist klar, dass die jeweiligen Kursschwankungen der AVW – Aktie im Freiverkehr keine verlässlichen Annahmen zu etwaigen Einschätzungen des Kapitalmarktes über den Unternehmenswert, wie sie bei Schwankungen des Börsenkurses zum Ausdruck gebracht werden, tragen. Daher ist es sachgerecht, für die Gewinnung des Beta-Faktors auf eine Peergroup zurückzugreifen, auch wenn es im vorliegenden Fall außerordentlich schwierig ist, entsprechende Vergleichsunternehmen mit einem aussagekräftigen Betafaktor zu ermitteln.

Die durch die Angemessenheitsprüfer vorgenommene Auswahl der Peergroup, welche aufgrund einer kritischen Prüfung und Reduzierung der durch die Bewertungsprüfer getroffenen Auswahl beruht hält die Kammer für nachvollziehbar. Bei einer Verwendung wöchentlicher Renditeintervalle über einen zweijährigen Betrachtungszeitraum des unverschuldeten Betas ermittelten die Angemessenheitsprüfer eine Spanne beim arithmetischen Mittel zwischen 0,42 und 0,59 und beim Median zwischen 0,42 und 0,61. Die Bewertungsprüfer gelangen zu einem Mittelwert von 0,53 und zu Medianwerten von 0,53 bzw. 0,57). Die Angemessenheitsprüfer sind den Bewertungsprüfern dahingehend gefolgt, den unverschuldeten Betafaktor am oberen Ende der Spanne, bei 0,6 anzusetzen. Ausschlaggebend für diesen Ansatz war es nach Darstellung der Bewertungsprüfer, dass bei Unternehmen, welche im Schwerpunkt in Deutschland tätig seien, ein tendenziell höheres Risiko bestehe, so dass insofern eher das obere Ende der Bandbreite zum Tragen komme

Grundsätzlich ist es vertretbar, eine sich bietende Spanne im Rahmen der Ermittlung des zutreffenden Betafaktors auszunutzen. Das kann auch bedeuten, dass der Betafaktor unter Berücksichtigung aller Besonderheiten des betrachteten Unternehmens am oberen Ende der Spanne erblickt wird, erst recht, wenn die Verwendung adjustierter Betafaktoren alternativ in Erwägung gezogen wird, wie dies bei den Bewertungsprüfern der Fall war

Im vorliegenden Fall überzeugt die Spanneneinordnung der Prüfer jedoch nicht vollständig. Das Unternehmensrisiko der AVW hat sich durch die 50%-tige Beteiligung der BraWo erheblich verringert. Aus späteren Geschäftsberichten der BraWo ist bekannt, dass die BraWo die AVW als festen Bestandteil ihres Immobilienkonzepts betrachtet. Das konnten die Prüfer selbstverständlich bei Vornahme ihrer Bewertung nicht wissen. Aber bekannt war, dass die BraWo eine umfängliche Beteiligung im Jahr 2018 erworben hatte und es war damit zu rechnen, dass die Übertragung der Aktien im Wege der Aktienleihe auf eine vorübergehende Maßnahme war, die nach Durchführung des Squeeze-Out enden würde. Eine

derartige Planung hätte jedenfalls zu den Informationen gehört, welche den Prüfern hätte mitgeteilt werden müssen (sofern dies nicht geschehen sein sollte). Ein Partner wie die BraWo bedeutet nicht notwendig, dass sich die Zahl der Projekte erhöht und die Planung erweitert werden muss, sie bedeutet aber, dass das Unternehmen als sicherer angesehen werden kann, als es ohne eine solche, auf Dauer angelegte Kooperation wäre. Dementsprechend erscheint hier eine Korrektur angebracht. Sachgerecht erscheint der Kammer ein unverschuldeter Betafaktor von 0,55, der entsprechend der Unternehmensplanung der AVW zu relevieren war. Hierzu ist auf die überzeugenden Ausführungen bei _____ auf S. 75 bzw. bei _____ auf S. 80 (Tabelle) zu verweisen, bezogen auf den unverschuldeten Betafaktor 0,6, und die Anpassungsrechnung bei _____ vom 8. April 2024.

6. Ausschüttungsquote in der ewigen Rente

Die Phase der ewigen Rente beginnt nach der Detailplanung mit dem Zeitraum 2024/2025, wobei die nachhaltig erzielbaren Erträge – wie oben ausgeführt – gegenüber den letzten Jahren der Detailplanungsphase zu reduzieren waren. Während in der Detailplanungsphase aufgrund des konkreten Verhaltens der AVW keine Ausschüttungen vorgesehen waren, kommt es für das Ausschüttungsverhalten in der Phase der ewigen Rente auf das Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage an (Schnorbus in: K. Schmidt/Lutter AktG, Kommentar, 5. Auflage 2024, Bewertungsverfahren, Grundzüge der Unternehmensbewertung, RN 2), welches durch Marktausschüttungsquoten ermittelt werden kann (Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schultz in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012, S. 439). Im vorliegenden Fall haben die Angemessenheitsprüfer eine Quote von 50 % angesetzt, was von zahlreichen Antragstellern kritisiert wurde. Allerdings entspricht ein Ansatz um 50 % gängiger Bewertungspraxis (Emmerich/Habersack/Lüdeking, Konzernrecht, 12. Auflage 2023, § 22, RN 42b mit weiteren Nachweisen; van Rossum, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 6. Auflage 2023; § 305 AktG; RN 327) und wird auch von der Kammer für sachgerecht angesehen.

7. Wachstumsabschlag

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 werden die thesaurierten Erträge den Anlegern direkt zugerechnet, sodass als Wachstumspotential nur die branchen- und unternehmensspezifische Preissteigerung verbleibt. Diese ist nicht mit der allgemeinen Inflationsrate gleichzusetzen, da nur die wenigsten Unternehmen in der Lage sind, inflationsbedingte Preissteigerungen 1 : 1 an ihre Kunden weiterzugeben (van Rossum Münchener Kommentar zum Aktiengesetz 6. Auflage 2023, RN 174, 175). Das führt in der Rechtsprechung aufgrund der gebotenen Einzelfallbetrachtung zu üblichen Ansätzen von 0,5 % bis 2 %, wobei häufig ein Wert von 1 % verwendet wird (Müko-van Rossum, a.a.O., RN 176; Bula/Thees, in Sagasser/Bula, Umwandlungen, 6. Auflage 2024 § 9 RN 120; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7.

Aufl. 2012, RN 1061; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.06.2022 – 26 W 13/18, beck-online RN 95). Diesen Ansatz hält die Kammer –abweichend von den Annahmen der Angemessenheits- und Bewertungsprüfer – auch im vorliegenden Fall für geboten. Die Angemessenheitsprüfer führen auf S. 76 ihres Gutachtens (aus seinerzeitiger Perspektive) überzeugend aus, dass in Deutschland und im EURO-Raum mittel- bis langfristig eine Inflationserwartung von 2 % p.a. bestanden habe. Der weiteren Aussage der Prüfer, dass die konkreten Preissteigerungen, denen die AVW unterliege, von der allgemeinen Geldentwertung abweichen, kann schon deswegen ohne Weiteres gefolgt werden, weil –wie gesagt – nur die wenigsten Unternehmen auftretende inflationsbedingte Preissteigerungen einfach an ihre Kunden durchreichen können. Dies wird nur unter besonderen Marktbedingungen möglich sein, wenn die jeweiligen Produkte generell als preisgünstig betrachtet werden, eine angestiegene Nachfrage die Bereitschaft der Kunden, mehr zu zahlen, erhöht, oder das Produkt „alternativlos“ ist, die Kunden also gezwungen sind, es trotz Preissteigerungen in gleichem Umfang wie zuvor abzunehmen. All das lässt sich für Immobilien nicht sagen. Auf der anderen Seite sind insbesondere Wohnimmobilien knapp, insbesondere nicht beliebig vermehrbar, was zeitweilig dazu geführt hat, dass Käufer schon deswegen Preissteigerungen, die deutlich über der allgemeinen Inflationsrate lagen, akzeptiert haben, aus Sorge, zu einem späteren Zeitpunkt noch mehr zahlen zu müssen. Aus der Perspektive des Jahres 2019 war daher – entsprechend der Entwicklung der Vorjahre – trotz bestehender Warnzeichen nicht zu erwarten, dass Kaufinteressenten von Immobilien bei der angenommenen mäßigen Inflation ihr grundlegendes Verhalten ändern würden (das geschah erst, als überraschend stark gestiegene Kreditzinsen für viele einen Immobilienerwerb zu den alten Preisen schlicht unmöglich machte). Daher erscheint der Kammer der durch die Angemessenheitsprüfer zugrunde gelegte Wachstumsabschlag, der mit 0,75 % unter der Hälfte der Inflationserwartung von 2 % liegt, als zu gering. Begründet wird die Annahme der Angemessenheitsprüfer damit, dass das Geschäftsmodell unter Beachtung des Marktumfeldes einen vorzeitigen Vertrieb unterstelle (S. 77). D. h. die Produkte werden bereits vor ihrer Fertigstellung auf der Grundlage der kalkulierten Herstellungskosten zum Verkaufszeitpunkt verkauft, ohne dass die bis zur endgültigen Herstellung anfallenden Preissteigerungen vollumfänglich berücksichtigt werden könnten. Hierbei muss aber auf der anderen Seite berücksichtigt werden, dass die Angebote der AVW an ihre Kunden ihrerseits auch durch verbindliche Angebote von Bauunternehmen und weiteren Geschäftspartnern unterlegt sein werden, sodass den Nachteilen des vorzeitigen Vertriebs durch die nur hälftige Umlage der Inflationserwartung bereits ausreichend Rechnung getragen wird. Alles in allem hält die Kammer daher in diesem Fall eine Unterschreitung des Werts von 1 % für nicht geboten.

8. Sonderwert

Das Unternehmen verfügt über ein steuerliches Einlagekonto in Höhe von € 18,4 Mio.

Dieses ist im Ertragswert zu berücksichtigen, da es die Steuerbelastung der ab 2024/2025 zu erwartenden Ausschüttungen auf der Ebene der Anteilseigner verringert. Der Wert der diskontierten Steuervorteile beträgt nach der Berechnung der Bewertungsprüfer, welche durch die Angemessenheitsprüfer geprüft und nachvollzogen wurde, € 1.040,00. Durchgreifende Einwände, welche weitere Berechnungen / Prüfungen erfordern würden, vermochte die Kammer nicht zu erkennen.

Dieser Wert sowie die steuerlichen Verlustvorträge der Gesellschaft wurde bei der Bewertung der Gesellschaft berücksichtigt.

Auch verfügt die Gesellschaft über keine anderen Sonderwerte.

Ergänzend wird auf die in diesem Punkt überzeugenden Ausführungen der Antragsgegenseite im Schriftsatz vom 29.9.2020 unter RN 155 ff Bezug genommen.

9. Herleitung des Abfindungsbetrages

Der Unternehmenswert ergibt sich aus der Summe des Ertragswerts, den die Angemessenheitsprüfer zum Ende des Geschäftsjahres am 30.4.2019 mit T€ 38.901 beziffert haben, und der aufgezinst zum 3.12.2019 mit T€ 41.058 betragen soll, und dem Sonderwert von € 1.095,00. Nach der gut nachvollziehbaren Ausgangsberechnung der Angemessenheitsprüfer führte dies zu einem Betrag von T€ 42.098, der verteilt auf 26.715.000 Anteile einen Wert von € 1,58 / Anteil ergab. Nach der gebotenen Anpassung des Betafaktors und des Wachstumsabschlages ist dieser Wert – entsprechend der Berechnung der Angemessenheitsprüfer vom 8. April 2024 auf € 2,05 / Aktie zu erhöhen. Das entspricht einem Unternehmenswert von T€ 54.766.

Diesen Betrag hat die Kammer ihrer Entscheidung zugrunde gelegt.

10. Keine Berücksichtigung der Unternehmensveräußerung durch den Antragsgegner

Mit Vertrag vom 26. Oktober 2020 (Anlage 3 zum Antragsgegnerschriftsatz vom 22.10.2022) haben der Antragsgegner und seine Familie ihre sämtlichen Aktien für € 1,58 / Anteil an die BraWo und eine compleneo Beteiligungsgesellschaft mbH, Braunschweig, (nachstehend compleneo) verkauft, die im Ergebnis beide zu gleichen Teilen an der AVW beteiligt wurden. Dieser Betrag entspricht genau dem Anteilswert, der bei der Abfindung der ausgeschiedenen Anteilseigner zugrunde gelegt wurde.

Die Gegenleistungen beider Erwerber unterschieden sich insofern, als die BraWo, die bereits 13.000.000 Aktien besaß und nur 357.700 weitere Aktien erworben hat, verschiedene Sonderverpflichtungen gegenüber dem Antragsgegner übernommen hat, z. B. die Freistellung des Antragsgegners von Forderungen Dritter aus persönlichen Bürgschaften oder die Übernahme der hälftigen Kosten des Spruchverfahrens (§ 8 Ziff. 4 des Vertrages) und sämtlicher im Spruchverfahren möglicherweise zuerkannter Erhöhungsbeträge (§ 8 Ziff. 5 des Vertrages). Bei Abschluss des Übertragungsvertrages hatte der Antragsgegner bereits € 420.000,00 an Kosten für das Spruchverfahren aufgewandt, sodass die BraWo ihm über den eigentlichen Anteilspreis hinaus € 210.000,00 (§ 8 Ziff. 3 des Vertrages) zu erstatten hatte. Damit belief sich die Gegenleistung der BraWo für die von ihr erworbenen 357.000 Aktien auf € 775.166,00 (= 1,58 x 357.000 + 210.000), also auf € 2,16 / Aktie, ohne dass darin schon mögliche künftige Aufwendungen (weitere Kosten des Spruchverfahrens / ein etwaiger Erhöhungsbetrag im Spruchverfahren) berücksichtigt waren, während Compleneo lediglich € 1,58 / Aktie zu zahlen hatte.

Mit Beschluss vom 18.08.2023 hat die Kammer darauf hingewiesen, dass ein „at arm's length“ gefundener Kaufpreis für die Anteile mit einem unbeteiligten Dritten als gewichtiges objektives Indiz für die Bewertung zu betrachten sei. Allerdings sei denkbar, dass der Erwerb durch die

BraWo als Hauptkreditgeberin der Gesellschaft, diese Indizwirkung abschwächen würde. Die Antragsgegenseite hat Letzteres als nicht plausibel angesehen und dargelegt, dass der Entscheidung des Antragsgegners, seine Anteile zu diesem Wert zu veräußern, eine kaufmännische Bewertung der Anteile durch eine sehr gut informierte Partei zugrunde läge, sodass der Wert ohne Weiteres heranzuziehen sei. Unabhängig davon zeige die Veräußerung an den neuen Vertragspartner Compleneo in jedem Fall, dass der Preisbildung rein kaufmännische Erwägungen zugrunde lägen. Verschiedene Antragsteller haben dagegen eingewandt, dass die Veräußerung an die BraWo aufgrund der bestehenden Geschäftsbeziehung nicht als „arm’s length“- Transaktion bezeichnet werden könne und dass auch zwischen Compleneo und BraWo Verbindungen erkennbar seien, die es nahelegten, dass die Veräußerung zum fraglichen Preis nicht auf dem ausgehandelten Ergebnis unabhängiger Vertragspartner beruhe. Es handele sich um eine insgesamt bereits vor dem Squeeze-out besprochene Transaktion, die keine Rückschlüsse auf den wahren Wert der Anteile erlaube.

Generell wird die Berücksichtigung außerbörslicher Transaktionspreise bei der Anteilsbewertung im Spruchverfahren als kritisch angesehen (Schnorbus, Grimm, Detangel, AG 2012, 217, 226 mit umfangr. Nachweisen). Demgegenüber hält es diese Kammer grundsätzlich durchaus für vertretbar, auf Transaktionspreise vor oder nach einer Strukturmaßnahme zurückzugreifen, wenn es sich nachgewiesenermaßen um einen bloßen Austauschvertrag bzgl. der Unternehmensanteile gegen einen dafür entrichteten Kaufpreis zwischen nicht miteinander verbundenen Dritten handelt und sich die Umstände gegenüber dem Zeitpunkt der Strukturmaßnahme nicht wesentlich geändert haben.

Im vorliegenden Fall konnte sich die Kammer nicht die Überzeugung verschaffen, dass der Transaktionspreis einen einfachen Austausch von Leistung und Gegenleistung einander fremder Dritter reflektiert. Die BraWo war als Hauptkreditgeber des Unternehmens und Halter von 50% der Anteile in der Lage, das weitere Schicksal des Unternehmens im Positiven wie im Negativen entscheidend zu beeinflussen. Es ist nicht ersichtlich, dass der Antragsgegner und die ihm verbundenen Personen eine realistische Option gehabt hätten, ihren Unternehmensanteil an einen von der BraWo unabhängigen Dritten zu veräußern. Es spricht auch wenig dafür, dass die Compleneo Beteiligungsgesellschaft mbH, die offensichtlich als Treuhänderin tätig ist, einen unabhängigen Dritten repräsentiert. Es kann nicht sicher angenommen werden, dass der von Compleneo gezahlte Preis die künftigen Ertragsaussichten des Unternehmens im Zeitpunkt des Squeeze-out angemessen repräsentiert. Dagegen, dass hier eine rein am Wert der veräußerten Anteile orientierte Transaktion vorlag, spricht auch, dass sich die von der BraWo und von Compleneo pro Aktie gezahlten Preise stark unterschieden. Diese Zweifel wirken sich zu Lasten des Antragsgegners aus.

Unabhängig davon ist die Veräußerung erst 10 Monate nach der Strukturmaßnahme erfolgt. In der Zwischenzeit war Entscheidendes passiert, insbesondere hatten sich die Konjunkturaussichten infolge der mittlerweile ausgebrochenen Corona-Epidemie, deren Ende nicht absehbar war, deutlich eingetrübt, d.h. es besteht die Möglichkeit, dass die Aktien zum Zeitpunkt des Squeeze-out höher zu bewerten waren.

11. Keine aussagekräftiger Börsenkurs

Der durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme

bildet regelmäßig den Unterwert einer an die ausscheidenden Anteilseigner zu zahlenden Abfindung.

Den hier ermittelten Kurs hält die Kammer allerdings für nicht aussagekräftig, da Aktien der AVW nur in sehr geringem Umfang überhaupt gehandelt wurden. Daher kommt es nicht darauf an, ob der ermittelte Wert, den die Angemessenheitsprüfer mit € 1,53 / Aktie beziffert haben, zutrifft, oder ob der Kurs höher anzusetzen wäre, weil er durch angebliche Kursmanipulationen im fraglichen Zeitraum gedrückt worden sei. Dieser Vorwurf, für den das Gericht keine tragfähigen Anhaltspunkte erkennen kann, bedarf hier keiner abschließenden Klärung. Auch ein Kurs, der ohne die beanstandeten Transaktionen gebildet worden wäre, würde den hier als richtig festgestellten Anteilswert nicht übersteigen.

III Nebenentscheidungen

1. Zinsen

Die Barabfindung ist gemäß § 327b Abs. 2 AktG mit jährlich 5 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz nach § 247 BGB ab der am 21.01.2020 erfolgten Bekanntmachung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister zu verzinsen, wobei der Tag nach der Veröffentlichung für den Zinsbeginn maßgeblich ist.

2. Kosten

Die Kostenentscheidung beruht auf §§ 15, 6 Abs. 2 SpruchG. Die Gerichtskosten hat die Antragsgegnerin zu tragen. Vor dem Hintergrund, dass die Anträge der Antragsteller Erfolg haben, sind keine besonderen Gesichtspunkte der Billigkeit im Sinne von § 15 Abs. 1 SpruchG ersichtlich, die es geboten erscheinen lassen könnten, die Antragsteller ausnahmsweise an den Gerichtskosten zu beteiligen. Der Antragsgegnerin sind ferner gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG die Kosten der Antragsteller aufzuerlegen, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren. Angesichts des für die Antragsteller erfolgreichen Ausgangs des Verfahrens entspricht dies der Billigkeit. Die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters hat nach § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG die Antragsgegnerin zu tragen.

3. Geschäftswert

Die Höhe des für die Gerichtsgebühren maßgeblichen Geschäftswerts bestimmt sich nach § 74 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert im Spruchverfahren dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Das ergibt eine Summe von EUR 473.047 (= Erhöhungsbetrag je Aktie EUR 0,47 x 927.545 Aktien der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre). Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

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.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.