

letzte Aktualisierung: 09.09.2020

OLG Karlsruhe, Beschl. v. 25.5.2020 – 12 W 17/19

AktG § 327a
NAV-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts

Zur Geeignetheit und Anwendung des Net Asset Value (NAV)-Verfahrens bei der Bestimmung des Unternehmenswerts von vermögensverwaltenden oder Immobiliengesellschaften.

OLG Karlsruhe Beschuß vom 25.5.2020, 12 W 17/19

Leitsätze

Zur Geeignetheit und Anwendung des Net Asset Value (NAV)-Verfahrens bei der Bestimmung des Unternehmenswerts von vermögensverwaltenden oder Immobiliengesellschaften.

Tenor

1. Die Beschwerden gegen den Beschluss des Landgerichts Mannheim - 4. Kammer für Handelssachen - vom 25.03.2019, Az. 24 AktE 6/14 (2), werden zurückgewiesen.
2. Die Kosten des Beschwerdeverfahrens tragen die Beteiligten wie folgt: Die Gerichtskosten und die Kosten des gemeinsamen Vertreters trägt die Beschwerdegegnerin. Ihre außergerichtlichen Kosten behalten die Beteiligten jeweils auf sich.
3. Die Rechtsbeschwerde wird nicht zugelassen.

Gründe

I.

1. Die Beteiligten streiten um die angemessene Barabfindung, die Minderheitsaktionären wegen der Übertragung ihrer Anteile auf den Hauptaktionär durch Beschluss der Hauptversammlung nach § 327a AktG zu gewähren ist.
2. Die beiden Beschwerdeführer waren neben den übrigen Antragstellern Aktionäre der H-Werke AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft), deren Grundkapital sich auf 2,75 Mio. EUR belief und in 55.000 Nennwertaktien zu je 50 EUR eingeteilt war. Die Antrags- und Beschwerdegegnerin ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Z., die bei Einleitung des Verfahrens zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre - unmittelbar und mittelbar - mit 95,34% am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt war. Der Beteiligte zu 21 ist der gemeinsame Vertreter, der den Minderheitsaktionären, die nicht selbst Antragsteller sind, zur Wahrung ihrer Rechte durch das Landgericht bestellt worden ist.
3. 1. Die Gesellschaft wurde 1875 als Hanfspinnerei und Bindfadenfabrik gegründet und war seit 1883 eine Aktiengesellschaft. Etwa 100 Jahre später gab sie ihr operatives Geschäft auf und vermietete ihre Immobilien. Gegenstand des Unternehmens war zuletzt gemäß § 2 der Satzung die Verwaltung des Gesellschaftsvermögens einschließlich aller damit in Zusammenhang stehenden Geschäfte. Vom ehemaligen Fabrikareal in A. befindet sich nur noch eine Teilfläche von 6.734 qm nebst aufstehender drei Gebäude im Eigentum der Gesellschaft. Bis auf die von der Gesellschaft genutzten Büroräume ist das Anwesen an ein benachbartes Sägewerk verpachtet.
2. 2006 erwarb die Gesellschaft in S. bei der Stadt Au ein ca. 1,4 Hektar großes Gewerbegrundstück, das mit einer Logistikhalle nebst angeschlossenem Bürotrakt bebaut ist. Der überwiegende Teil dieses Anwesens war und ist an die HA GmbH (im Folgenden: HA) vermietet und von dieser an die P Pharmahandel GmbH & Co. KG (im Folgenden: P Pharmahandel) zum Betrieb eines Vertriebszentrums untervermietet; im Übrigen ist es ungenutzt. Per Mietvertragsnachtrag vom Dezember 2012 wurde die von der HA zu zahlende Monatsmiete mit Wirkung zum 01.03.2014 von 53.000 EUR auf 42.000 EUR verringert und die Vertragslaufzeit bis Ende Februar 2019 verlängert.
5. Daneben hatte die Gesellschaft eine erhebliche Aktienbeteiligung an der He AG aufgebaut, die sie bis Mitte 2013 wieder vollständig veräußerte. Der nach Rückführung von Verbindlichkeiten und Ausschüttung an Aktionäre verbleibende Erlös wurde zunächst an die S GmbH und später an die U Holding GmbH (im Folgenden: U) als Darlehen ausgereicht. Das Darlehen valutierte zuletzt noch i.H.v. ca. 5,65 Mio. EUR.
6. Bis zum 14.12.2012 wurden die Aktien der Gesellschaft im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörsse gehandelt. Anlässlich der Einstellung der Börsennotierung unterbreitete die Beschwerdegegnerin den übrigen Aktionären der Gesellschaft im Dezember 2012 ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot, die von ihnen gehaltenen Aktien zum Preis von 250 EUR pro Stammaktie und 254,10 EUR pro Vorzugsaktie anzukaufen. Die Vorzugsaktien wurden 2013 in Stammaktien der Gesellschaft umgewandelt.
7. Für die Geschäftsjahre 2010, 2012 und 2013 erfolgten Dividendenzahlungen von 70 EUR, 43 EUR und 47,43 EUR pro Stammaktie. Die Vorzugsdividenden betrugen für die Geschäftsjahre 2010 und 2012 jeweils 2,05 EUR. Die Gesellschaft, die Beschwerdegegnerin, die HA, die P Pharmahandel, die S GmbH und die U befinden sich allesamt im mittelbaren Mehrheitsbesitz derselben Unternehmerfamilie.
8. 2. Im April 2014 forderte die Beschwerdegegnerin den Vorstand der Gesellschaft auf, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, um die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließen zu können. Im Juni 2014 legte sie die Barabfindung je Stammaktie auf 193,42 EUR fest und erstattete unter dem 16.06.2014 einen schriftlichen Übertragungsbericht (im Folgenden nur: Übertragungsbericht).
9. Der festgelegte Abfindungsbetrag entsprach dem Ergebnis einer gutachtlichen Stellungnahme der I AG vom 16.06.2014 (im Folgenden: Gutachten I), die von der Beschwerdegegnerin beauftragt worden war. Grundlage dieser Bewertung waren u.a. zwei Gutachten des Dipl.-Kfm. Ka vom 23.05.2014 (im Folgenden: Gutachten Ka S.) und vom 11.06.2014 (im Folgenden: Gutachten Ka A.) zum Verkehrswert der Anwesen in S. und in A. Der Dipl.-Kfm. Wa, der vom Landgericht zum sachverständigen Prüfer i.S.v. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG bestellt worden war, bestätigte in seinem Bericht vom 17.06.2014 (im Folgenden: Bericht Wa) die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.
10. Am 30.07.2014 wurde auf einer außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft beschlossen, der Beschwerdegegnerin die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung der von ihr festgelegten Barabfindung zu übertragen. Der Übertragungsbeschluss wurde am 24.09.2014 in das Handelsregister eingetragen und noch am selben Tag vom Registergericht bekannt gemacht. Ende 2014 wurde die Gesellschaft in eine GmbH umgewandelt.
11. 3. Die Antragsteller haben ein Spruchverfahren eingeleitet, um die Angemessenheit der festgelegten Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Sie haben sich in ihrer Mehrheit gegen die Heranziehung der Net Asset Value-Methode gewandt, die der Abfindungsberechnung der Antragsgegnerin zugrunde liegt, und sich für die Anwendung des Ertragswertverfahrens ausgesprochen. Der Ertragswert liege nach ihren Berechnungen über dem Net Asset Value (im Folgenden: NAV). Darüber hinaus haben sie zahlreiche weitere Einwendungen gegen die Ermittlung des NAV im Streitfall erhoben.

- 12 So seien die einzelnen Vermögenswerte der Gesellschaft zu gering oder nicht bewertet worden. Bei dem Grundstück in A. hätten die vorhandenen Gebäude berücksichtigt bzw. ein Grundstückswert von mind. 60 EUR/qm angesetzt werden müssen. Der Antragsteller zu 17 hat vorgebracht, aus früheren Hauptversammlungen noch ein „Wasserrecht mit Stromgewinnung“ in Erinnerung zu haben. Bei der Bewertung der Liegenschaft in S. sei ihre besondere Lage unbeachtet geblieben und mit einer zu geringen Restnutzungsdauer von 30 Jahren sowie einem zu hohen Liegenschaftszinssatz von 6,5% gerechnet worden. Die angesetzte Miethöhe sei zu überprüfen, u.a. weil das Anwesen an ein der gemeinsamen Inhaberfamilie gehörendes Unternehmen vermietet sei, das wiederum an ein weiteres, derselben Familie zuzurechnendes Unternehmen weitervermietet. Insofern sei insbesondere die Mietherabsetzung zum März 2014 fragwürdig, nachdem die Mieten im Raum Stadt Au eine stetig steigende Tendenz aufgewiesen hätten und die Immobilie noch 2013 umfänglich saniert worden sei. Die Möglichkeit einer Alternativvermietung sei nicht geprüft worden. Die vorgenommenen Wertabschläge für die bestehenden Grunddienstbarkeiten und für nicht nachgewiesene Schadstoffeinbringungen seien nicht zu rechtfertigen. Das Mietausfallwagnis sei zu hoch angesetzt. Insgesamt sei der Ertragswert der Immobilie nicht nur mit 12-fachen ihres Rohertrags zu ermitteln. Hier sei ein deutlich höherer Multiplikator angebracht.
- 13 Auch die Bewertung des - nicht betriebsnotwendigen - Darlehens an die U sei zweifelhaft. Hier seien weder die Zinserträge berücksichtigt noch die Marktüblichkeit kontrolliert worden. Vorhandene Synergieeffekte hätten zumindest geprüft werden müssen. Nach Auffassung der Beschwerdeführer seien überdies mögliche Schadensersatzansprüche gegen den Aufsichtsrat zu berücksichtigen. So habe die Gesellschaft wahrscheinlich auf Betreiben des damaligen Großaktionärs und Aufsichtsratsvorsitzenden einen unverantwortlich hohen Bestand an Aktien der He AG aufgebaut, der Ende 2007 eine Größenordnung von 114,2 Mio. EUR erreicht habe. Das damit eingegangene „Klumpenrisiko“ habe sich im Folgejahr verwirklicht, als der Börsenkurs der Aktien verfallen sei. Zwar seien die Schadensersatzansprüche gegen den Vorstand verjährt; dies gelte aber nicht für die Ansprüche gegen den Aufsichtsrat, der die Ansprüche gegenüber dem Vorstand hätte geltend machen müssen.
- 14 Demgegenüber seien die künftigen Verwaltungskosten, die im Rahmen des NAV-Verfahrens ohnehin nicht zu berücksichtigen seien, zu hoch angesetzt worden. Insoweit sei eine doppelte Berücksichtigung bei den einzelnen Vermögenswerten einerseits und bei der Gesellschaft im Ganzen andererseits zu prüfen. Auch die Pensionsverpflichtungen könnten nicht angesetzt werden, weil sie eine reine Rückstellung darstellten, die in den vergangenen Jahren verdient und über die Gewinn-und-Verlust-Rechnung bereits in die Bilanz eingestellt worden sei. Die angesetzte Marktrisikoprämie sei übersetzt. Die festgelegte Abfindung sei auch deshalb nicht nachzuvollziehen, weil sie deutlich hinter den letzten Börsenkursen der Aktie sowie dem zurückbleibe, was die Beschwerdegegnerin 2007 und 2012 bereit gewesen sei, für die Aktien der Minderheitsaktionäre zu zahlen.
- 15 Der gemeinsame Vertreter hat ergänzt, der Gebäudeertragswert für das Grundstück in S. sei zu niedrig bemessen, weil der Sachverständige Ka fehlerhaft jährlich nachschüssige Mietzahlungen angenommen habe. Überdies sei weder begründet noch plausibel dargelegt, weshalb eine Wertsteigerung des Grundstücks entgegen der allgemeinen Entwicklung ausgeblieben sei. Die Verwaltungskosten seien bei der Ermittlung des NAV zu Recht angesetzt worden; jedoch seien dabei in unzulässiger Weise Kosten für die Aufbewahrung und Archivierung doppelt berücksichtigt worden.
- 16 4. Die Beschwerdegegnerin hat die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung verteidigt. Nach ihrer Ansicht sei die Anwendung des NAV-Verfahrens nicht zu beanstanden. Die Auswahl unter mehreren anerkannten und vertretbaren Bewertungsmethoden verbleibe ihr, der Beschwerdegegnerin. Der Gesetzgeber habe die NAV-Methode als valides Bewertungsverfahren anerkannt (vgl. § 168 Abs. 1 Satz 2 KAGB). Im Übrigen sei deren Heranziehung bei einer Gesellschaft, die - wie hier - nur vermögensverwaltend tätig sei, sachgerecht. Eine alternative Bewertung nach einer anderen Methode sei nicht erforderlich gewesen. Gleichwohl hätten die I und der sachverständige Prüfer zusätzlich den Ertragswert errechnet, der hinter dem NAV zurückgeblieben sei. Ohnehin komme eine Erhöhung der Barabfindung nur in Betracht, wenn die Wertbestimmung durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen zu einem Ergebnis führe, das mindestens 10% von der festgelegten Abfindungshöhe abweiche.
- 17 Für das Grundstück in A. sei ein Wertgutachten erstellt worden, das der sachverständige Prüfer kontrolliert habe. Ein höherer als der dort angesetzte Bodenwert sei nicht zu erwarten. Die aufstehenden Gebäude aus den Jahren zwischen 1875 und 1920 entsprächen weder dem aktuellen Stand der Bautechnik noch seien sie wirtschaftlich nachhaltig nutzbar. Das ehedem vorhandene Wasserrecht sei bereits vor geraumer Zeit veräußert worden. Der vom Sachverständigen Ka für die Immobilie in S. ermittelte Wert liege am oberen Rand einer Bandbreite von Werten. Wegen des Alters der Bausubstanz sei die angesetzte Restnutzungsdauer als Obergrenze anzusehen. Demgegenüber sei der verwendete Liegenschaftszinssatz als niedrig einzustufen. Die Mieterträge seien korrekt berücksichtigt worden. Der Vortrag der Antragsteller zur Mietreduktion sei ohne Belang, weil das Unternehmen so zu bewerten sei, wie es „stehe und liege“. Im Übrigen sei die Entscheidung des Managements pflichtgemäß getroffen worden. So habe ein Sachverständiger der Mieterin am 05.11.2012 bestätigt, dass ein monatlicher Mietzins von 38.000 EUR üblich wäre. Die Mieterin habe daraufhin in Aussicht gestellt, ohne Mietanpassung nach einem alternativen Mietobjekt zu suchen. Vor diesem Hintergrund sei ein Nachtrag vereinbart worden, durch den die Vertragslaufzeit um fünf Jahre verlängert, die Monatsmiete auf 41.700 EUR reduziert und eine jährliche Mieterhöhung um 2% geregelt worden sei. Die Person des Mieters sei ohne Belang, weil der Mietwertbestimmung nicht die aktuelle, sondern eine zu erwartende Nutzung zugrunde liege. Die positive Markttendenz am Immobilienmarkt habe mittelgroße Gewerbeimmobilien in Nebenlagen des Großraums Stadt Au nicht erfasst; vielmehr sei hier ein weitgehend konstantes Preisniveau festzustellen. Wegen möglicher Altlasten sei ein Abschlag vorzunehmen, weil Kaufinteressenten die - hier im Bebauungsplan festgehaltene - Möglichkeit einer Kontamination einpreisen würden. Für die Grunddienstbarkeiten sei ein sachgerechter Abschlag vorgenommen worden. Der für das Mietausfallrisiko angesetzte Wert liege unter dem durchschnittlich üblichen; ein geringerer Wert sei nicht begründbar. Der marktübliche Multiplikator betrage im Großraum Stadt Au zwischen 10 und 12,5. Der Mietzins werde monatlich vereinbart, was jedoch einer jährlich nachschüssigen Betrachtung zu Bewertungszwecken nicht entgegenstehe.
- 18 Die Kritik hinsichtlich des Darlehens an die U verfange nicht. Der vereinbarte Zinssatz - 2,5% über dem dreimonatigen EURIBOR - sei marktüblich. Synergieeffekte seien für den NAV ohne Belang. Schadensersatzansprüche seien im Spruchverfahren nur zu berücksichtigen, wenn sie unstreitig oder rechtskräftig festgestellt seien. An beidem fehle es hier. Im Übrigen hätten die Beschwerdeführer greifbare Anhaltspunkte für Pflichtverletzungen i.S.d. §§ 93, 116 AktG nicht dargetan.
- 19 Die Verwaltungskosten seien im Rahmen der NAV-Methode zu bewerten. Sie beträfen hier Leistungen der V Vermögensverwaltung AG, die für die Gesellschaft u.a. die Buchhaltung führe, die Jahresabschlüsse vorbereite und die Steuererklärungen erstelle. Kosten seien dabei nicht doppelt berücksichtigt worden. Die Pensionsverpflichtungen seien als ungewisse Verbindlichkeit ebenfalls zu berücksichtigen, während

eine Marktrisikoprämie nicht anzusetzen und auch nicht von der I herangezogen werden sei. Der frühere Börsenkurs der Aktien sei für die Ermittlung des Unternehmenswerts irrelevant, weil die Börsennotierung bereits lange vor Bekanntmachung der Squeeze Out-Absicht eingestellt und in der Zwischenzeit Dividenden von mehr als 90 EUR je Aktie ausgeschüttet worden seien. Die im Rahmen von Übernahmeofferten 2007 und 2012 angebotenen Aktienpreise seien ohne Bedeutung.

- 20 5. Das Landgericht hat die angemessene Barabfindung nach Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Dipl. oec. Vo vom 29.12.2017 (im Folgenden: Gutachten Vo) nebst ergänzender Stellungnahme vom 05.03.2019 und Anhörung des Sachverständigen (Sitzungsprotokoll vom 25.03.2019) und der schriftlichen Stellungnahme des Grundstücksachverständigen Br vom 10.07.2017 (im Folgenden: Stellungnahme Br) nebst schriftlichem Nachtrag vom 12.07.2017 auf 204,76 EUR festgesetzt. Zur Begründung hat es ausgeführt, die gestellten Anträge seien zulässig und hätten nach dem Ergebnis der gerichtlichen Ermittlungen begrenzten Erfolg.
- 21 Der Unternehmenswert der Gesellschaft sei unter Heranziehung anerkannter betriebswissenschaftlicher Methoden ermittelt worden. Bei Immobiliengesellschaften werde in der Bewertungspraxis häufig anstelle des Zukunftserfolgswerts auf den NAV zurückgegriffen. Der Wert eines solchen Unternehmens mit Bestandscharakter werde primär durch die nachhaltige Ertragskraft des Immobilienvermögens bestimmt, die im Markt- bzw. Verkehrswert seines Immobilienbestands zum Ausdruck komme. Die NAV-Methode sei ein Bewertungsverfahren, das sich auf europäischer Investment- und Analystenebene für Immobiliengesellschaften durchgesetzt habe. § 168 KAGB normiere den NAV als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds. Nach den Darlegungen der gerichtlichen Sachverständigen weise die Gesellschaft die Besonderheiten einer Vermögensverwaltungs- und Immobiliengesellschaft auf. Die NAV-Methodik umfasse eine Gegenüberstellung von Vermögen und Schulden zu Marktwerten (Zeitwerten), bei der auch der Barwert der Verwaltungskosten in Abzug zu bringen sei.
- 22 Die Liegenschaft in A. sei von den Sachverständigen Ka und Br übereinstimmend mit 202.000 EUR bewertet worden. Hiergegen hätten die Beteiligten zuletzt nichts mehr erinnert. Für das Grundstück in S. habe der gerichtlich bestellte Sachverständige den Verkehrswert auf 6,6 Mio. EUR nach oben korrigiert. Beide Immobiliensachverständigen gingen von einem Bodenrichtwert von 170 EUR/qm aus, für den sich aufhebende Zu- und Abschläge einerseits wegen günstiger Beschaffenheitsmerkmale und Nutzungsintensität und andererseits aus sachverständigm Erfahrungswissen ergäben. Zu eliminieren sei jedoch ein weiterer Abschlag des Sachverständigen Ka wegen Altlastenverdachts, weil es sowohl an einem Eintrag im Altlastenkataster als auch an tatsächlichen Anhaltspunkten für eine Bodenkontamination relevanten Ausmaßes fehle. Abstrakte Überlegungen zu einer entsprechenden Belastung könnten bei vielen gewerblich genutzten Grundstücken angestellt werden und veranlassten keinen verständigen Kaufmann, einen Abschlag von rund 360.000 EUR einzuräumen. Bei der Ermittlung des Gebäudeertragswerts bringe der Sachverständige Vo überzeugend nachhaltig erzielbare Mieteinnahmen von 538.662 EUR in Ansatz. Die abweichende Berechnung des Sachverständigen Ka, der zu einem Wert gelange, der unter den tatsächlichen Mieteinnahmen liege, überzeuge nicht. Das Mietausfallrisiko sei vom Sachverständigen Br mit 4% zutreffend bemessen worden. Dieser Wert entspreche nach der erst Ende 2015 aufgehobenen Anlage 3 zu den Wertermittlungsrichtlinien und nach der Einschätzung anderer Gutachter einem Erfahrungssatz; zudem stehe er in Einklang mit den inzwischen geltenden Ertragswert-Richtlinien im Bereich der gewerblichen Immobiliennutzung. Der Liegenschaftszinssatz sei vom gerichtlichen Sachverständigen maßvoll auf den Wert von 6,25% abgesenkt worden, der als marktkonform anzusehen sei. Die Einwendungen der Antragsteller hinsichtlich der Mietenkung zugunsten der HA griffen nicht durch. Die jetzige Miethöhe halte einem Drittvergleich stand. Der Sachverständige Vo habe dargelegt, dass die ursprünglich vereinbarte Miete zu hoch sei. Die These, in großen Logistikzentren Deutschlands sei nur ein Ertragswert hinreichend plausibel, der dem 14- bis 15,5-fachen Rohertrag entspreche, habe der Sachverständige Vo widerlegt. Gegen den Wertansatz für die Forderungen im Umlaufvermögen der Gesellschaft seien von keiner Seite durchgreifende Bedenken angemeldet worden. Die Aktiva addierten sich damit auf 12.512.996,41 EUR.
- 23 Die abzugsfähigen Schulden betrügen insgesamt 317.463,04 EUR. Hinzukomme der Barwert der abzusetzenden, nicht objektbezogenen Verwaltungskosten zum 31.05.2014 i.H.v. 1.034.993,48 EUR. Der Wert des Unternehmens bemesse sich auch nach den allgemeinen Verwaltungskosten, die aus ihm finanziert werden müssten. Hierzu gehörten u.a. Personalkosten und allgemeine Versicherungsprämien. Dabei seien zur Vermeidung einer Doppel erfassung lediglich die nicht objektbezogenen Verwaltungskosten zu berücksichtigen. Der gerichtliche Sachverständige habe durchschnittliche Verwaltungskosten von 46.057,21 EUR ermittelt. Zur Errechnung des Barwerts habe er einen Kapitalisierungszinssatz (vor persönlichen Steuern) von 4,45% angesetzt. Den Basiszinssatz habe er gemäß der fachlich anerkannten Methode nach Svensson zum 30.12.2014 mit 2,5% bestimmt. Bei der Ermittlung des Risikozuschlags habe er unter Verweis auf die Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung beim Institut Deutscher Wirtschaftsprüfer (FAUB) eine Marktrisikoprämie von 6,5% vor Steuern zugrunde gelegt. Hierbei verbleibe es, nachdem die Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise die Risikoaversion der Anleger erheblich gesteigert hätten. Der auf dieser Grundlage vom Sachverständigen Vo als angemessen erachtete Risikozuschlag von 2,95% vor Steuern korreliere mit einem Betafaktor von 0,45, der sachgerecht erscheine. Die Angriffe gegen den vom Sachverständigen festgelegten Wachstumsabschlag von 1% seien unberechtigt.
- 24 Der Unternehmenswert zum 31.05.2014 betrage 11.160.539,84 EUR, nach Aufzinsung zum Bewertungsstichtag, dem 30.07.2014, 11.261.914,79 EUR. Eine Bewertung nach Börsenkursen scheide aus, weil die Aktien der Gesellschaft mehr als eineinhalb Jahre vor dem Stichtag nicht mehr an einer Wertpapierbörsé gehandelt worden seien. Eine Bewertung nach der Ertragswertmethode erscheine aus Sicht des gerichtlichen Sachverständigen weniger sachgerecht; sie führe auch zu einem deutlich geringeren Unternehmenswert von 9.110.900 EUR. Eine gerichtliche Erhöhung der Barabfindung setze nicht voraus, dass der gerichtliche Sachverständige eine Abweichung von mindestens 10% errechnet hätte. Es bestehe insoweit auch keine Prärogative der Unternehmensleitung. Nach all dem sei die angemessene Abfindung auf 204,76 EUR zu schätzen.
- 25 6. Hiergegen wenden sich die Beschwerdeführer, die mit ihrer Beschwerde eine weitergehende Erhöhung der Barabfindung erstreben. Sie halten die Höhe der angesetzten Verwaltungskosten nach wie vor für übersetzt. Zu berücksichtigen sei, dass die Umwandlung der Gesellschaft in eine GmbH bereits kurz nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister stattgefunden habe, weshalb die Aufsichtsratsvergütung abzusetzen sei. Ferner sei der Wert der vom Eigentümer geleisteten Verwaltungsarbeit herauszurechnen, weil dieser Aufwand im Rechenwerk nicht abgebildet, sondern im Personalaufwand für die Personen erfasst werde, welche die Verwaltungsarbeit erbrächten.
- 26 Hinsichtlich der Immobilie in S. sei zu berücksichtigen, dass die HA ihre Konzernmacht zu Lasten der Gesellschaft ausgeübt habe. Ein ordnungs-, sorgfalts- und pflichtgemäß handelnder Vorstand hätte weder einen Logistikvertrag mit einer jährlichen Kündigungsfrist abgeschlossen noch dem Mietanpassungsverlangen der Mieterin 2012 nachgegeben. Zu ähnlicher Erkenntnis komme das Gutachten Br. In die gleiche Richtung deuten Angaben des Sachverständigen Ka und Anlagen der Beschwerdegegnerin zum Liegenschaftszinssatz. Aus

der Abschreibungspraxis der Gesellschaft ergebe sich, dass der reine Grundstückspreis dem für die Immobilie bezahlten Kaufpreis zzgl. der Sanierungskosten für das Dach entspreche. Dies führe zu einem Bodenwert von 297 EUR/qm und einem niedrigeren Liegenschaftszinssatz. Fehlerhaft seien zudem die Mieterräge nicht berücksichtigt worden, die von der HA im Rahmen der Unter Vermietung erzielt würden.

- 27 Für den Unternehmenswert sei nicht allein der NAV maßgeblich; der Ertragswert sei zudem falsch ermittelt worden. Bei dem vergebenen Darlehen handele es sich um nicht betriebsnotwendiges Vermögen, das an die Aktionäre ausgekehrt werden könne. Danach sei der Zinsüberschuss herauszurechnen und sodann der Kapitalisierungszinssatz zu adjustieren. Unter Zugrundelegung einer Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5% und einem Betafaktor von 0,28 für Immobilienunternehmen ergebe sich dann eine Marktrisikoprämie von 1,54%. Hierfür spreche, dass bei der Immobilie in S. im Hinblick auf die bereits erfolgte Mietpreissenkung von 21% eine erneute Reduktion unwahrscheinlich sei, das Objekt in A. kein Mietrisiko darstelle, weil es bei fehlender Vermietung veräußert werden könne, und der Darlehensbetrag nach Kündigung in Bankguthaben angelegt werden könnte sowie als Sonderposten zur Ausschüttung an die Aktionäre zur Verfügung stünde. Der Ertragswert am Tag der Hauptversammlung errechne sich auf 13.069.183,90 EUR, was 237,62 EUR pro Aktie entspreche.
- 28 Schließlich habe das Landgericht Schadensersatzansprüche wegen des verantwortungslosen Aufbaus eines fremdfinanzierten Risikos in Aktien der He AG, das 2008 zu einer bilanziellen Überschuldung der Gesellschaft geführt habe, nicht bewertet. Überdies seien insoweit erworbene Aktien an andere Gesellschaften der Eignerfamilie ohne Sicherheiten verliehen worden, was zu Wertberichtigungen geführt habe. Ersatzansprüche gegenüber den Organen ebenso wie aus §§ 311, 317 AktG sowie § 117 AktG lägen danach überaus nahe.
- 29 7. Die Beschwerdegegnerin ist dem Rechtsmittel entgegengetreten. Hinsichtlich der Verwaltungskosten wendet sie ein, auch die Aufsichtsratsvergütung sei anzusetzen, weil die Gesellschaft ohne den Squeeze Out nicht in eine GmbH umgewandelt worden wäre. Bei dem Wert der vom Eigentümer geleisteten Verwaltungarbeit handele es sich um keine imaginären Kosten, sondern um die Kostenumlage der V Vermögensverwaltung AG, die nicht im Personalaufwand enthalten sei.
- 30 Dass die HA das Objekt in S. untervermietet habe, sei ohne Relevanz, weil die Gesellschaft keinen Anspruch gegen den Untermieter habe. Eine fiktive Betrachtung der Direktvermietung sei unzulässig. Es gebe auch kein Indiz, dass die von der HA bezahlte Miete künftig nicht marktüblich wäre und der Gebäudewert unter Zugrundelegung einer höheren Miete berechnet werden könnte. Bei der Mietreduzierung handele es sich um eine pflichtgemäß getroffene Entscheidung des Managements. Ins Leere gehe der Einwand, die Vereinbarung einer jährlichen Kündigungsfrist entspreche nicht pflichtgemäßem Handeln des Vorstands. Etwaige, hieraus resultierende Schadensersatzansprüche wären im Spruchverfahren nur dann berücksichtigungsfähig, wenn sie unbestritten oder rechtskräftig festgestellt wären, woran es hier fehle. Die Entscheidung, ob und wie der Eigentümer Abschreibungen vornehme, beeinflusse nicht den objektiven Grundstückspreis.
- 31 Der Ertragswert sei nicht maßgeblich, weil es auf den NAV ankomme. Gegen den Ansatz des Landgerichts hinsichtlich der Kapitalisierung trügen die Beschwerdeführer nichts Stichhaltiges vor. Anders als typische Immobilienunternehmen sei die Gesellschaft nicht breit aufgestellt. Das Mietrisiko für das Objekt in A. sei nicht in Frage zu stellen und müsste selbst dann berücksichtigt werden, wenn es zu einem Verkauf käme. Die Anlage ihres Vermögens in Form eines Darlehens sei vom Unternehmensgegenstand der Gesellschaft gedeckt. Der ergänzende Vortrag zu weiteren Pflichtverletzungen des Vorstands sei substanzlos. Konkret realisierbare Ansprüche der Gesellschaft seien nicht dargelegt worden; im Übrigen seien sie auch weder unbestritten noch rechtskräftig festgestellt.
- 32 8. Das Landgericht hat der Beschwerde nicht abgeholfen und die Verfahrensakten dem Senat zur Entscheidung vorgelegt.
- II.
- 33 Die zulässige Beschwerde hat in der Sache keinen Erfolg.
- 34 1. Das gemäß § 12 Abs. 1 Satz 1 SpruchG statthaft Rechtsmittel ist zulässig. Die Beschwerde ist form- und fristgerecht eingelegt worden.
- 35 Der Beschwerdewert übersteigt die gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 61 Abs. 1 FamFG maßgebliche Mindestbeschwer von 600 EUR. Die Beschwerde des einzelnen Aktionärs ergibt sich aus dem Unterschiedsbetrag, den er mit seinem Rechtsmittel für sich pro Aktie an Barabfindung zusätzlich erstrebt (BGH, Beschluss vom 18.09.2018 - II ZB 15/17, BGHZ 219, 348 Rn. 19). Haben - wie hier - mehrere Antragsteller Beschwerde eingelegt, ist die Beschwerde aller Beschwerdeführer zusammenzurechnen, weil sich ihr Rechtsmittel gegen dieselbe Entscheidung richtet und das gleiche Rechtsschutzziel verfolgt (BGH aaO Rn. 24 m.w.N.). Die danach maßgebliche Gesamtbeschwerde liegt deutlich über der gesetzlichen Wertgrenze. Die Beschwerdeführer haben belegt, insgesamt 88 Aktien an der Gesellschaft gehalten zu haben. Ihr Erhöhungsinteresse beträgt mehr als 30 EUR pro Aktie, wie die in der Beschwerdebegründung aufgestellte Rechnung erkennen lässt, die zu einem Wert pro Aktie von 237,62 EUR kommt.
- 36 2. Die Beschwerde ist jedoch unbegründet. Die vom Landgericht als angemessen erachtete Barabfindung ist nicht zu erhöhen. Auf die von der Beschwerdegegnerin in erster Instanz aufgeworfene Frage, ab welcher Differenz zwischen dem vom Hauptaktionär angenommenen sowie dem im gerichtlichen Verfahren ermittelten Unternehmenswert eine festgelegte Abfindung als unangemessen anzusehen und damit eine gerichtliche Bestimmung der Abfindung eröffnet ist (vgl. hierzu Senatsbeschluss vom 15.11.2012 - 12 W 66/06, AG 2013, 353 [juris Rn. 36]), kommt es dabei nicht an.
- 37 a) Die Bestimmung des für die Bemessung der Barabfindung maßgeblichen Unternehmenswerts nach der NAV-Methode nicht zu beanstanden.
- 38 aa) Die vom Hauptaktionär zu leistende Barabfindung muss gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG angemessen sein. Das ist sie nur dann, wenn den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Anteile eine volle Entschädigung gewährt wird, die dem entspricht, was ihre gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist (vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [juris Rn. 17]; BVerfGE 14, 263 [juris Rn. 68] BVerfGE 100, 289 [juris Rn. 47 f.]). Dabei hat die Entschädigung den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln (BVerfGE 100, 289 [juris Rn. 56]). Hierfür ist, wenn die Abfindung nicht nach dem Anteilswert bestimmt wird, der in der Regel dem Börsenwert der gehaltenen Aktien zu entnehmen ist, der Anteil des Minderheitsaktionärs am Unternehmenswert zugrunde zu legen, der im Wege einer Schätzung zu ermitteln ist (BGH, Beschlüsse vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 33; vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 21 m.w.N.).

- 39 Für eine solche Schätzung stellt bei einem werbenden Unternehmen die Ertragswertmethode eine grundsätzlich geeignete Methode dar. Das schließt es aber nicht aus, nach den konkreten Umständen des Einzelfalls eine andere Methode zur näherungsweisen Bestimmung des Unternehmenswerts anzuwenden. Entscheidend ist, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (BGH, Beschlüsse vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 33; vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 21).
- 40 bb) Nach dieser Maßgabe begegnet die Heranziehung der NAV-Methode hier keinen durchgreifenden Bedenken.
- 41 (1) Anders als die Beschwerdeführerin annimmt, ist allerdings ohne Belang, dass sie selbst bei der Festlegung der Barabfindung auf dieses Verfahren zurückgriff. Bei der Bestimmung der geeigneten, mit den Gesetzen zu vereinbarenden Bewertungsmethode ist der Tatsächlicher nicht an die Auswahl des Abfindungspflichtigen oder seiner Hilfspersonen gebunden. Denn das Bewertungsziel, den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums zu ermitteln, verträgt sich mit einer solchen Bindung nicht. Auf die Vorhersehbarkeit einer vom Ansatz des Mehrheitsaktionärs etwaig abweichenden Berechnungsweise kommt es in diesem Zusammenhang nicht an (zum Vorstehenden: BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 34 f.).
- 42 (2) Ausschlaggebend ist vielmehr, dass durchgreifende Sachgründe dafür sprechen, den Unternehmenswert hier nicht mithilfe der Ertragswert-, sondern anhand der NAV-Methode zu schätzen.
- 43 (a) Bei der NAV-Methode handelt es sich um ein allgemein anerkanntes Bewertungsverfahren, soweit es um die Bewertung von vermögensverwaltenden oder Immobiliengesellschaften geht (OLG München, AG 2020, 56 [juris Rn. 52]; OLG Frankfurt, ZIP 2017, 772 [juris Rn. 35]; Gutachten Vo S. 25). Als Nettoinventarwert hat der NAV nach Maßgabe von § 168 KAGB zwischenzeitlich Eingang in die gesetzliche Bewertung offener inländischer Publikumsinvestmentvermögen gefunden (vgl. Kayser/Selinski in Weithauer/Boxberger/Anders, KAGB 2. Aufl. § 168 Rn. 10). Anhaltspunkte dafür, dass die Methode gleichwohl in Wissenschaft und Praxis keine Anerkennung finde, zeigt die Beschwerde nicht auf.
- 44 (b) In Anbetracht der Unternehmensstruktur der Gesellschaft erscheint es sachgerecht, der NAV-Methode gegenüber dem Ertragswertverfahren hier den Vorzug zu geben.
- 45 Die Bewertung nach der NAV-Methode führt im Streitfall nicht zu denselben Schwierigkeiten wie das Ertragswertverfahren. Der Ertragswert bestimmt sich nach dem abgezinsten Zukunftsertrag des Unternehmens (BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 36). Die insoweit erforderliche Bewertung des Zukunftsertrags führt im Falle von vermögensverwaltenden Gesellschaften, insbesondere solchen, die in Immobilien investieren, zu erheblichen Problemen, weil sich diese Unternehmen auch durch einmalige Gewinne und Verluste aus Veräußerungsgeschäften auszeichnen (vgl. OLG München, AG 2020, 56 [juris Rn. 54]); diese lassen sich kaum prognostizieren und damit schwerlich im Ertragswertverfahren erfassen. Entsprechende Schwierigkeiten stellen sich beim NAV-Verfahren nicht. Der NAV ergibt sich nach den Ausführungen des sachverständigen Prüfers, die insoweit in Einklang mit der obergerichtlichen Rechtsprechung stehen (vgl. OLG München, AG 2020, 56 [juris Rn. 53, 94]; OLG Frankfurt, ZIP 2017, 772 [juris Rn. 31, 55]), aus der Summe der Marktwerte der einzelnen Vermögensgegenstände abzüglich der Verbindlichkeiten der Gesellschaft und des Barwerts der gesamtunternehmensbezogenen Verwaltungskosten (Bericht Wa S. 11; Gutachten Vo S. 25). Danach basiert er nicht auf der Unternehmensplanung der Gesellschaft (Bericht Wa S. 11) und damit auch nicht auf Prognosen zu künftigen Gesamterträgen; vielmehr ist jeder Vermögensgegenstand gesondert zu betrachten, wobei die Einzelbewertung nach der Methode erfolgen kann, die jeweils passend erscheint (OLG München aaO).
- 46 Die besonderen Probleme, die mit der Anwendung der NAV-Methode einhergehen, stellen sich im konkreten Fall nicht. Eine zentrale Schwäche des Ansatzes besteht darin, dass er etwaige Verbundvorteile zwischen den einzelnen Vermögensgegenständen des untersuchten Unternehmens nicht abbildet und damit bei der Wertermittlung nicht berücksichtigt (OLG München aaO Rn. 58). Dieser Nachteil wirkt sich hier indessen nicht aus, weil die Gesellschaft laut der Einschätzung des sachverständigen Prüfers (Bericht Wa S. 14) keine Synergieeffekte durch das Zusammenwirken von Anlagen erzielt, nachdem sie ihren operativen Geschäftsbetrieb bereits vor Jahrzehnten eingestellt hat. Damit in Einklang steht die Einschätzung des gerichtlichen Sachverständigen, laut der immaterielle Wertfaktoren bei der Gesellschaft keine oder allenfalls eine untergeordnete Rolle spielen und es an einem Zusammenwirken der Einzelinvestments fehle, aus dem sich ein Mehrwert gegenüber der Summe der Einzelwerte ergäbe (Gutachten Vo S. 25, 153). So werde der Wert entsprechender Unternehmen von untereinander unabhängigen Vermögensgegenständen und Schulden sowie den daraus fließenden Zahlungsströmen bestimmt (Schreiben des Sachverständigen Vo vom 18.03.2016, S. 2).
- 47 Im Übrigen begegnet die Anwendung des Ertragswertverfahrens im Streitfall auch grundsätzlichen Bedenken. So steht seine Eignung nach obergerichtlicher Rechtsprechung grundsätzlich in Frage, wenn das zu bewertende Unternehmen - wie hier - kein operatives Geschäft mehr betreibt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29.07.2009 - 26 W 1/08, juris Rn. 35; OLG Schleswig, Beschluss vom 17.09.2013 - 9 W 86/11, S. 12 [nicht veröffentlicht, Anl. Ag8]). Die Gesellschaft hatte ihr operatives Geschäft bereits Jahrzehnte vor dem Bewertungsstichtag aufgegeben.
- 48 b) Die Bestimmung des Unternehmenswerts anhand der NAV-Methode bedarf keiner Korrektur.
- 49 aa) Der Wert aller Vermögensgegenstände der Gesellschaft summiert sich nach den Feststellungen des Landgerichts, die auf den Berechnungen des gerichtlichen Sachverständigen beruhen (vgl. Gutachten Vo S. 84), zum 31.05.2014 auf 12.512.996,21 EUR. Eine Anhebung dieses Werts ist nicht angezeigt.
- 50 (1) Das Landgericht hat für die noch im Eigentum der Gesellschaft stehenden Reste des ehemaligen Betriebsareals in A. einen Wert von 202.000 EUR angesetzt. Dieser Wert, den auch die Beschwerde nicht in Frage stellt, stimmt mit der Einschätzung beider Grundstückssachverständiger Ka und Br überein (vgl. Gutachten Ka A. S. 31; Stellungnahme Br S. 11).
- 51 Soweit in erster Instanz noch eingewandt worden ist, im Rahmen des Sachwertansatzes hätten auch die vorhandenen Gebäude bewertet werden müssen, veranlasst dies keine abweichende Beurteilung. Denn die Gebäude wurden berücksichtigt, rechtfertigten jedoch keinen über den reinen Grundstückswert hinausgehenden Wertansatz für das Gesamtgrundstück. Ausweislich der Stellungnahme des Gutachten Br (dort S. 7 f.) stammen die Baulichkeiten, die diverse Beschädigungen aufwiesen, aus der Zeit zwischen 1875 und 1920. Eine durchgreifende Modernisierung und Sanierung sei seit den 1960er Jahren nicht mehr erfolgt. Laut den Ausführungen des Sachverständigen Ka ließen die einfachen Lageranbauten sowie das Nebengebäude keine wirtschaftliche Nutzung mehr zu, während das Büro- und Wohngebäude eine Kernsanierung sinnvoll erscheinen lasse. Weil die damit verbundenen Baumaßnahmen indes mindestens den gleichen

- Aufwand erforderten wie ein Neubau, seien die Baulichkeiten im Ergebnis ohne wirtschaftlichen Wert. Letztendlich rechtfertigten sie lediglich einen Verzicht auf den Abzug von Abbruchkosten (Gutachten Ka A. S. 30; Stellungnahme Br S. 12).
- 52 Der Bodenwertansatz ist nicht zu beanstanden, nachdem der Sachverständige Br dargelegt hat, dass der Bodenrichtwert im entsprechenden Bereich zum Jahresende 2012, 2014 und 2016 jeweils 30 EUR/qm betragen habe (Stellungnahme Br S. 12) und Besonderheiten des Grundstücks, die eine Abweichung von diesem Richtwert rechtfertigten, nicht ersichtlich sind. Das vom Antragsteller zu 17 vorgebrachte „Wasserrecht mit Stromgewinnung“, das wohl ehedem bestanden hatte, führt zu keiner Wertanhebung, weil es laut dem unbestritten gebliebenen Vortrag der Beschwerdegegnerin bereits geraume Zeit vor dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre veräußert wurde.
- 53 (2) Für die Logistikimmobilie in S. hat das Landgericht auf Basis des Ertragswertverfahrens, dessen Eignung als Mittel zur angemessenen Bewertung dieses bebauten Grundstücks außer Streit steht, eine Wertanhebung auf 6,6 Mio. EUR vorgenommen. Gründe für eine weitere Wertanpassung liegen nicht vor.
- 54 (a) Der Bodenwert des Grundstücks beträgt nach den Feststellungen des Landgerichts auf Grundlage der Ausführungen der Sachverständigen Ka und Br 2.226.660 EUR.
- 55 Beide Grundstücksachverständigen haben als Ausgangswert einen qm-Preis von 170 EUR zugrunde gelegt, der durch zwei Verkaufsfälle aus dem Jahr 2012 und den Bodenrichtwert zum Jahresende 2012 sowie 2014 belegt worden ist (Gutachten Ka S. S. 49 f.; Stellungnahme Br S. 17). Die vom gemeinsamen Vertreter in erster Instanz vorgebrachte allgemeine Wertsteigerung ließ sich danach in Bezug auf das in Rede stehende Grundstück nicht bestätigen. Beide Sachverständige haben hinsichtlich des Ausgangswerts einerseits einen Zuschlag wegen der überdurchschnittlichen Grundstücksbeschaffenheit und Nutzungsintensität sowie andererseits einen Abschlag wegen der Preisdegression für große Grundstücke vorgenommen, die sich im Wesentlichen aufheben (vgl. Gutachten Ka S. S. 50 ff., Stellungnahme Br S. 17). Die insoweit bestehenden Differenzen können infolge der Grobheit der prozentualen Schätzungen vernachlässigt werden. Ein bedeutsamer Unterschied bestand indes bei der Bewertung einer möglichen Bodenkontamination, die der Sachverständige Br anders als der Sachverständige Ka als wertneutral ansah. Der Einschätzung des Sachverständigen Br ist das Landgericht mit überzeugender Begründung gefolgt, die - anders als die Beschwerdegegnerin meint - durch etwaige Einträge im Bebauungsplan nicht in Frage gestellt und auf die insofern zur Vermeidung von Wiederholungen verwiesen wird. Übereinstimmend haben schließlich beide Sachverständige einen erheblichen Wertabschlag von 50% hinsichtlich des durch mehrere Grunddienstbarkeiten negativ betroffenen Grundstücksbereichs vorgenommen (Gutachten Ka S. S. 53 f.; Stellungnahme Br S. 19), der sich allerdings aufgrund der spürbaren Beeinträchtigungen, die insbesondere das Geh- und Fahrrecht (Abt. II lfd. Nr. 7) sowie das Abstandsflächenrecht (Abt. II lfd. Nr. 8) für die Bebaubarkeit und tägliche Nutzung des Grundstücks mit sich bringen, rechtfertigen lässt.
- 56 Dem setzt die Beschwerde lediglich entgegen, die Abschreibungspraxis der Gesellschaft lasse auf einen deutlich höheren Bodenwert schließen. Inwiefern die rein steuerrechtliche Handhabung eine tragfähige Grundlage zur Ermittlung des Grundstückswerts sein sollte, ist nicht ersichtlich. Im äußersten Fall könnte in ihr eine Werteinschätzung desjenigen, der die fragliche Abschreibung (nicht) vorgenommen hat, zum Ausdruck kommen, welche indes die detaillierte Betrachtung der Grundstückssachverständigen nicht in Frage stellt.
- 57 (b) Den Gebäudeertragswert hat der Sachverständige Br, auf den das Landgericht insoweit abstellt, mit 4.398.090 EUR angegeben (Stellungnahme Br S. 28). Auch dies bedarf keiner Korrektur.
- 58 (aa) Der Sachverständige Br legt seiner Berechnung einen Jahresrohertrag von 538.662 EUR zugrunde, was einem monatlichen Ertrag von 41.700 EUR für die vermieteten Flächen und von 3.188,50 EUR für die nicht vermietete Halle 19 entspricht (Stellungnahme Br S. 23).
- 59 Hinsichtlich der Halle 19 gehen beide Grundstückssachverständigen von einer nachhaltig erzielbaren Nettokaltmiete von 38.262 EUR pro Jahr und damit 3.188,50 EUR pro Monat aus (Gutachten Ka S. S. 58, 66; Stellungnahme Br S. 23). Hiergegen wendet sich auch die Beschwerde nicht.
- 60 Unterschiede bestehen dagegen bei dem Ertrag für den vermieteten Teil des Anwesens. Insoweit geht der Sachverständige Br in Anlehnung an die mit der HA vereinbarte Miethöhe von einem monatlichen Rohertrag von 41.700 EUR aus (Stellungnahme Br aaO), während der Sachverständige Ka nur einen Rohertrag von 38.398 EUR pro Monat als nachhaltig erzielbar ansieht und die Differenz zur tatsächlich vereinbarten Miete als nur übergangsweise zu erwartenden Ertrag („Overrent“) bewertet (vgl. Gutachten Ka S. S. 58, 64). Diese Differenz, die der Sachverständigen Br irrtümlich einer abweichenden Bewertung hinsichtlich der Halle 19 zugeschrieben hat (vgl. Stellungnahme Br aaO), liegt in der unterschiedlichen Einschätzung der nachhaltig erzielbaren Miete begründet. Das Landgericht ist nachvollziehbar dem höheren Ansatz des Sachverständigen Br gefolgt, nachdem sich der Sachverständige Ka an den Mietmarktdaten des westlichen Landkreises Au orientiert hatte (vgl. dessen Gutachten S. 55), die in Rede stehende Liegenschaft aber - nach den Ausführungen des Sachverständigen Vo in seiner Anhörung durch das Landgericht (Sitzungsprotokoll vom 25.03.2019 S. 5 f.) - lediglich 100 m Luftlinie von der Stadtgrenze zur Stadt Au entfernt liegt und damit die Anlehnung des Sachverständigen Br an das dortige, höhere Mietenniveau (vgl. dessen Stellungnahme S. 24 ff.) den tatsächlichen Marktgegebenheiten näher kommen dürfte.
- 61 Entgegen der Ansicht der Beschwerde ist der vom Sachverständigen Br angesetzte Betrag nicht im Hinblick auf die besonderen Umstände der Vermietung an die HA weiter zu erhöhen. Denn der für die Grundstücksbewertung nach dem Ertragswertverfahren maßgebliche Rohertrag bestimmt sich im Fall der Vermietung nicht nach der aktuellen oder ehedem zu zahlenden Monatsmiete, sondern den bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung und zulässiger Nutzung marktüblich erzielbaren Erträgen (§ 18 Abs. 2 Satz 1 ImmoWertV; vgl. auch § 17 ImmoWertV). Entscheidend sind danach die nachhaltig erzielbaren Mieten (OLG Köln, ZEV 2018, 355 [juris Rn. 63]). Auf diese ist auch dann abzustellen, wenn für die Nutzung des Grundstücks vom Üblichen abweichende Entgelte erzielt werden (BGH, Urteil vom 17.11.2010 - XII ZR 170/09, FamRZ 2011, 183 Rn. 56). Danach ist ohne Belang, ob das Logistikanwesen in S. an eine Konzernschwester vermietet ist und ob jene im Wege der Untervermietung eigene Mietverträge erwirtschaftet oder bei der Mietreduktion 2014 ihre von den Beschwerdeführern so bezeichnete „Konzernmacht“ zu Lasten der Gesellschaft ausgeübt hat.
- 62 Dass die marktübliche Miete nicht über das hinausgeht, was der Sachverständige Br seiner Berechnung zugrunde gelegt hat, haben beide Sachverständige anhand mehrerer Preisspiegel und anderer Erkenntnisquellen, wie z.B. Anzeigenrecherchen und Anfragen bei örtlichen Maklern plausibel dargelegt (vgl. Gutachten Ka S. S. 55; Stellungnahme Br S. 24-26). Ihre Bewertung wird nicht dadurch in Frage gestellt, dass für die Immobilie bis 2014 eine höhere Miete vertraglich geschuldet war und die Mieterin durch Weiterüberlassung an die P Pharmahandel eigene Grundstückseinkünfte erzielt. Denn diese weitergehenden Erträge spiegeln sich nicht in der marktüblichen Miete

wieder, so dass sie im Rahmen der Ertragswertberechnung nicht zu berücksichtigen sind.

- 63 Weder die Beschwerdeführer noch die übrigen Antragsteller haben aufgezeigt, dass die vom Sachverständigen Br angesetzte marktübliche Miete fehlerhaft zu niedrig angesetzt wäre. Der in den Raum gestellten Möglichkeit, die Mietpreisreduktion 2014 sei im Hinblick auf die zuvor erfolgte Sanierung der Immobilie, die Mietpreisenentwicklung in der Stadt Au und die Chancen einer anderweitigen Vermietung nicht gerechtfertigt gewesen, steht die nicht weniger wahrscheinliche Alternative gegenüber, dass die Änderung angemessen war, weil die ursprüngliche Vertragslaufzeit endete und die bisherige Miete - auch in Anbetracht der genannten Umstände - über der nachhaltig erzielbaren Miete lag (so der Sachverständige Vo in seiner erstinstanzlichen Anhörung, Sitzungsprotokoll vom 25.03.2019 S. 5). In gleicher Weise lassen sich durch Untervermietung erzielte Erträge des Mieters nicht nur mit einer Vermietung an diesen zu einem unter dem Marktniveau liegenden Entgelt, sondern auch mit einer Weitervermietung durch diesen zu einem über der nachhaltig erzielbaren Miete liegenden Preisniveau erklären. Der für die Ertragswertberechnung maßgebliche Rohertrag kann aber nicht von solchen Spekulationen, sondern nur von den Werten abhängen, welche die Sachverständigen aufgrund ihrer Erkenntnisse nachvollziehbar dargestellt haben.
- 64 Dass die Beschwerde im Hinblick auf den 2012 erfolgten Mietnachtrag eine Pflichtverletzung des Vorstands der Gesellschaft in den Raum stellt, ist für die Bestimmung des Grundstückswerts ohne Belang. Soweit sie damit Schadensersatzansprüche andeuten will, können diese schon deshalb nicht werterhöhend berücksichtigt werden, weil es an der Darlegung einer entsprechenden Pflichtverletzung fehlt. Die von den Beschwerdeführern in Bezug genommenen Ausführungen der Sachverständigen Br und Ka verhalten sich hierzu nicht. Im Hinblick auf die von der Beschwerdegegnerin geschilderte Ausgangssituation, welche die Beklagten nicht in Abrede stellen, ist der Abschluss des Mietvertragsnachtrags nicht prima facie als pflichtwidrig anzusehen. Worin ein pflichtgemäßes Handeln des Vorstands nach ihrer Auffassung hätte bestehen sollen, lässt die Beschwerde offen. Inwiefern der Gesellschaft durch die Vereinbarung einer jährlichen Kündigungsfrist ein Schaden entstanden sein sollte, ist nicht ersichtlich.
- 65 (bb) Die Bewirtschaftungskosten hat der Sachverständige Br auf 71.386 EUR pro Jahr bemessen (vgl. dessen Stellungnahme S. 28). Der wesentliche Unterschied zur Schätzung des Sachverständigen Ka, die zu einem Betrag von 74.357 EUR (vgl. Gutachten S. 60, 66) gekommen ist, besteht in der Bewertung des Mietausfallwagnisses i.S.v. § 18 Abs. 2 Nr. 3 ImmoWertV. Das Landgericht hat sich den geringeren Schätzwert des Sachverständigen Br mit nachvollziehbarer Begründung zu eigen gemacht. Nachdem sich in der Beschwerdeinstanz kein Beteiligter hiergegen wendet, erscheinen weder weitergehende Ermittlungen noch eine Abänderung des Werts veranlasst.
- 66 (cc) Entsprechendes gilt für die gemäß § 6 Abs. 6 ImmoWertV einzubeziehende Restnutzungsdauer, die beide Grundstückssachverständigen unter Berücksichtigung der zwischenzeitlich erfolgten Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen auf noch 30 Jahre bestimmt haben (vgl. Gutachten Ka S. S. 61; Stellungnahme Br S. 20). Anhaltspunkte für die Annahme eines längeren Zeitraums sind nicht erkennbar.
- 67 (dd) Den Liegenschaftszinssatz haben der Sachverständige Br und in der Folge auch das Landgericht gegenüber dem Ansatz des Sachverständigen Ka zugunsten der Antragsteller auf 6,25% reduziert. Umstände, die eine weitergehende Reduktion rechtfertigen könnten, sind weder dargetan noch ersichtlich. Soweit die Beschwerde auf die Mittelwerte der Liegenschaftszinssätze für Bürogebäude sowie für Werkstätten und Produktionsgebäude hinweist, die sich aus der Grundstücksmarktbericht 2013 des Gutachterausschusses der Stadt Stadt Au ergeben, gilt nichts Anderes. Ungeachtet dessen, dass die Werte vom Sachverständigen Br im Hinblick auf die geringe Datengrundlage ohnehin als nicht repräsentativ angesehen worden sind (Stellungnahme Br S. 22), sind sie hier auch nicht einschlägig, weil es sich bei der zu bewertenden Logistikimmobilie weder um eine Werkstatt noch um ein Produktionsgebäude handelt und die Verwendung zu Bürozwecken nicht den Schwerpunkt ihrer Nutzung bildet. Liegenschaftszinssätze für Logistikimmobilien weist der Bericht nicht aus.
- 68 Soweit die Beschwerde auf die abschließende Feststellung in der Stellungnahme Br (dort S. 29) Bezug nimmt, unterlegt sie dieser einen von ihrem Verfasser offensichtlich nicht gemeinten Inhalt. Es besteht kein Zweifel, dass der Sachverständige den Ansatz eines Liegenschaftszinssatzes von unter 6% ablehnt und einen Ertragswert von 12,25% der Jahresnettomiete für plausibel hält (vgl. dessen Stellungnahme S. 22, 29). Trotz der missverständlichen doppelten Verneinung ergibt sich aus seiner abschließenden Feststellung nichts Gegenteiliges.
- 69 (c) Hinsichtlich der Berechnung des Ertragswerts ist lediglich vom gemeinsamen Vertreter in erster Instanz gerügt worden, es sei fehlerhaft eine jährlich nachschüssige Mietzahlung zugrunde gelegt worden. Auch dieser Einwand greift nicht durch. Auf die konkret vereinbarte und praktizierte Zahlungsweise kommt es nicht an, weil die Ertragswertberechnung, die sich nach den bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung und zulässiger Nutzung marktüblich erzielbaren Erträgen richtet (§ 18 Abs. 2 Satz 1 ImmoWertV), nicht auf konkrete Vertragsabreden abstellt. Im Übrigen sieht die Bewertungsmethode eine Aufzinsung unterjährig erzielter Erträge grundsätzlich nicht vor, wenn diese monatlich vorschüssig anfallen und zu einem Jahresreinertrag zusammengefasst werden (Kleiber in Ernst/Zinkahn/Bielenburg/Krautzberger, BauGB § 17 ImmoWertV Rn. 64, § 20 ImmoWertV Rn. 6 ff. [jew. Stand Oktober 2019]). So ist es hier. Dass hinsichtlich des Mietobjekts eine monatlich vorschüssige Zahlungsweise nicht marktüblich wäre, ist weder behauptet worden noch naheliegend. Die Zusammenfassung der monatlichen Erträge zu einem Jahresreinertrag hat stattgefunden.
- 70 (d) Eine Anpassung des Grundstücksertragswerts ist nicht angezeigt. Zur Plausibilisierung des gefundenen Werts haben beide Grundstückssachverständigen für diesen den Ertragsfaktor ermittelt und mit entsprechenden marktüblichen Faktoren verglichen. Dabei ist der Sachverständige Br, auf dessen Ergebnis das Landgericht abgestellt hat, zu einem (Rohertrags-)Faktor von 12,25 gekommen, der nach Maßgabe der von beiden Grundstückssachverständigen ausgewerteten Erhebungen und Marktberichte in der Bandbreite der einschlägigen Kennwerte liegt (vgl. Gutachten Ka S. S. 66; Stellungnahme Br S. 29). Hiergegen bringt auch die Beschwerde nichts vor. Hinsichtlich der missverständlichen doppelten Verneinung in der Stellungnahme Br (dort S. 29) wird auf das unter (b) (dd) Gesagte verwiesen.
- 71 (3) Die Darlehen an die U hat das Landgericht auf Grundlage der entsprechenden Bewertung durch den Sachverständigen Vo mit seinem Buchwert von 5.644.106,44 EUR berücksichtigt, der dem Nennbetrag der Forderung entspricht. Auch insoweit ist keine Abänderung veranlasst. Soweit in erster Instanz bemängelt worden ist, die Marktüblichkeit sei nicht geprüft worden, ist dies durch den Sachverständigen Vo nachgeholt worden (vgl. Gutachten Vo S. 79). Künftige Zinserträge waren nicht zu berücksichtigen, weil der im Rahmen der NAV-Methode maßgebliche Marktwert der Forderung sowohl nach der Einschätzung der von der Beschwerdegegnerin eingeschalteten Sachverständigen, die der sachverständige Prüfer nicht beanstandet hat, als auch nach der Beurteilung des gerichtlichen Sachverständigen dem Buchwertansatz entsprach (vgl. Gutachten I S. 25; Bericht Wa S. 21; Gutachten Vo S. 80). Die von der Beschwerde aufgeworfene Frage, ob es sich bei der Forderung um betriebsnotwendiges Gesellschaftsvermögen handelt, ist für die Bewertung im Rahmen der NAV-

- Methode, bei der Ausschüttungspotentiale keine Berücksichtigung finden (Gutachten Vo S. 26), ohne Belang.
- 72 (4) Entgegen der Ansicht der Beschwerde sind die von ihr in den Raum gestellten Schadensersatzansprüche der Gesellschaft gegen ihren Vorstand und Aufsichtsrat im Zusammenhang mit dem fremdfinanzierten Aufbau und der Verleihung eines großen Bestands an Aktien der He AG nicht als Vermögensgegenstände zu berücksichtigen.
- 73 Ungeachtet der streitigen Rechtsfrage, ob Schadensersatzansprüche eines zu bewertenden Unternehmens nur berücksichtigt werden können, wenn sie vom Schuldner nicht bestritten oder durch ein Gericht rechtskräftig festgestellt sind (so OLG Celle, ZIP 2007, 2025 [juris Rn. 17]; ablehnend OLG Düsseldorf, ZIP 1990, 1474 [juris Rn. 64-71]; beide zum Anspruch aus § 317 AktG), stellen sie jedenfalls nur dann einen im Rahmen der NAV-Methode zu bewertenden Vermögensgegenstand dar, wenn ihnen ein Marktwert zukommt. Dies ist nur dann der Fall, wenn zum Bewertungsstichtag hinreichend sicher damit gerechnet werden kann, dass die entsprechenden Ansprüche realisierbar sind (vgl. OLG München, ZIP 2015, 1166 [juris Rn. 89]; Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung 8. Aufl. Rn. 1199; Hüttemann/Meinert in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. Rn. 8.49). Daran fehlt es hier.
- 74 So sind die etwaigen Ansprüche gegen Vorstand und Aufsichtsrat weder gerichtlich noch außergerichtlich geltend gemacht worden. Auch im Übrigen ist mehr als fraglich, ob derartige Ansprüche bestanden bzw. hätten durchgesetzt werden können. Soweit die Beschwerdeführer in der Verleihung der Wertpapiere unter Verzicht auf Sicherheiten an andere Gesellschaften derselben Eigentumsfamilie eine Pflichtverletzung des Vorstands oder des Aufsichtsrats sehen, ist ein hieraus entstandener Schaden nicht ersichtlich. Zwar hatten diese Maßnahmen zwischenzeitlich zu einer Wertberichtigung auf den Rückübertragungsanspruch in der Bilanz der Gesellschaft geführt; ausweislich des Jahresabschlusses zum 31.12.2010 (Anl. 2a zum Gutachten Vo, dort Blatt 4) konnte der Berichtigungsbetrag aber in der Folge wieder zugeschrieben werden, nachdem die Rückübertragung der Aktien wieder sichergestellt war. Ein dauerhafter Schaden liegt damit nicht auf der Hand und wird von der Beschwerde auch nicht dargetan. Soweit die Beschwerdeführer schon in der Anschaffung der Aktien eine Pflichtverletzung erkennen, ist ihr Vortrag weder zum Grund noch zur Höhe der Schadensersatzpflicht hinreichend substantiiert, um die Realisierbarkeit etwaiger Ansprüchen auch nur andeutungsweise abschätzen zu können (vgl. zum Substantiierungserfordernis: OLG Frankfurt, NZG 2014, 464 [juris Rn. 113]; Großfeld/Egger/Tönnes, aaO).
- 75 bb) Den Vermögenswerten stehen nach den Feststellungen des Landgerichts, die auch insoweit auf den Berechnungen des gerichtlichen Sachverständigen beruhen (vgl. Gutachten Vo S. 84, 120), zum 31.05.2014 Abzugsposten in Gesamthöhe von 1.352.456,52 EUR gegenüber. Dieser Betrag bedarf keiner Reduktion.
- 76 (1) Von der Summe entfällt ein Teilbetrag von 1.034.993,48 EUR auf den Wert der kapitalisierten künftigen Verwaltungskosten der Gesellschaft.
- 77 (a) Die Beschwerde wendet sich zu Recht nicht dagegen, dass die gesamtunternehmensbezogenen Aufwendungen, die nicht in die Bewertung der einzelnen Vermögenswerte der Gesellschaft einbezogen wurden, bei der Schätzung des Unternehmenswerts abzuziehen sind (so auch OLG Frankfurt, ZIP 2017, 772 [juris Rn. 55 f.]; OLG München, AG 2020, 56 [juris Rn. 94]). Wie die von der Beschwerdegegnerin beauftragten Gutachter und der gerichtliche Sachverständige unter Berufung auf einschlägige bewertungsrechtliche Fachliteratur ausgeführt haben, sind diese Verwaltungskosten mit einem stichtagsbezogenen Barwert zu berücksichtigen (Gutachten I S. 6; Gutachten Vo S. 27). Dies überzeugt. Beim NAV handelt es sich anders als beim Liquidationswert um einen Fortführungswert (Schreiben des Sachverständigen Vo vom 18.03.2016 S. 3; Gutachten Vo S. 25). Dementsprechend werden bei seiner Bestimmung keine mit einer Liquidation typischerweise einhergehenden Kosten und Steuern angesetzt (Gutachten Vo aaO). Dafür sind jedoch die Verwaltungskosten abzusetzen, weil diese die finanziellen Lasten darstellen, die mit der unterstellten Fortführung voraussichtlich einhergehen, und sich damit auch im Unternehmenswert niederschlagen. Eine Diskontierung dieser Kosten ist erforderlich, weil es sich dabei um künftige, immer wieder neu anfallende Aufwendungen handelt.
- 78 (b) Das Landgericht hat die Höhe der durchschnittlichen jährlichen Verwaltungskosten auf Grundlage der Berechnung des Sachverständigen Vo auf 46.057,21 EUR bestimmt. Nach Abzug der doppelt erfassten Archivierungskosten hat es insoweit nicht objektspezifische Versicherungsprämien von 5.670,35 EUR, Aufsichtsratsvergütungen von 9.000 EUR, allgemeine Verwaltungskosten von durchschnittlich 16.297,39 EUR und einen Personalaufwand von durchschnittlich 17.782,78 EUR erfasst sowie eine Kürzung um den bereits bei der Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände berücksichtigten Verwaltungsaufwand von durchschnittlich 2.693,31 EUR (vgl. Gutachten Vo S. 87 f.) vorgenommen. Fehler bei der Bestimmung der Höhe dieser Posten sind nicht ersichtlich.
- 79 Der Einwand, die Aufsichtsratsvergütungen seien unbeachtlich, weil die Gesellschaft kurze Zeit nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister in eine GmbH umgewandelt worden sei, greift nicht durch. Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 Halbs. 2 AktG muss die Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Zu diesem Stichtag war die Gesellschaft noch eine Aktiengesellschaft und hatte einen Aufsichtsrat, der nach Maßgabe von § 95 AktG aus mindestens drei Personen bestehen musste. Nachfolgende Entwicklungen können in Anlehnung an die sog. Wurzeltheorie nur Berücksichtigung finden, wenn sie schon in den am Stichtag bestehenden Verhältnissen angelegt waren (vgl. BGH, Urteil vom 28.05.2013 - II ZR 67/12, BGHZ 197, 284 Rn. 59; Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 40). Effekte, die allein infolge des Übertragungsbeschlusses auf Seiten der Gesellschaft eintreten, scheiden hingegen von vornherein aus der Betrachtung aus (vgl. BGH, Beschluss vom 04.03.1998 - II ZB 5/97, BGHZ 138, 136 [juris Rn. 11 f.] zur Ausgleichs- und Abfindungspflicht §§ 304 f. AktG). So liegt der Fall hier. Allein der enge zeitliche Zusammenhang begründet entgegen der Ansicht der Beschwerde nicht die Annahme, die Umwandlung der Gesellschaft in eine GmbH sei im Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Anteilsübertragung bereits im Kern angelegt gewesen. Entscheidend ist - worauf die Beschwerdegegnerin zu Recht hinweist - vielmehr, dass die Umwandlung ohne den Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht zu erwarten stand. Damit kommt es auf die damit einhergehende Ersparnis von Aufsichtsratsvergütungen hier nicht an.
- 80 Gleichermaßen gilt für den Wert der vom Eigentümer persönlich geleisteten Verwaltungsarbeit, der nach Ansicht der Beschwerde herauszurechnen sei. Denn der Sachverständige Vo hat solche abstrakten Kosten im Rahmen seiner Bewertung tatsächlich nicht in Abzug gebracht. Zwar hat er in seinem Gutachten (dort S. 87) allgemein ausgeführt, auch dieser Aufwand sei von den Verwaltungskosten umfasst. Bei seiner nachfolgenden Berechnung der allgemeinen Verwaltungskosten und des Personalaufwands hat er aber ausschließlich die sich aus den Sachkontenblättern (Anl. 11 und 12 zum Gutachten) ergebenden Kostenumlagen an die V Vermögensverwaltung AG sowie die Aufwendungen für Löhne und Gehälter summiert. Der Ansatz von - seitens der Beschwerde so bezeichneten - „imaginären Kosten“ ist danach nicht erkennbar.

- 81 (c) Zur Diskontierung hat das Landgericht den vom Sachverständigen Vo ermittelten Kapitalisierungszinssatz von 4,45% übernommen. Dieser bedarf keiner Anpassung.
- 82 (aa) Der Sachverständige Vo hat seiner Berechnung einen Basiszinssatz von rund 2,5% vor Steuern zugrunde gelegt, den er als landesüblichen Zinssatz für eine quasi-risikofreie Kapitalmarktanlage nach der Svensson-Methode und den Empfehlungen des FAUB aus Zinsstrukturkurven der Deutschen Bundesbank abgeleitet hat (Gutachten Vo S. 91 ff.). Dass der Basiszinssatz zum 01.07.2014 und nicht zum 30.07.2014 ermittelt worden ist (vgl. ergänzende Stellungnahme Vo vom 05.03.2019, S. 5), entwertet die Aussagekraft des Werts nicht, weil er hier der Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten zum 31.05.2014 dient und erst anschließend für den überschaubaren Zeitraum von zwei Monaten eine Aufzinsung zum 30.07.2014 erfolgt (vgl. Gutachten Vo S. 120 f.). Die damit einhergehenden Unschärfen lassen die Verwendung des zum 01.07.2014 ermittelten Werts als unbedenklich erscheinen.
- 83 (bb) Zu dem Basiszinssatz hat der Sachverständige einen Risikozuschlag von 2,95% hinzuaddiert, der dem Umstand Rechnung tragen soll, dass ein Unternehmen durch außergewöhnliche Umstände betroffen werden kann, die sich der Prognose durch einen Gutachter entziehen (Gutachten Vo S. 94, 112). Dieser Risikozuschlag ergibt sich aus dem Produkt der unternehmensspezifischen Marktrisikoprämie, die den Marktpreis der Risikoübernahme auf dem allgemeinen Kapitalmarkt abbildet, mit dem sog. Betafaktor, der den Zusammenhang (Korrelation) zwischen dem allgemeinen Marktrisiko und dem spezifischen Risiko des betrachteten Unternehmens darstellt (Gutachten Vo S. 96-99). Dabei hat er die Marktrisikoprämie vor Steuern mit 6,5% und den Betafaktor für die Gesellschaft mit etwas mehr als 0,45 bewertet (vgl. Gutachten Vo S. 110, 112).
- 84 Indem die Beschwerde eine Marktrisikoprämie von 5,5% annimmt, wendet sie sich nicht gegen den Ansatz des Sachverständigen, sondern stellt lediglich auf den von ihm ermittelten Wert nach Steuern ab (vgl. Gutachten Vo S. 110). Bei der Bewertung nach der NAV-Methode kommt es indessen auf die Prämie vor Steuern an, weil sie - wie das Landgericht zutreffend erkannt hat - anders als das Ertragswertverfahren persönliche Steuern auf Ebene der Anteilseigner nicht berücksichtigt (Gutachten Vo S. 27 f., 85, 118). Soweit von den Antragstellern in erster Instanz ein geringerer Wert vor Steuern als angemessen erachtet worden ist, hat sich der Sachverständige Vo in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 05.03.2019 (dort S. 12 f.) mit ihren Einwendungen ausführlich auseinandersetzt. Angesichts der vom Landgericht hervorgehobenen Risikoaversion der Anleger nach der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise, von der auch ein Sachverständiger in einem anderen Spruchverfahren berichtet hat, das dem Senat zur Entscheidung vorlag (vgl. Senatsbeschluss vom 03.03.2020 - 12 W 1/19, S. 16), erscheint eine Herabsetzung des vom Sachverständigen als angemessen erachteten Werts nicht angezeigt.
- 85 Für den Betafaktor will die Beschwerde einen Wert von nur 0,28 zugrunde legen, der für Immobilienunternehmen gelte. Dies überzeugt nicht. Mit großen Immobilienunternehmen ist die Gesellschaft nicht vergleichbar, weil sie im Wesentlichen nur über drei Vermögensgegenstände verfügt und dabei einen geringen Diversifikationsgrad aufweist (Gutachten Vo S. 111). Soweit die Beschwerde darauf abstellt, zur Reduktion des Risikos könnten das nur schwerlich längerfristig vermietbare ehemalige Betriebsgelände in A. veräußert und das Darlehen an die U gekündigt werden, führt dies sogar zu einer noch weiteren Reduktion der Diversifikation. Außerdem widerspricht die Argumentation, die auf eine Teilliquidation der Gesellschaft hinausliefe, dem Ansatz der NAV-Methode, die gerade eine Fortführung des Unternehmens unterstellt. Dass die bereits erfolgte Mietreduktion in S. eine erneute Anpassung in Zukunft als unwahrscheinlich erscheinen ließe, ist nicht ersichtlich. Vielmehr dürfte dies von der weiteren Entwicklung der einschlägigen Preise vor Ort abhängen, die sich kaum absehen lässt. Dass die herabgesetzte Miete Grundlage der Wertberechnung der Immobilie ist, bedeutet nicht, dass sich ein nicht absehbarer weiterer Ertragsrückgang in S. auf das konkrete Risikoprofil der Gesellschaft nicht negativ auswirken könnte.
- 86 (cc) Schließlich hat der Sachverständige Vo unter Prognose einer künftigen Inflationsrate von ca. 1,5% einen Wachstumsabschlag von 1% abgezogen (Gutachten Vo S. 118), den auch die Beschwerde für ihre Vergleichsberechnung übernommen hat. Die von den Antragstellern in erster Instanz eingewandte Erwartung, die Gesellschaft könne die Geldentwertung voll auf ihre Kunden überwälzen und dabei noch weiteres Wachstum erzielen, ist vom Sachverständigen in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 05.03.2019 (dort S. 8 f.) überzeugend widerlegt worden.
- 87 (d) Unter Zugrundelegung durchschnittlicher jährlicher Aufwendungen von 46.057,21 EUR, einer unendlichen Lebensdauer der Gesellschaft und einem Kapitalisierungszinssatz von 4,45% hat der Sachverständige Vo den Barwert der Verwaltungskosten auf 1.034.993,48 EUR errechnet. Gegen die rechnerische Richtigkeit dieses Ergebnisses hat kein Beteiligter Einwendungen erhoben.
- 88 (2) Abzuziehen sind des Weiteren die Schulden der Gesellschaft, deren Höhe das Landgericht zum 31.05.2014 mit 317.463,04 EUR festgestellt hat. Hierzu zählen auch die damals zu gewärtigenden Pensionsverpflichtungen. Die in diesem Zusammenhang von den Antragstellern in erster Instanz geäußerten Bedenken gehen fehl. Auch soweit für die künftig zu erwartenden Zahlungspflichten bereits Rückstellungen gebildet und in die Bilanz eingestellt wurden, ändert dies nichts daran, dass die Gesellschaft gegenüber ausgeschiedenen Mitarbeitern und Hinterbliebenen von Vorstandsmitgliedern Pensionsverpflichtungen übernommen hat, die den NAV negativ beeinflussen (Gutachten Vo S. 154). Weil sich der NAV nicht nach der Gewinn-und-Verlust-Rechnung vergangener Jahre bestimmt, ist zur Berücksichtigung dieses Einflusses für die künftigen Pensionslasten ein Gegenwartswert zu bestimmen. Dass dieser den im Zwischenabschluss zum 31.05.2014 hierfür ausgewiesenen und vom gerichtlichen Sachverständigen für maßgeblich erachteten Rückstellungen entspricht (so Gutachten Vo S. 81), hat keine Seite in Zweifel gezogen.
- 89 cc) Nach all dem ergibt sich für den 31.05.2014 ein NAV von 11.160.539,69 EUR (= Gesamtwert aller Vermögensgegenstände von 12.512.996,21 EUR abzüglich der Summe aller Abzugsposten von 1.352.456,52 EUR). Dieser Wert ist zum Stichtag des 30.07.2014 aufzuzinsen, weil für die Barabfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 Halbs. 2 AktG auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien und nicht der Bewertung durch die Sachverständigen der Mehrheitsaktionärin abzustellen ist. Die Heranziehung des Kapitalisierungszinssatzes, den der Sachverständigen für die Barwertbestimmung der Verwaltungskosten ermittelt hat, begegnet keinen Bedenken. Dass dieser nicht auf einem Basiszinssatz beruht, der nicht auf den 30.07.2014, sondern den 01.07.2014 bezogen worden ist, ist aufgrund der sich hieraus ergebenden geringfügigen Differenzen im Rahmen der Schätzung hinnehmbar (vgl. hierzu auch oben unter bb (1) (c) (aa)).
- 90 Nach den Berechnungen des Sachverständigen Vo, denen sich das Landgericht angeschlossen und gegen die keine Seite Einwendungen erhoben hat, beträgt der NAV zum 30.07.2014 auf dieser Grundlage 11.261.914,79 EUR, was einem Wert pro Aktie von 204,76 EUR entspricht.
- 91 c) Dieses Ergebnis bedarf nicht aufgrund von Plausibilitätserwägungen etwaiger Anpassungen.

- 92 aa) Für entsprechende Überlegungen kann in eingeschränktem Maße der Ertragswert dienen, der in der Regel die geeignete Methode zur Schätzung des tatsächlichen Unternehmenswerts darstellt (BGH, Beschlüsse vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 33; vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 21), dessen Ermittlung hier aber erheblichen Schwierigkeiten und auch Bedenken begegnet, die seine Aussagekraft gegenüber dem NAV als nachrangig erscheinen lassen (siehe hierzu die Ausführungen unter II 2 a bb (2) (b)). Für die von der Beschwerde eingewandte Maßgeblichkeit des Ertragswerts ist danach kein Raum.
- 93 Die von dem Sachverständigen Vo und von der Beschwerde angestellten Ertragswertschätzungen lassen es nicht als unplausibel erscheinen, dass der NAV den tatsächlichen Wert der Gesellschaft abbildet. Denn beide Betrachtungen weisen die aufgezeigten Schwächen des Ertragswertverfahrens bei der Bewertung der Gesellschaft auf, weil sie einmalige Gewinne und Verluste aus Veräußerungsgeschäften außer Acht lassen. Daneben sind ihre Grundlagen insoweit unzureichend, als es an einer durch die Leitungsorgane der Gesellschaft aufgestellte Unternehmensplanung fehlt (vgl. Gutachten Vo S. 126), deren es zur Ermittlung des Ertragswerts grundsätzlich bedarf (Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung 8. Aufl. Rn. 487-490 m.w.N.; vgl. auch Senatsbeschlüsse vom 12.09.2017 - 12 W 1/17, ZIP 2018, 122 [juris Rn. 53]; vom 18.05.2016 - 12a W 2/15, AG 2016, 672 [juris Rn. 33]; Meyer in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. Rn. 7.3). Überdies begegnet die Grundannahme der Beschwerde, dass das Darlehen an die U nicht betriebsnotwendiges Vermögen darstelle (zur Behandlung solchen Vermögens im Rahmen der Ertragswertberechnung: Großfeld/Egger/Tönnes aaO Rn. 383-385), bei einem Unternehmen, dessen Geschäft sich auf die entgeltliche Zurverfügungstellung der eigenen Vermögenswerte an Dritte beschränkt, Bedenken. In Anbetracht der damit einhergehenden Unschärfen können die Ergebnisse des Sachverständigen Vo und der Beschwerde, die in einem Korridor von +/- 20% um den ermittelten NAV liegen, nicht als Anhaltspunkt für die fehlende Aussagekraft oder Fehlerhaftigkeit der NAV dienen (vgl. die Berechnungen im Gutachten Vo, S. 143, und in der Beschwerdebegründung).
- 94 bb) Auch der ehemalige Börsenwert der Gesellschaft spricht nicht gegen die Angemessenheit des Bewertungsergebnisses.
- 95 (1) Steht ein Börsenkurs zur Verfügung, so ist dieser zu berücksichtigen, weil bei der Bestimmung der angemessenen Barabfindung für die ausgeschiedenen Aktionäre auch darauf abzustellen ist, was sie im Falle einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der unternehmensrechtlichen Maßnahme erhalten hätten. Der Börsenwert bildet dabei regelmäßig die Untergrenze einer zu gewährenden Abfindung (BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 22 m.w.N.). Der Börsenwert kommt als Untergrenze der Barabfindung indes nicht in Betracht, wenn er den Verkehrswert der Aktien nicht widerspiegelt. Das kommt grundsätzlich nur dann in Betracht, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengie der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenpreis manipuliert worden ist (BGH, Beschluss vom 12.03.2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [juris Rn. 20]).
- 96 (2) Nach dieser Maßgabe kommt der einstige Börsenwert der Gesellschaft weder als Aspekt der Wertermittlung noch als Untergrenze der Barabfindung, sondern allenfalls als Mittel der Plausibilitätskontrolle in Betracht. Denn ihm fehlt es an der erforderlichen Aktualität, nachdem die Börsennotierung am einzigen Handelsplatz der Aktie, der Frankfurter Wertpapierbörs, Ende 2012 und damit bereits mehr als ein Jahr vor dem Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung eingestellt worden war. Insoweit stand den Minderheitsaktionären im Zeitpunkt der unternehmensrechtlichen Maßnahme die Möglichkeit eines Verkaufs ihrer Anteile über eine Wertpapierbörs als freie Deinvestitionsentscheidung nicht zur Verfügung.
- 97 (3) Auch im Rahmen der Plausibilitätskontrolle stellt der ehemalige Börsenwert die Aussagekraft des ermittelten NAV nicht in Frage. Selbst wenn man unterstellt, dass im Handelskurs von 250 EUR, zu dem die Aktie laut den Ausführungen der von der Beschwerdegegnerin beauftragten Sachverständigen am 14.12.2012 zuletzt an der Börse gehandelt wurde (Gutachten I S. 27), der tatsächliche Wert des Unternehmens zur damaligen Zeit zum Ausdruck kam, deutet dies nicht darauf hin, dass der errechnete Wert von 204,76 EUR pro Aktie zum 30.07.2014 zu gering wäre. Vielmehr ist ein erheblicher Wertrückgang nachvollziehbar, weil ein bedeutender Teil des Gesellschaftsvermögens zwischenzeitlich im Wege von Dividendenzahlungen an die Aktionäre ausgeschüttet wurde.
- 98 Ausweislich des Übertragungsberichts der Beschwerdegegnerin (dort S. 7), der insoweit in den Jahresabschlüssen der Gesellschaft für die Jahre 2012 bis 2014 seine Bestätigung findet (vgl. Anl. 5-7 zum Gutachten Vo), wurden zwischen der Einstellung des Börsenhandels und dem Bewertungsstichtag Dividenden für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 von insgesamt über 90 EUR pro Aktie an die Aktionäre ausgezahlt. Die zugrundeliegende Bilanzgewinne wurden jedoch nicht durch die Mieteinnahmen oder Zinseinkünfte, sondern im Wesentlichen durch den Verkauf von Finanzanlagen erzielt (vgl. hierzu die Jahresabschlüsse für die Jahre 2012 und 2013, Anl. 5 und 6 zum Gutachten Vo). So fand allein im ersten Halbjahr 2013 die Veräußerung der letzten durch die Gesellschaft gehaltenen 241.770 Aktien der He AG statt (Gutachten Vo S. 44 f.). Von den erzielten Erlösen wurde nur ein Teilbetrag als Darlehen zunächst an die S GmbH und später an die U ausgereicht. Ein gleichbleibender Unternehmenswert wäre danach eher überraschend (vgl. auch Gutachten Vo S. 147).
- 99 cc) Eine abweichende Bewertung ergibt sich auch nicht im Hinblick auf die Kaufofferten der Beschwerdegegnerin in den Jahren 2007 und 2012. Selbst wenn man ihnen einen indizierten Wert beimessen will, ist dieser jedenfalls durch den zwischenzeitlichen Zeitablauf und die wertbeeinflussenden Veränderungen auf Ebene der Gesellschaft überholt. Dies gilt insbesondere für die Offerte des Jahres 2007, die noch vor der globalen Finanzkrise erfolgte, welche - auch aus Sicht der Beschwerde - für das kreditfinanzierte Engagement der Gesellschaft in Aktien der He AG wirtschaftlich erheblich nachteilige Folgen mit sich brachte.
- III.
- 100 Der Senat hat gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 68 Abs. 3 Satz 2 FamFG von einer mündlichen Verhandlung abgesehen, weil die Beteiligten zu den durch die Beschwerde aufgeworfenen Fragen rechtliches Gehör hatten und von einer erneuten mündlichen Verhandlung keine zusätzlichen Erkenntnisse zu erwarten waren.
- 101 Die Kostenentscheidung beruht hinsichtlich der Kosten des gemeinsamen Vertreters auf § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG und im Übrigen auf § 15 SpruchG, der auch für das Beschwerdeverfahren gilt (vgl. BGH, Beschluss vom 13.12.2011 - II ZB 12/11, ZIP 2012, 266 Rn. 21 zu § 15 SpruchG a.F.). Nach § 15 Abs. 1 SpruchG sind die Gerichtskosten einem Antragssteller nicht schon bei bloßer Erfolglosigkeit seines Rechtsmittels, sondern nur im Ausnahmefall aufzuerlegen. Ein solcher kann anzunehmen sein, wenn das Rechtsmittel bei einer Beurteilung ex ante offensichtlich ohne Erfolgsaussichten war (BGH aaO Rn. 23 zum inhaltsgleichen § 15 Abs. 2 Abs. 2 Satz 2 Halbs. 1 SpruchG a.F.). So liegt der Fall hier nicht. In Anbetracht der Bestimmung der Barabfindung nach der bislang in der obergerichtlichen Rechtsprechung noch wenig behandelten NAV-Methode stand nicht von vornherein fest, dass die vom Landgericht festgesetzte Abfindungshöhe in jedem Fall

Bestand haben wird. Unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs entspricht es umgekehrt aber auch nicht der Billigkeit, der Beschwerdegegnerin die Kosten der Beschwerdeführer gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG aufzuerlegen. Eine Belastung der Beschwerdeführer mit den Kosten der Beschwerdegegnerin kommt nach § 15 SpruchG ohnehin nicht in Betracht (BGH aaO Rn. 11 ff.).

- 102 Die Voraussetzungen für die Zulassung der Rechtsbeschwerde nach § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 70 Abs. 2 Satz 1 FamFG liegen nicht vor.