

Aktenzeichen:

12 W 26/23

23 O 99/16 AktG LG Mannheim



Oberlandesgericht Karlsruhe

12. ZIVILSENAT

Beschluss

In Sachen

Gründe:

I.

Die Beteiligten streiten um die Höhe der angemessenen Barabfindung, die Minderheitsaktionären der Atevia AG mit Sitz in Karlsruhe-Durlach (im Folgenden: die Gesellschaft) für die zwangsweise Übertragung ihrer Anteile auf die Hauptaktionärin nach § 327a AktG zu gewähren ist.

Die zwölf Beschwerdeführer waren ebenso wie die übrigen Antragssteller Aktionäre der Gesellschaft, deren Grundkapital sich auf 23.735.569 € belief und in 23.735.569 nennwertlose Namensaktien eingeteilt war. Die Antrags- und Beschwerdegegnerin, welche die Gesellschaft gegründet hatte und dieselbe Geschäftsanschrift wie diese führte, war bei Einleitung des Verfahrens zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre mit 95,001% unmittelbar am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt. Der Beteiligte zu 25 ist der gemeinsame Vertreter, der den Minderheitsgesellschaftern, die nicht zugleich Antragsteller sind, zur Wahrung ihrer Rechte bestellt worden ist.

1. Die 1999 gegründete Gesellschaft, die zeitweilig als WEB.DE AG und Combots AG firmierte, betrieb ehemals ein bekanntes deutsches Internet-Portal und einen Telekommunikationsdienst. Nach Verkauf bzw. Aufgabe dieser Geschäftsbereiche konzentrierte sie sich zunächst auf die Beteiligung an technologieorientierten Unternehmen und ab 2012 auf die Verwaltung eigenen Vermögens. Von Februar 2000 bis Oktober 2012 waren ihre Aktien zum regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Anschließend wurden sie im Freiverkehr an der genannten sowie den Börsen Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart gehandelt.

Gegenstand des Unternehmens war zuletzt die Erbringung von Management-, Dienstleistungs- und Beratungsservices für Technologieunternehmen und Unternehmen, die an Technologieunternehmen beteiligt sind, sowie die Verwaltung und Verwertung eigenen Vermögens. Ihre Tätigkeit gliederte sie in die Geschäftsbereiche Immobilien, Vermögensverwaltung und Services. Im Rahmen des Geschäftsbereichs „Immobilien“ hielt sie Geschäftsanteile i.H.v. jeweils 94,8% an verschiedenen Tochtergesellschaften, die insgesamt sechs gemischt genutzte, sanierte Altbauobjekte in Augsburg, Ingolstadt, Ludwigsburg, München, Stuttgart sowie Würzburg erworben hatten und vermieteten. Der Geschäftsbereich „Vermögensverwaltung“ umfasste die - über professionelle Vermögensverwalter vorgenommene - Anlage von mehr als der Hälfte des Gesellschaftsvermögens in Wertpapieren, mitunter derivativen Finanzinstrumenten (zur wertmäßigen Absicherung gehaltener Aktien) und physischen Goldbeständen. Der Geschäftsbereich „Services“ beschrieb das operative Geschäft der Gesellschaft in Form von Management- und sonstigen Dienstleistungen für Drittunternehmen.

2. Im Februar 2016 verlangte die Beschwerdegegnerin vom Vorstand der Gesellschaft, die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um im Rahmen der nächsten ordentlichen Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung auf sie als Hauptaktionärin zu beschließen. Unter dem 04.05.2016 erstattete sie einen schriftlichen Übertragungsbericht (Anl. AG3, lose; im Folgenden: Übertragungsbericht) und legte die Barabfindung je Stückaktie auf 7,13 € fest.

Der Abfindungsbetrag entsprach dem Ergebnis einer gutachterlichen Stellungnahme der (im Folgenden: Bewertungsgutachter) bei vom 29.04.2016 (Anl. AG1, lose; im Folgenden: Gutachten die von der Beschwerdegegnerin eingeholt worden war. Grundlage der Bewertung waren u.a. Verkehrswertgutachten des Sachverständigen (im Folgenden auch: Gutachten), die alle von der Gesellschaft gehaltenen Immobilien bis auf das Anwesen in Würzburg erfassten. Jenes war von einer Tochtergesellschaft der Gesellschaft erst mit notariellem Kaufvertrag 23.12.2015 erworben worden. Der vom Landgericht zum sachverständigen Prüfer nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG bestellte Wirtschaftsprüfer billigte in seinem Bericht vom 06.05.2016 (Anl. AG2, lose; im Folgenden: Bericht) die festgelegte Barabfindung. Mit Stichtagserklärungen vom 23.06.2016 bestätigten die Bewertungsgutachter sowie der sachverständige Prüfer dass die festgelegte Barabfindung weiterhin angemessen sei (Anl. AG13 und AG14).

Auf dieser Grundlage beschloss die Hauptversammlung der Gesellschaft am 23.06.2016, die Aktien der Minderheitsaktionäre der Beschwerdegegnerin gegen Gewährung der von ihr festgelegten Barabfindung zu übertragen. Der Beschluss wurde am 25.08.2016 ins Handelsregister eingetragen; die Bekanntmachung der Eintragung erfolgte am gleichen Tag. Die Gesellschaft wurde mit Eintragung am 21.08.2023 formwechselnd in eine GmbH umgewandelt.

3. Die Antragsteller haben ein Spruchverfahren eingeleitet, um die Angemessenheit der festgelegten Abfindung, die sie als zu gering erachten, gerichtlich überprüfen zu lassen. Sie haben geltend gemacht, bei der Unternehmensbewertung könne auf das Net Asset Value-Verfahren (im Folgenden: NAV-Methode), das dem Gutachten zugrunde liege, grundsätzlich nicht, zumindest aber nicht allein abgestellt werden, weil es ausschließlich auf rein vermögensverwaltende Gesellschaften anwendbar sei. Der Ansatz bilde den Wert des Geschäftsbereichs Services nicht ab, der im Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2015 rund 20% der Umsatzerlöse erwirtschaftet habe und als operatives Dienstleistungsgeschäft nach dem Ertragswertverfahren hätte bestimmt werden müssen. Eine bloße Verrechnung dieser Umsätze mit den Verwaltungskosten sei unzureichend, weil die operative Tätigkeit der Gesellschaft mit den

Verwaltungskosten der Immobilien in keinem Zusammenhang stehe und die Umsätze nicht zukunftsbezogen ermittelt worden seien.

Die Bewertung nach der NAV-Methode sei zudem fehlerhaft erfolgt. Ein Barwert der Verwaltungskosten von 30 Mio. € sei für einen Vermögensverwalter, als der die Gesellschaft behandelt worden sei, deutlich überhöht, zumal davon auszugehen sei, dass die Kosten bereits bei der Ermittlung der Grundstückswerte berücksichtigt worden seien. Der Kapitalisierungszinssatz sei zu hoch angesetzt worden. Der Wertansatz für die Immobilien sei nicht nachvollziehbar, nachdem die Gutachten nicht offengelegt worden seien. Diese seien nicht geheimhaltungsbedürftig; jedenfalls übersteige das Interesse der Antragsteller an Einsichtnahme das der Gesellschaft an Geheimhaltung. Es sei angesichts der Preisentwicklung unplausibel, dass der Gesamtwert der ermittelten Verkehrswerte nur leicht über der Summe der Buchwerte liege. Bei den Wertpapier- und Edelmetallbeständen sei auf Kurse vom 31.03.2016 abgestellt worden; maßgebend sei indes der Wert am 23.06.2016. Schließlich hätten die hohen steuerlichen Verlustvorträge der Gesellschaft wertmäßig Berücksichtigung finden müssen.

Der gemeinsame Vertreter hat ergänzt, bei einer vermögensverwaltenden Gesellschaft, die in relativ ertragsschwache Vermögenswerte investiert habe, sei der Liquidationswert als Untergrenze zu berücksichtigen. Bei diesem spielten auch die steuerlichen Verlustvorträge der Gesellschaft eine Rolle. Ein Eingriff in die Entscheidungsmacht des Unternehmers liege darin nicht.

4. Die Antragsgegnerin hat dem Landgericht die Gutachten in Kopie als Anlage AG10 (lose) mit dem Antrag vorgelegt, diese den Antragstellern nicht zugänglich zu machen, und die Abfindungshöhe verteidigt, die laut ihrem Vortrag deutlich über dem durchschnittlichen Dreimonatsbörsenkurs am 16.02.2016 und dem überschlägigen Anteilswert nach dem Ertragswertverfahren liege. Die Anwendung der NAV-Methode sei besonders für die Ermittlung des Verkehrswerts von Gesellschaften geeignet, die sich vorwiegend als Vermögensverwalter betätigten, und daher nicht zu beanstanden. Die Umsatzerlöse des Servicegeschäfts, auf das 2015 nur noch 13,4% der Gesamtleistung entfallen und für das keine Zukunftsplanung vorgenommen worden sei, deckten nicht die gesamten Verwaltungskosten ab und hätten bei der Bewertung insofern Berücksichtigung gefunden, als sie bei der Rückstellung für künftige Verwaltungskosten aufwandsmindernd angesetzt worden seien. Eine gesonderte Bewertung der Sparte sei nicht erforderlich.

Der Verwaltungskostenbarwert, der im Gutachten mit 12,387 Mio. € angesetzt worden sei, sei nicht überhöht. Vielmehr liege der zugrundeliegende Kostenansatz unter dem Niveau dessen, was die Gesellschaft in der Vergangenheit an Verwaltungskosten zu tragen gehabt habe. Eine

mehrfache Berücksichtigung derselben Kostenbestandteile sei nicht erfolgt. Die Einwendungen zum Kapitalisierungszinssatz gingen an der Sache vorbei, weil dieser nur zur Ermittlung des Verwaltungskostenbarwerts herangezogen worden sei und seine Verringerung zu einer Erhöhung des negativen Barwerts führe. Bei der Bewertung der Immobilien sei nicht von ihrer Veräußerung (nebst negativen Besteuerungsfolgen), sondern von der langfristigen Bewirtschaftung auszugehen. Die geringe Differenz zwischen Buch- und Verkehrswerten resultiere daraus, dass die Objekte relativ kurz vor dem Stichtag erworben worden und die Erwerbsnebenkosten bei der Bilanzierung aktiviert worden seien. Die Preisentwicklung am Immobilienmarkt habe der Sachverständige in seinen Gutachten berücksichtigt. Diese Gutachten seien den Antragstellern nicht auszuhändigen, weil sie Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse der Gesellschaft sowie der jeweiligen Mieter enthielten, hinter deren Geheimhaltungsinteresse das Interesse der Antragsteller zurücktrete, sich zu den Gutachten äußern zu können. Für die Wertpapier- und Edelmetallbestände sowie die übrigen Bewertungspositionen habe im Rahmen von Stichtagserklärungen der Bewertungsgutachter sowie des sachverständigen Prüfers vom 23.06.2016 (Anl. AG13 und AG14, lose) eine Aktualisierung stattgefunden, die rechnerisch zu einem geringfügig höheren Anteilswert von 7,17 € geführt und insoweit keine Anpassung der Barabfindung veranlasst habe. Die steuerlichen Verlustvorträge seien bei der Bestimmung des NAV nicht zu berücksichtigen, weil sie nach der Wertung des § 8c KStG weder verkehrsfähig noch in Anbetracht der steuerlichen Situation der Gesellschaft nutzbar seien. Der Liquidationswert der Gesellschaft sei nicht zu berücksichtigen, weil die wirtschaftlich vernünftige Entscheidung zur Fortführung der Gesellschaft zu respektieren sei. Im Übrigen sei der gerichtliche Sachverständige von einem überhöhten Liquidationswert ausgegangen.

5. Das Landgericht hat die Möglichkeit zur Einsichtnahme in die vorgelegten Gutachten (Anl. AG10) ausschließlich dem gemeinsamen Vertreter eröffnet. Nach Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens des

vom 27.12.2019 (lose; im Folgenden: Gutachten) nebst ergänzender Stellungnahme vom 31.10.2022 (GA I 829; sog. „Tischvorlage“) und Anhörung des Sachverständigen (Sitzungsprotokoll vom 24.11.2022, GA I 817) hat es die Anträge auf gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Barabfindung zurückgewiesen. Zur Begründung hat es ausgeführt, die gewährte Abfindung sei angemessen.

Die Auswahl der NAV-Methode zur Bewertung der Gesellschaft sei nicht zu beanstanden. Es handele sich um ein geeignetes und anerkanntes Bewertungsverfahren, das die besonderen Schwierigkeiten vermeide, die sich bei Anwendung des Ertragswertverfahrens auf vermögens-, insbesondere immobilienverwaltende Gesellschaften ergäben. Zwar handele es sich hier um keine rein vermögensverwaltende Gesellschaft; aufgrund ihres Schwerpunkts sowie des stetigen

Rückgangs in der Geschäftssparte Services genüge es insoweit aber, die NAV-Methode zu erweitern, indem ein gesonderter Wertbeitrag des operativen Geschäfts berücksichtigt werde. Ein Verstoß gegen die Regeln des Bewertungsstandards IDW S1 liege darin nicht.

Die über Tochtergesellschaften gehaltenen Immobilien (inklusive der gesondert bilanzierten technischen Anlagen) seien auf Grundlage des Gutachtens nach dem Ertragswertverfahren zum 23.06.2016 mit 54,5 Mio. € zu bewerten und für die Beteiligung der externen Gesellschafter an den jeweiligen Besitzgesellschaften ein Ausgleichsposten von 1,105 Mio. € zu bilden. Nachdem die Immobilien vom Sachverständigen auf Grundlage der tatsächlichen Verhältnisse selbst bewertet worden seien, habe kein Anlass bestanden, den Antragstellern die Gutachten zur Verfügung zu stellen. Der Verkehrswert des Wertpapier- und Edelmetallbestands entspreche der Bewertung im Gutachten die auf den 23.06.2016 aktualisiert und vom Sachverständigen als angemessen angesehen worden sei. Für aktive latente Steuern auf steuerliche Verlustvorträge erfolge kein Ansatz, weil Letztere nicht selbständig verkehrsfähig seien, ein Dritter ihnen keinen Wert zumesse und der NAV nach den Ausführungen des Sachverständigen konzeptionell von der Fortführung des Unternehmens ausgehe, bei der keine stillen Reserven aufgedeckt würden. Dem Geschäftsbereich Services sei kein eigener Wert zuzuerkennen, weil sich in den Jahren 2013 bis 2015 jeweils deutlich negative Erfolgsbeiträge ergeben hätten. Die anteilige Kostentragung sei bei der Ermittlung der künftigen Verwaltungskosten insoweit zu berücksichtigen, als nur die für die Fortführung als vermögensverwaltende Gesellschaft notwendigen Kostenbestandteile anzusetzen seien.

Der Barwert der künftigen Verwaltungskosten betrage 12,162 Mio. €. Im Ausgangspunkt sei der Wert entsprechend den Ausführungen des Sachverständigen auf 17,6 Mio. € festzulegen. Bei der Herleitung der angemessenen jährlichen Verwaltungskosten sei auf die Geschäftsjahre 2013 bis 2015 abzustellen, in denen die Verwaltungskosten zwischen 2,684 und 2,802 Mio. € gelegen hätten. Hiervon seien die Umsatzerlöse aus dem Geschäftsbereich Services abzusetzen, so dass Nettokosten von im Mittel 2,268 Mio. € verblieben. Allerdings sei es sachgerecht, nur die Kosten für ein Vorstandsmitglied einzubeziehen. Unter der Prämisse, dass die Gesellschaft kein Servicegeschäft mehr erbringe, nachdem sich die Umsatzzahlen aus diesem Bereich seit Jahren rückläufig entwickelt hätten und vor dem Stichtag ein umsatzstarker Kunde weggefallen sei, seien keine drei Vorstandsposten erforderlich. In der Folge reduzierten sich weitere Kostenpositionen (u.a. Raumkosten, Kosten für Business Organisation). Danach seien jährliche Verwaltungskosten in einer Bandbreite von 1 Mio. € bis 1,2 Mio. € vertretbar. Bei der Diskontierung sei ein risikoloser Basiszinssatz von 1% sowie ein Betafaktor von 1 angemessen. Die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern könne in einer Bandbreite von 5,5% bis 7% als

sachgerecht angesehen werden. Der konkrete Barwert ergebe sich in der Folge aus einer Sensitivitätsbetrachtung des Sachverständigen. Dem Einwand einiger Antragsteller, der Kapitalisierungszinssatz sei geringer anzusetzen, sei nicht zu folgen. Die Reduzierung von Marktrisikoprämie und Betafaktor würden den Wert der Verwaltungskosten erhöhen bzw. der Gesellschaft schmälern.

Der so ermittelte Barwert sei noch um einen Steuervorteil zu reduzieren. Der Sachverständige habe es als aus ökonomischer Sicht naheliegend bezeichnet, bei den Verwaltungskosten gegenläufige Effekte aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit dieser Kosten in das Kalkül einzubeziehen. Zwar sei dem Sachverständigen prinzipiell zuzustimmen, dass insoweit auch die Verlustvorträge zu berücksichtigen seien, die den steuerlichen Effekt der Abzugsfähigkeit der Kosten aufheben könnten. Ein solches Ergebnis erschiene aber ökonomisch nicht sinnvoll, weil der NAV einer Gesellschaft mit Verlustvorträgen dann geringer wäre als ohne solche. Dem könne man nur entgegen, indem der mit den Verwaltungskosten verbundene Steuervorteil, der 5,488 Mio. € betrage, in voller Höhe angesetzt werde. Würde man zunächst die steuerlichen Verlustvorträge aufbrauchen und dann die Steuergutschrift in Ansatz bringen, müsste der Barwert der Verwaltungskosten zwischen 12,162 Mio. € und 17,6 Mio. € liegen.

Danach ergebe sich ein Verkehrswert von 177,873 Mio. €, der einem Wert je Aktie von 7,49 € entspreche. Eine Anpassung aufgrund des Börsenwerts vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme habe nicht zu erfolgen. Der Liquidationswert, den der Sachverständige mit 184,35 Mio. € ermittelt habe, könne nicht als Untergrenze herangezogen werden, wenn eine Fortführung des Unternehmens beabsichtigt und die künftigen Erfolgsaussichten nicht dauerhaft negativ seien. Hinzukomme, dass die Gesellschaft hier auch operativ tätig gewesen und bei der Prüfung der Barabfindung unternehmerische Entscheidungen grundsätzlich nicht zu prüfen seien. Die Besonderheiten der Gesellschaft und die Abweichung zum NAV führten zu keinem anderen Ergebnis, wobei die berechtigten Einwendungen der Beschwerdegegnerin gegen den vom Sachverständigen ermittelten Liquidationswert noch nicht berücksichtigt seien.

Obwohl der Anteilswert danach 7,49 € betrage und damit um 5,05% über der festgelegten Barabfindung liege, sei deren Erhöhung nicht geboten. Aufgrund der Unsicherheiten, die bei der Berücksichtigung des Steuervorteils im Rahmen der Ermittlung des Verwaltungskostenbarwerts lägen, sei die Abweichung nicht hinreichend, um sie nicht mehr als innerhalb der Bandbreite der angemessenen Abfindung liegend anzusehen. Auch bei Zugrundelegung des Liquidationswerts wäre es nicht anders, weil eine Abweichung von unter 10% als noch geringfügig erachtet werde.

6. Gegen diesen Beschluss haben die Antragsteller zu 1 bis 3, 6 bis 9 und 17 bis 21 Beschwerde eingelegt, mit der sie ihr Erhöhungsbegehren weiterverfolgen. Sie wenden sich weiterhin gegen

die Heranziehung der NAV-Methode, die fehlende Zurverfügungstellung der Gutachten die ihres Erachtens mangelnde Ermittlung der Börsenkurse für den Wertpapierbestand zum Bewertungsstichtag, die Höhe der in Ansatz gebrachten Verwaltungskosten sowie die Nichtberücksichtigung des Liquidationswerts als Untergrenze. Letzterer dürfe hier nicht ausgeblendet werden, weil sich die Gesellschaft ganz überwiegend zu einer Vermögensverwaltung vergleichbar einem Fonds entwickelt habe, dessen Vermögen umschicht- und damit liquidierbar sei.

Überdies rügen sie die mangelnde Anhebung der festgelegten Barabfindung durch das Landgericht trotz Ermittlung eines höheren Anteilswerts als fehlerhaft. Eine Bagatellgrenze verstoße gegen Art. 14 GG, weil sie dazu führe, dass den ausscheidenden Aktionären ein voller Vermögensausgleich vorenthalten werde. Überdies zeige sich in der uneinheitlichen Bestimmung des Grenzwerts der Willkürcharakter dieser Beschränkung. In Wirklichkeit handele es sich um eine unzulässige Doppelung der in Analogie zu § 287 ZPO vorgenommenen Schätzung. Im Übrigen sei selbst bei Zugrundelegung der sog. Bagatellrechtsprechung eine Fehlbewertung von über 5% nicht mehr als geringfügige Abweichung zu tolerieren.

Die Antragstellerin zu 18 verteidigt die Bewertung des Landgerichts insoweit, als es bei der Ermittlung der Verwaltungskosten von einer Einstellung des operativen Geschäfts ausgegangen ist und die steuerliche Abzugsfähigkeit dieser Kosten berücksichtigt hat. Sei ein Unternehmen in derart unterschiedliche Sparten aufgeteilt wie hier, müsse eine Teilliquidation oder Geschäftseinstellung für einzelne Sparten in Betracht gezogen werden, für die ein gegenüber dem Ertragswert höherer Liquidationswert ermittelt worden sei. Hier sei die Liquidationsfiktion heranzuziehen, weil die Fortführung des operativen Geschäfts unvertretbar sei. Bei der Bewertung der Verwaltungskosten dürften die steuerlichen Effekte nicht zu Lasten der Barabfindung ausgeblendet werden. Demgegenüber bedürfe die Bewertung der Vermögensgegenstände keiner steuerlichen Modifikation, weil der NAV nicht deren Veräußerung fingiere, bei der Immobilienbewertung der Steuereffekt bereits im Liegenschaftszins einkalkuliert sei, bei der Ermittlung des NAV keine persönlichen Steuern Berücksichtigung fänden, die Vermögenswerte zeitpunktbezogen, die Verwaltungskosten hingegen zeitraumbezogen betrachtet würden und die am Markt beobachteten Kaufpreise auf eine Nachsteuer-Renditeforderung abstellten. Allerdings sei bei der Kapitalisierung der Verwaltungskosten ein Wachstumsabschlag nicht anzusetzen, der von seiner Funktion hier nicht passe.

Der gemeinsame Vertreter unterstützt die Argumentation der Beschwerdeführer in Teilen und hält es für nicht angemessen, Steuereffekte bei der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen. Den Verlustvorträgen komme wertbestimmender Einfluss zu. Die steuerliche Abzugsfähigkeit von Verwaltungskosten spiele für die Mieteinkünfte eine Rolle.

7. Die Antragsgegnerin ist der Beschwerde entgegengetreten und verteidigt die angefochtene Entscheidung. Ergänzend führt sie aus, es sei nicht zu beanstanden, wenn in Spruchverfahren eine gewisse Bandbreite von Werten als angemessen erachtet und in diesem Rahmen eine gerichtliche Anpassung der Barabfindung nicht vorgenommen werde. Auch wenn man sich bei der Bestimmung einer nur geringfügigen Abweichung an einem Wert von rund 5% orientieren wollte, läge eine relevante Abweichung hier nicht vor. So sei der vom Landgericht vorgenommene Abzug von Gewerbe- und Körperschaftsteuer bei den Verwaltungskosten nicht vertretbar und erscheine in seiner konkreten Höhe fiktiv. Die konkrete steuerliche Situation der Gesellschaft stehe sowohl einer Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen als auch einer Steuererstattung aufgrund von Verwaltungskosten entgegen. Ziehe man die vom Sachverständigen ermittelten Verwaltungskosten heran, ergebe sich keine Abweichung von mehr als 5%. Auch habe das Landgericht nicht berücksichtigt, dass der Barwert der Verwaltungskosten nach seiner Auffassung zwischen den von ihm und dem Sachverständigen ermittelten Werten anzusiedeln sei. Der Willkürvorwurf der Beschwerdeführer sei verfehlt.

8. Das Landgericht hat der Beschwerde mit Beschluss vom 07.09.2023 (GA I 971) nicht abgeholfen und die Akten dem Senat zur Entscheidung vorgelegt.

II.

Die zulässigen Beschwerden haben in der Sache keinen Erfolg.

1. Die nach § 12 Abs. 1 Satz 1 SpruchG statthaften Rechtsmittel sind jeweils form- sowie fristgerecht eingelegt worden und auch im Übrigen zulässig. Insbesondere übersteigt der Beschwerdegegenstand die Mindestbeschwer von 600 € gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 61 Abs. 1 FamFG.

Die Beschwer 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 Beschwer aller Beschwerdeführer zusammenzurechnen, weil sich ihr Rechtsmittel gegen dieselbe Entscheidung richtet und das gleiche Rechtsschutzziel verfolgt (BGH aaO Rn. 24 m.w.N.). Die Beschwerdeführer vereinigten auf sich ausweislich der von ihnen vorgelegten Nachweise insgesamt 11.521 Aktien (Antragsteller zu 1: 10.000 Stück, GA I 16; zu 2: 50 Stück, GA I 28; zu 3: 30 Stück, GA I 29; zu 6: 15 Stück, GA I 214; zu 7: 10 Stück, GA I 215; zu 8: 10 Stück, GA I 209; zu 9: 5 Stück, GA I 210; zu 17: 1 Stück, GA I 229; zu 18: 500 Stück, GA I 230; zu 19: 300 Stück, GA I 231; zu 20: 300 Stück, GA I 232; zu 21: 300 Stück, GA I 239). Damit führt bereits eine Erhöhung der Abfindung um 0,06 € pro Aktie zu einer Beschwer über

600 €. Das Ziel einer Erhöhung über diesen Betrag hinaus ist dem Beschwerdevorbringen hinreichend nachvollziehbar zu entnehmen. So führte bereits die Nichtanwendung der vom Landgericht herangezogenen Bagatellgrenze - den Ansatz des Landgerichts im Übrigen als richtig unterstellt - zu einer Erhöhung der Barabfindung pro Aktie im zweistelligen Centbereich.

2. Die Beschwerden sind aber nicht begründet. Das Landgericht ist im Ergebnis zu Recht davon ausgegangen, dass die von der Beschwerdegegnerin festgelegte Barabfindung für die am 23.03.2016 beschlossene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft nicht zu erhöhen ist.

a) Die Anwendung der NAV-Methode zur Bestimmung des für die Bemessung der Barabfindung maßgeblichen Unternehmenswerts begegnet keinen durchgreifenden Bedenken.

aa) Die vom Hauptaktionär zu leistende Barabfindung ist nur dann angemessen i.S. des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG, 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.).

Zwar ist die Ertragswertmethode bei einem werbenden Unternehmen grundsätzlich geeignet, um eine solche Schätzung vorzunehmen. Das schließt es aber nicht aus, nach den konkreten Umständen des Einzelfalls eine andere Methode zur näherungsweise 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).

bb) Nach dieser Maßgabe ist die Heranziehung der NAV-Methode hier nicht zu beanstanden.

Bei der NAV-Methode handelt es sich um ein allgemein anerkanntes und in der Praxis gebräuchliches Verfahren zur Bewertung von vermögensverwaltenden oder Immobiliengesellschaften (Senatsbeschluss vom 25.05.2020 - 12 W 17/19, AG 2020, 755 [juris Rn. 43] m.w.N.; BayObLG, Beschluss vom 18.05.2022 - 101 ZBR 97/20, juris Rn. 42). In Form des Nettoinventarwerts hat es u.a. bei der Bewertung offener inländischer Publikumsinvestmentvermögen gesetzgeberische Anerkennung gefunden (Selkinski in

Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB 3. Aufl. § 168 Rn. 9, 13; Hornschu/Neuf/Bunge/Weizmann in Emde/Dornseifer/Dreibus, KAGB 3. Aufl. § 168 Rn. 6, 10, 14).

Die Unternehmensstruktur der Gesellschaft lässt die Methode für den konkreten Bewertungszweck geeignet und gegenüber dem Ertragswertverfahren als vorzugswürdig erscheinen. Nach den Feststellungen des Sachverständigen die insoweit mit dem Gutachten (dort S. 7) und dem Bericht des sachverständigen Prüfers (dort S. 9) übereinstimmen, lag der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit deutlich auf der Verwaltung eigenen Vermögens, der zwei der insgesamt drei Geschäftsbereiche zuzurechnen sind. Dementsprechend hatte sie mehr als 85% des Gesellschaftsvermögens in Immobilien (ca. 25%), Wertpapiere (ca. 50%) und Gold (ca. 10%) investiert (Gutachten S. 13). Weitere 10% waren in liquiden Mitteln vorhanden (Gutachten S. 15). Ein entsprechendes Bild bot die Umsatzentwicklung: Der bloße Anteil der Vermietungsumsätze war in den Jahren vor der Strukturmaßnahme kontinuierlich derart angewachsen, dass er im Geschäftsjahr 2015 mehr als 85% der gesamten Umsatzerlöse ausmachte (Gutachten S. 20).

Die Bewertung der danach alles dominierenden vermögensverwaltenden Tätigkeit der Gesellschaft anhand des Ertragswertverfahrens begegnet - wie das Landgericht zutreffend erkannt hat - erheblichen Problemen. So lässt sich im Rahmen der notwendigen Ertragsprognose das Ergebnis der Veräußerung von Kapitalanlagen, die im Rahmen der Vermögensverwaltung der Üblichkeit entspricht, weder hinsichtlich der Höhe noch hinsichtlich des Zeitpunkts hinreichend verlässlich vorhersagen (vgl. Senatsbeschluss vom 25.05.2020 aaO Rn. 45 m.w.N.). Dies gilt hier in besonderem Maße, weil die Gesellschaft erhebliche Mittel in Gold investiert hatte, das keine laufenden Erträge generiert, sondern erst mit dem Verkauf zu einem - ggfs. auch negativen - Ergebnisbeitrag führt (Gutachten S. 29). Das damit einhergehende erhebliche Risiko von Fehlbewertungen stellt sich bei Anwendung der NAV-Methode nicht.

Zwar hat diese Methode den Nachteil, Verbundvorteile eines Unternehmens im Rahmen der Bewertung nicht abzubilden (vgl. Senatsbeschluss vom 25.05.2020 aaO Rn. 46 m.w.N.). Dass solche hier in nennenswertem Umfang bestanden hätten, ist indessen weder dargetan noch ersichtlich. So erfolgte die Verwaltung der Immobilien, des Wertpapiervermögens und der Edelmetallbestände weitgehend unabhängig voneinander, zudem größtenteils unter Einsatz externer Dienstleister. Synergieeffekte durch das Zusammenwirken von materiellen und immateriellen Werten haben die Bewertungsgutachter ausgeschlossen (Gutachten S. 8). Damit in Einklang hat der Sachverständige ausgeführt, das Zusammenwirken verschiedener Kapitalanlagen gehe bei vermögensverwaltenden Gesellschaften typischerweise nicht über eine reine Risikodiversifikation hinaus und führe dementsprechend nicht zu einem Mehrwert (Gutachten S. 27 f.).

Eine abweichende Beurteilung ist nicht deshalb veranlasst, weil die Gesellschaft neben ihrer vermögensverwaltenden Kerntätigkeit auch über einen operativen Geschäftszweig verfügte. Vielmehr kann die NAV-Methode als geeigneter Bewertungsansatz schon dann in Betracht kommen, wenn das Hauptgeschäftsfeld eines Unternehmens die Vermögensverwaltung ist. Dies gilt vor allem dann, wenn das Investment- gegenüber dem operativen Geschäft deutlich im Vordergrund steht (vgl. OLG Frankfurt, AG 2021, 275 [juris Rn. 20]; OLG München, AG 2019, 401 [juris Rn. 36]; dass.; Beschluss vom 30.07.2018 - 31 Wx 122/16, juris Rn. 23). So liegt der Fall hier. Das Servicesegment hatte im Vergleich zu den anderen beiden Geschäftsbereichen einen vergleichsweise geringen Umfang, mit dem - ausweislich der überzeugenden und insoweit von keinem Beteiligten in Frage gestellten Ausführungen des Sachverständigen - in den drei Jahren vor der Strukturmaßnahme kein positives Ergebnis erwirtschaftet wurde (vgl. Gutachten S. 128 f.). Das heißt nicht, dass diese Sparte, die sich durch reine Anwendung der NAV-Methode nicht abbilden lässt, weil sie in der Bewertung der Vermögensgegenstände keinen Niederschlag findet, gänzlich zu vernachlässigen wäre; vielmehr ist eine Anpassung des Bewertungsverfahrens auf den konkreten Einzelfall erforderlich, aber auch ausreichend, um die Auswirkungen des operativen Geschäfts auf den Unternehmenswert zu erfassen (vgl. Gutachten S. 37; OLG Frankfurt aaO Rn. 21).

b) Die Bestimmung des Unternehmenswerts anhand der NAV-Methode, die das Landgericht mit sachverständiger Hilfe vorgenommen hat, bedarf bis auf eine wesentliche Anpassung der Verwaltungskostenbewertung keiner Korrektur. Nach der Änderung ergibt sich ein NAV der Gesellschaft, der unter dem von den Bewertungsgutachtern ermittelten Wert liegt und damit keine Anhebung der festgelegten Barabfindung rechtfertigt.

aa) Es bestehen keine durchgreifenden Bedenken dagegen, dass das Landgericht den Immobilienbestand auf Grundlage des Gutachtens des Sachverständigen beurteilt und sich dabei seiner Bewertung angeschlossen hat.

(1) Dabei kann dahinstehen, ob den Antragstellern in erster Instanz die Einsicht in die Immobiliengutachten zu Recht verwehrt worden ist. Denn jedenfalls hat sich die mangelnde Möglichkeit der Kenntnisnahme im Ergebnis nicht ausgewirkt, weil das Landgericht den Inhalt dieser Gutachten nicht zum Nachteil der Antragsteller verwertet hat. Die angefochtene Entscheidung beruht nicht auf den Ausführungen des Privatsachverständigen sondern der selbständigen Immobilienbewertung durch den Sachverständigen

Dessen Ausführungen beschränken sich weder auf eine bloße Bezugnahme auf die fraglichen Immobiliengutachten noch - anders als das Gutachten (dort S. 20) - auf eine Wiedergabe von deren Ergebnissen; vielmehr enthält das Gutachten wie das Landgericht zutreffend

erkannt hat, eine eigenständige Neubewertung des gesamten Immobilienbestands in ausschließlicher Anwendung des Ertragswertverfahrens. Die Anknüpfungstatsachen dieser Bewertung ergeben sich aus dem Gutachten selbst. Zwar liegen der selbständigen Ertragswertberechnung für die fünf Immobilien in Augsburg, Ingolstadt, Ludwigsburg, München und Stuttgart u.a. dieselben Angaben zur Miethöhe zugrunde wie den Gutachten indem der Sachverständige diese Daten aber im Einzelnen auswies (vgl. Gutachten S. 51, 55, 62, 67) und das Landgericht diese Ausführungen den Antragstellern übermittelte, wurde jenen die Möglichkeit zur Stellungnahme eröffnet, die zuvor nicht bestand. Dass das Landgericht bei seiner Entscheidung darüber hinaus Daten oder Ergebnisse aus den Gutachten verwertet hätte, die sich nicht im Gutachten fänden, ist weder eingewandt worden noch ersichtlich. Der bloße Umstand, dass mit den Gutachten eine zusätzliche Bewertung vorlag, von deren Inhalt die Antragsteller nicht unmittelbar Kenntnis nehmen konnten, begründet keine Verletzung ihres Rechts auf rechtliches Gehör; denn die Antragsteller haben keinen Anspruch auf Kenntnis jedweder von der Antragsgegnerin veranlassten Bewertung, die nicht Grundlage der gerichtlichen Entscheidung geworden ist.

(2) Soweit sich die Antragsteller in erster Instanz noch gegen die Bewertung des Sachverständigen selbst gewandt haben, wird zur Vermeidung von Wiederholungen auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts verwiesen, denen die Beschwerdeführer insoweit nichts entgegensetzen. Dass die vom Landgericht übernommenen Verkehrswerte der bebauten Grundstücke nicht noch deutlicher über den Buchwerten in der Zwischenbilanz der Gesellschaft zum 31.03.2016 lagen (vgl. Gutachten S. 100 und Gutachten S. 19), erscheint im Hinblick auf die in den Buchwerten enthaltenen Erwerbsnebenkosten, die im Ertragswert der Objekte keinen Niederschlag finden, und die - teils sehr - überschaubare Zeitspanne zwischen Anschaffung und Bewertungsstichtag nachvollziehbar. Dies gilt in besonderer Weise für das mit einem Büro- und Verwaltungsgebäude bebaute Anwesen in Würzburg, das erst am 23.12.2015 und damit nur ein halbes Jahr vor dem Bewertungsstichtag erworben worden war. Dass dieses vom Sachverständigen zum Buchwert in seine Bewertung einbezogen worden ist, erscheint insofern für die Antragsteller eher entgegenkommend, als nichts darauf hindeutet, dass der Kaufpreis unter dem Ertragswert lag und binnen eines halben Jahres eine erhebliche Wertsteigerung eingetreten wäre.

bb) Es ist gleichfalls nicht zu beanstanden, dass das Landgericht hinsichtlich des Wertpapier- und Goldbestands dem Ansatz der Bewertungsgutachter gefolgt ist.

(1) Anders als die Beschwerdeführer zu 17 und 19-21 mutmaßen, ist eine Wertermittlung der Wertpapiere zum 23.06.2016 erfolgt. Ausweislich des Gutachtens (dort S. 21), das insoweit vom Bericht gestützt wird (dort S. 27), erfolgte die Bewertung zunächst anhand von

Kurswerten zum 31.03.2016, die von den Bewertungsgutachtern später auf den Bewertungsstichtag des 23.06.2016 aktualisiert wurden (vgl. Gutachten S. 101; Stichtagserklärung der Bewertungsgutachter vom 23.06.2016, S. 2, sowie des sachverständigen Prüfers vom 23.06.2016, S. 2, Anl. AG13 und AG14). Danach war ein verhältnismäßig geringfügiger Wertrückgang zu verzeichnen (Gutachten aaO Übersicht re. Spalte).

In der Folge hat der Sachverständige den Bestand von ca. 200 verschiedenen Einzeltiteln mit Hilfe von Konten- und Depotauszügen der vier mit der Wertpapierverwaltung insofern betrauten Banken nachvollzogen und die vorgenommene Bewertung stichprobenartig anhand von Kursdaten des Informationsdiensts Bloomberg kontrolliert, ohne erhebliche Abweichungen festzustellen (Gutachten S. 101). Vielmehr kam der Sachverständige bei seiner von vornherein auf den 23.06.2016 ausgerichteten Kontrollbewertung zu einem etwas geringeren Gesamtwert (Gutachten S. 102).

(2) Entsprechendes gilt für die Bewertung des Edelmetallbestands. Auch hier fand seitens der Bewertungsgutachter eine vom sachverständigen Prüfer gebilligte Bewertung anhand des Goldkurses zum 31.03.2016 statt (Gutachten S. 21; Bericht S. 27), die in einem zweiten Schritt zum 23.06.2016 aktualisiert wurde. Dabei wurde ein Wertanstieg um 774.000 € festgestellt (vgl. Gutachten S. 133 re. Spalte). Auch diese Bewertung hat der Sachverständige anhand von Kursdaten des Informationsdiensts Bloomberg nachvollzogen und ist dabei wiederum zu einem geringeren Wert am Stichtag gelangt (Gutachten S. 104).

(3) Für beide Positionen hat der Sachverständige bei seiner Ermittlung des NAV die für die Antragsteller günstigeren, gleichfalls plausiblen Wertansätze der Bewertungsgutachter zugrunde gelegt (vgl. Gutachten S. 135), die in der Folge auch vom Landgericht übernommen worden sind. Eine Rechtsverletzung zum Nachteil der Beschwerdeführer ist insoweit nicht ersichtlich.

cc) Es überzeugt, dass das Landgericht dem Servicegeschäft der Gesellschaft keinen gesonderten Vermögenswert beigemessen hat.

Dies folgt indessen entgegen der Annahme der Bewertungsgutachter und der Beschwerdegegnerin nicht daraus, dass die Umsatzerlöse nicht die Personalaufwendungen oder gar die Verwaltungskosten der Gesellschaft in ihrer Gesamthöhe überstiegen (Gutachten S. 23); denn diese (Gesamt-)Kosten sind nicht in voller Höhe dem operativen Geschäft zuzurechnen. Setzte man sich hierüber hinweg, wäre auch profitablen Geschäftsbereichen, die nicht die Gesamtverwaltungskosten einer Gesellschaft deckten, kein Vermögenswert

beizumessen. Dies würde auch im Rahmen der Bewertung nach der NAV-Methode nicht überzeugen, bei der es sich um eine lediglich modifizierte Ertragsbewertung handelt (BayObLG, AG 2023, 896 [juris Rn. 51 f.]; Gutachten S. 30).

Entscheidend ist vielmehr, dass der Geschäftsbereich nicht profitabel war, so dass aus der operativen Geschäftstätigkeit kein positiver Wertbeitrag erzielt wurde (Gutachten S. 128; Protokoll der Anhörung des Sachverständigen durch das Landgericht vom 24.11.2022, GA I 817, dort S. 5). Nachdem keine Anhaltspunkte vorgelegen hatten, die auf eine Änderung dieses Umstands in Zukunft hindeuteten, vielmehr eine Umkehr der für den Zeitraum von 2013 bis 2015 festgestellten negativen Umsatzentwicklung nicht zu erwarten war (so die ergänzende Stellungnahme vom 31.10.2022 S. 7), hätte die Bewertung des Geschäftsbereichs nach dem Ertragswertverfahren keinen positiven Wert erbracht (Protokoll des Landgerichts Mannheim vom 24.11.2022 aaO). Dass einem operativen Geschäft, das für sich genommen auf Dauer nicht kostendeckend, sondern lediglich darauf ausgelegt ist, einen Teil der bestehenden Kosten zu decken, kein messbarer Vermögenswert zukommt, ist nachzuvollziehen.

dd) Ferner begegnet es keinen Bedenken, dass das Landgericht die steuerlichen Verlustvorträge der Gesellschaft bei der Bewertung der Vermögenswerte der Gesellschaft weder als „aktive latente Steuern“ noch auf anderem Wege berücksichtigt hat.

Die Verlustvorträge haben keinen Verkehrswert, weil sie nicht zwecks Fremdnutzung veräußert werden können (vgl. § 8c KStG, § 10 a Satz 8 GewStG; Gutachten S. 21; Bericht S. 28; Gutachten S. 125). Eine Bewertung unter dem Gesichtspunkt der möglichen Eigennutzung scheidet hier gleichfalls aus. Denn eine solche Verwendung setzt künftige Einkünfte der Gesellschaft voraus, die nach der NAV-Methode nur im Rahmen der Ertragswertbestimmung von Vermögensgegenständen Berücksichtigung finden. Bei der Bewertung der Vermögensgegenstände der Gesellschaft ist indes kein Abzug für Körperschafts- oder Gewerbesteuer erfolgt, was der gemeinsame Vertreter bei seiner These, Verlustvorträgen käme wertbestimmender Einfluss zu, außer Acht lässt. Es erscheint insoweit stimmig, Verlustvorträge, welche die entsprechende Steuerlast mindern, bei der Bewertung außer Betracht zu lassen.

ee) Auch der Einwand der Beschwerdeführer zu 1 bis 3, der Barwert der Verwaltungskosten sei zu hoch angesetzt worden, greift nicht durch. Vielmehr ist der Wertansatz des Landgerichts deutlich zu gering, weil zur Berücksichtigung des Servicegeschäfts überhöhte Abzüge vorgenommen worden sind und die vom Landgericht darüber hinaus vorgenommene Berücksichtigung von Steuervorteilen nicht überzeugt. Auf Grundlage der Berechnungen des sachverständigen Prüfers ist der Barwert der Verwaltungskosten vielmehr auf mehr als 30 Mio. € zu schätzen.

(1) Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts nach der NAV-Methode sind die gesamtunternehmensbezogenen Aufwendungen abzuziehen, die nicht in die Bewertung der einzelnen Vermögenswerte der Gesellschaft einbezogen wurden, weil es sich dabei um die finanziellen Lasten handelt, die mit der unterstellten Fortführung des Unternehmens voraussichtlich einhergehen und sich damit auch im Unternehmenswert niederschlagen (Senatsbeschluss vom 25.05.2020 - 12 W 17/19, AG 2020, 755 [juris Rn. 77]; BayObLG, Beschluss vom 18.05.2022 - 101 ZBR 97/20, juris Rn. 46-49 m.w.N.). Zu diesem Zweck ist der Barwert dieser Verwaltungskosten zum Bewertungsstichtag zu ermitteln, indem die zu erwartenden künftigen jährlichen Verwaltungskosten, die nicht bereits bei der Einzelwertermittlung berücksichtigt worden sind, in einem ersten Schritt geschätzt und in einem zweiten Schritt unter Heranziehung eines Kapitalisierungszinssatzes diskontiert werden.

(2) Zur Ermittlung der jährlichen Verwaltungskosten hat der Sachverständige dem das Landgericht insoweit gefolgt ist, auf die Geschäftsjahre 2013 bis 2015 abgestellt und insoweit Beträge von 2,684 Mio. € bis 2,802 Mio. € errechnet. Hiergegen wenden sich weder die Beschwerdeführer noch die Beschwerdegegnerin. Ausweislich der Ausführungen des Sachverständigen fand nach seinen Ermittlungen eine Doppelerfassung von Kostenbestandteilen nicht statt (Gutachten S. 117). Danach ist nicht davon auszugehen, dass in den genannten Jahressummen Aufwendungen enthalten wären, die bereits bei der Ermittlung der Verkehrswerte der einzelnen Vermögensgegenstände einbezogen wurden.

(3) Zur Berücksichtigung des Servicegeschäfts hat das Landgericht zunächst die Umsatzerlöse des Geschäftsbereichs von den jährlichen Verwaltungskosten in Abzug gebracht, so dass durchschnittliche Nettokosten i.H.v. 2,268 Mio. € pro Jahr verblieben. Dieser Ansatz überzeugt, weil das Servicegeschäft ausweislich der von keinem Beteiligten in Abrede gestellten und plausiblen Angaben des ehemaligen Finanzvorstands der Gesellschaft,

im Anhörungstermin vom 24.11.2022 (vgl. Protokoll des Landgerichts, GA I 817, dort S. 6) gerade zur Deckung bestehender „Fixkosten“ dienen sollte, die mit der Beschäftigung ansonsten nicht ausgelasteten Personals einhergingen, und der positive Beitrag des Unternehmenssegments bei der Bewertung ansonsten unberücksichtigt bliebe. Dass dabei keine gesonderte, zukunftsbezogene Ermittlung der Serviceumsätze vorgenommen, sondern stattdessen auf den Umsatzdurchschnitt der letzten drei Geschäftsjahre vor der Strukturmaßnahme abgestellt wurde, ist entgegen dem Einwand der Antragsteller zu 12 und 14 bis 16 insoweit hinzunehmen, als 2016 eine bessere Geschäftsentwicklung nicht zu erwarten stand (vgl. Übertragungsbericht S. 9; Gutachten S. 23; ergänzende Stellungnahme vom 31.10.2022 S. 7).

Hingegen können die im Hinblick auf das Servicegeschäft vorgenommenen weitergehenden Kürzungen nicht überzeugen. So haben die Bewertungsgutachter, der Sachverständige und in der Folge auch das Landgericht alle Kostenbestandteile aus der Kalkulation gestrichen, die nicht zur Fortsetzung der Gesellschaft als reine Vermögensverwalterin erforderlich waren. So wurden die prognostizierten Personalaufwendungen auf die Kosten für nur noch ein Vorstandsmitglied ohne weitere Mitarbeiter reduziert, was einem Abbau des Personalbestands von insgesamt acht (drei Vorstandsmitglieder und fünf Mitarbeiter) auf nur noch eine Person entspricht. Daneben wurden weitere Kostenpositionen an eine Unternehmensfortführung in Form der reinen Vermögensverwaltung und den damit einhergehend stark reduzierten Personalkörper angepasst (vgl. Gutachten S. 113-116). Diese Herabsetzungen erscheinen nicht gerechtfertigt, weil sie nicht auf der Unternehmensplanung der Geschäftsführung, sondern der Bewerter beruhen.

(a) Bei der Schätzung des Unternehmenswerts nach der NAV-Methode, bei der es sich um eine modifizierte Ertragsbewertung handelt, die Elemente der Gesamtbewertungsmethode mit solchen des Einzelbewertungsverfahrens kombiniert (BayObLG, AG 2023, 896 [juris Rn. 51 f.], Gutachten S. 30, 34), muss der Bezug zum jeweiligen Unternehmen gewahrt bleiben. Dementsprechend ist auch dessen konkrete Kostenstruktur in die Bewertung der künftigen Verwaltungskosten einzubeziehen. Ließe man diese außer Betracht, wären Unternehmen, welche dieselben Vermögenswerte mit unterschiedlichem finanziellem Aufwand verwalten, nach der NAV-Methode gleich zu bewerten, was den Erfahrungen im Wirtschaftsleben indessen gänzlich widerspräche. Dies gilt auch für vermögensverwaltende Gesellschaften mit operativem Geschäftszweig: Es wäre nicht verständlich, wenn ein Unternehmen, dessen operativer Geschäftsbereich - wie hier - Defizite und kein Wachstum erwarten lässt (vgl. zu Letzterem: ergänzende Stellungnahme S. 7), dieselbe Bewertung erhielte wie ein im Übrigen vergleichbares Unternehmen, das operativ zwar keine positiven, aber auch keine negativen Erträge erwirtschaftet.

Damit kommt es bei der Schätzung der Verwaltungskosten auch auf die Planungen des jeweiligen Unternehmens an (Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. Rn. 12.171). Diese Planungen und die damit zusammenhängenden Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen, die im Rahmen der Unternehmensbewertung einer nur beschränkten Überprüfung unterliegt (zur Ertragswertmethode: Senatsbeschluss vom 18.05.2016 - 12a W 2/15, AG 2016, 672 [juris Rn. 33]; OLG Düsseldorf, AG 2017, 584 [juris Rn. 47]; OLG Frankfurt, WM 2021, 593 [juris Rn. 39]; OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 148] jew. m.w.N.). Zwar muss diese Entscheidung auf

zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufbauen, die zudem nicht widersprüchlich sein dürfen (Senat, OLG Düsseldorf, OLG Frankfurt, OLG Stuttgart jew. aaO). Dessen ungeachtet ist der Bewerter aber nicht befugt, die Geschäftspolitik an sich zu ziehen und seine Planung an die Stelle der unternehmenseigenen zu setzen (vgl. OLG Düsseldorf, AG 2021, 23 [juris Rn. 36]; WM 2016, 1685 [juris Rn. 32 f.]). Dass ein Unternehmen höhere Gewinne erzielen könnte, wenn es seine Kostenstruktur optimierte, genügt nicht, eine Korrektur der Unternehmensplanung vornehmen zu lassen oder selbst vorzunehmen.

Dementsprechend können Verwaltungsaufwendungen im Rahmen der Unternehmensbewertung nach der NAV-Methode nicht allein deshalb herabgesetzt werden, weil sie als unwirtschaftlich angesehen werden; vielmehr sind insoweit die tatsächlichen Verhältnisse der Gesellschaft zugrunde zu legen (vgl. BayObLG, AG 2023, 896 [juris Rn. 87]; Beschluss vom 18.05.2022 - 101 ZBR 97/20, juris Rn. 56 f.; OLG Frankfurt, AG 2017, 553 [juris Rn. 55]). Dies ist bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung i.S. von § 327f Satz 2 AktG auch sachgerecht, weil der Wert eines Unternehmens nicht von hypothetischen, sondern den konkreten unternehmerischen Entscheidungen abhängt, auf die der Minderheitsaktionär in aller Regel keinen nennenswerten Einfluss ausüben kann und die er daher - mit den entsprechenden Folgen für den Wert seiner Beteiligung - hinnehmen muss (vgl. auch OLG Zweibrücken, AG 2021, 29 [juris Rn. 61]).

(b) Demgegenüber unterstellt der erstinstanzlich gebilligte Ansatz - wie der Sachverständige (vgl. dessen Gutachten S. 113, 128) und das Landgericht einräumen - die komplette Einstellung des defizitären Servicegeschäfts und eine Reduktion der Personal- sowie der damit einhergehenden Sachkosten auf das für die Vermögensverwaltung unbedingt notwendige Mindestmaß. In dieser Weise wurde die Gesellschaft indes weder in der Vergangenheit geführt, noch war eine entsprechende Planung zum Bewertungsstichtag zu unterstellen.

So waren die Serviceumsätze nach dem insoweit von keinem Beteiligten in Abrede gestellten erstinstanzlichen Vortrag der Antragsteller zu 12-16 im Geschäftsjahr 2011 - noch vor Verschiebung des Unternehmensschwerpunkts in Richtung der Verwaltung eigenen Vermögens - mit 487.000 € ähnlich gering wie im Geschäftsjahr 2015 (vgl. Teilakte 23 O 133/16, Bl. 65). Die Umsatzentwicklung war damit - über einen Zeitraum von vier Jahren hinweg betrachtet - nicht konstant negativ, sondern bewegte sich auf schwankendem, aber durchweg vergleichbaren Niveau, ohne dass dies zum Anlass genommen worden wäre, das Servicegeschäft zwecks Kostenersparnis einzustellen. Hiermit in Einklang stehen die Angaben des ehemaligen Finanzvorstands der Gesellschaft, im Anhörungstermin vom 24.11.2022, denen zufolge das Servicegeschäft nur zur Deckung ohnehin bestehender Kosten diene (Protokoll des Landgerichts, GA I 817, dort S. 6). Danach stand in diesem Geschäftsbereich

nicht die Erzielung von Überschüssen, sondern die Finanzierung von Kosten für einen Personalbestand im Vordergrund, der offenbar nach Möglichkeit beibehalten werden sollte. Dementsprechend ließ auch der Wegfall eines bedeutenden Kunden vor dem Stichtag nicht ohne Hinzutreten weiterer Umstände darauf schließen, dass das Servicegeschäft eingestellt würde. Dass das Geschäftsmodell laut den weiteren Angaben des ehemaligen Finanzvorstands auch nach der Strukturmaßnahme mit gleichem Personalbestand fortgesetzt worden und die Verwaltungskosten dementsprechend „faktisch auf dem gleichen Niveau“ geblieben seien (Protokoll des Landgerichts vom 24.11.2022 aaO, S. 6 und 9), deutet vielmehr umgekehrt darauf hin, dass eine gänzliche Einstellung des Servicegeschäfts nicht geplant war. Damit liegt dem in Rede stehenden, stark reduzierten Planungskostenansatz eine rein hypothetische Planung zugrunde, die bei der Bewertung keine Berücksichtigung finden kann.

(c) Anders als die Antragstellerin zu 18 meint, steht dem das Defizit im Servicegeschäft nicht entgegen. Dass ein Unternehmen höhere Gewinne erzielen könnte, wenn es einen Geschäftsbereich von mehreren aufgibt, rechtfertigt keine Korrektur der Unternehmensplanung. Zwar wäre es im Streitfall angesichts des Verhältnisses von Personalkosten und erzieltm Umsatz nachvollziehbar gewesen, den fraglichen Geschäftsbereich aufzugeben sowie den dann nicht mehr benötigten Teil des Personals zu entlassen. Es ist aber nicht ersichtlich, dass die abweichende Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen auf unzutreffenden Informationen und unrealistischen oder widersprüchlichen Annahmen aufgebaut hätte. Anders als die Antragstellerin zu 18 anzunehmen scheint, stellt die ihres Erachtens mangelnde Vertretbarkeit der Fortführungsentscheidung als solche nicht die Planung der Geschäftsführung in Frage, sondern ist bei der Abwägung zu berücksichtigen, ob der Liquidationswert des Unternehmens im Streitfall eine Untergrenze des Unternehmenswerts bildet (s. hierzu unten unter II 2 c bb).

Soweit die Antragstellerin zu 18 die Auffassung vertritt, jedenfalls müsse die von den Bewertungsgutachtern zu Grunde gelegte weitere Reduzierung der Verwaltungskosten auf 795.000 € im Jahr 2020 - als Unternehmensplanung „wie sie steht und liegt“ - zu Grunde gelegt werden, geht sie fehl. Auch diese Annahme beruht gerade nicht auf der Unternehmensplanung; vielmehr bezieht sich der Sachverständige an dieser Stelle auf Annahmen der Bewertungsgutachter zu den für die nachhaltige Fortführung der Gesellschaft „in der vermögensverwaltenden Struktur“ notwendigen Verwaltungskosten (vgl. Gutachten S. 113, 116).

(4) Dass das Landgericht bei der Bewertung der Verwaltungskosten eine Anrechnung von Steuervorteilen vorgenommen hat, die sich aus der Abzugsfähigkeit der Verwaltungskosten als Betriebsausgaben ergeben sollen, begegnet ebenfalls durchgreifenden Bedenken.

So vermag es bereits im Ausgangspunkt nicht zu überzeugen, bei dem negativen Rechnungsposten der Verwaltungskosten steuerliche Effekte zugunsten der Antragsteller zu bewerten und in Abzug zu bringen, die umgekehrt bei der Bewertung der Aktivpositionen keine Berücksichtigung finden (a.A. ohne nähere Begründung LG München, Beschluss vom 29.04.2020 - 5 HK O 12922/18 unter B II 1 c (3), veröffentlicht bei „www.spruchverfahren-direkt.de“). So erfolgte selbst im Rahmen der Ertragswertbestimmung des Immobilienbestands bei der Ermittlung des Jahresreinertrags - im Einklang mit §§ 18, 19 ImmoWertV 2010 (nun: §§ 31, 32 ImmoWertV 2021) - kein Abzug von Ertragsteuern (vgl. auch Gutachten S. 52, 63, 69, 76). Es erscheint insofern nicht plausibel, bei der Bewertung nach der NAV-Methode einerseits eine mit dem Anfall von Verwaltungskosten einhergehende Ersparnis bei der Körperschafts- und Gewerbesteuer zu berücksichtigen, andererseits aber den Anfall dieser Steuern bei der Bewertung der Vermögensaktiva außer Betracht zu lassen (vgl. hierzu auch: Gutachten S. 31, 125).

Das Problem der selektiven Einbeziehung von Ertragsteuern zeigt sich gerade im konkreten Fall: So hat der Sachverständige im Rahmen seiner Anhörung durch das Landgericht die Ansicht vertreten, man müsse bei der Bewertung der Steuervorteile, die mit der steuerlichen Geltendmachung von Verwaltungskosten einhergehen, auch die erheblichen Verlustvträge der Gesellschaft berücksichtigen, was nach seiner Vermutung zur Folge haben könnte, dass „das Ganze sich quasi gegenseitig aufheben würde“ (Sitzungsprotokoll vom 24.11.2022, GA I 817, dort S. 9). Dies führte zum - vom Landgericht zutreffend als ökonomisch nicht sinnhaft erachteten - Ergebnis, dass die Bewertung nach der NAV-Methode für ein Unternehmen mit ertragsteuerlichen Verlustvträgen schlechter ausfiele als für ein Unternehmen ohne solche, weil eine kompensierende Berücksichtigung der steuerlichen Effekte auf der Aktivseite ausscheidet. Lässt man die ertragsteuerlichen Effekte indessen auch bei der Bewertung der Verwaltungskosten außer Betracht, ergibt sich dieser Widerspruch nicht.

Die hiergegen von der Antragstellerin zu 18 erhobenen Einwendungen greifen nicht durch. Dass bei der Ermittlung des NAV weder eine Veräußerung der Vermögensgegenstände, die u.U. einen Steueranfall auf Gesellschaftsebene zu verursachen vermag, noch eine Ausschüttung an die Aktionäre unterstellt wird, die zu persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner führen kann, ändert nichts daran, dass bei der Wertermittlung der einzelnen Vermögensgegenstände keine Ertragssteuern berücksichtigt werden. Dies gilt insbesondere in Bezug auf die Bewertung des Immobilienvermögens nach der Ertragswertmethode, in deren Rahmen zur Ermittlung des Reinertrags nach § 18 Abs. 1 ImmoWertV 2010 (nun: § 31 Abs. 1 ImmoWertV 2021) vom Rohertrag nur die Bewirtschaftungskosten abgezogen werden. Zu diesen zählen etwaige jährlich anfallende Ertragssteuern nicht (vgl. § 19 ImmoWertV 2010; nun: § 32 ImmoWertV 2021;

Kleiber/Fischer/Werling, Verkehrswertermittlung von Grundstücken 10. Aufl. § 32 ImmoWertV Rn. 14). Dementsprechend finden bei den in die Bewirtschaftungskosten einzubeziehenden Verwaltungskosten auch an dieser Stelle keine Steuervorteile Berücksichtigung, die sich aus der ertragssteuerlichen Abzugsfähigkeit dieser Aufwendungen ergeben (vgl. § 19 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 ImmoWertV 2010, § 32 Abs. 1 Nr. 1 ImmoWertV 2021).

Aus der Bestimmung des Liegenschaftszinssatzes, der bei der Ermittlung des Gebäudeertragswerts heranzuziehen ist, folgt nichts Anderes. Bei dem Liegenschaftszinssatz handelt es sich nach § 14 Abs. 3 Satz 1 ImmoWertV 2010 (nun: § 21 Abs. 2 Satz 1 ImmoWertV 2021) um den Kapitalisierungszinssatz, mit dem Verkehrswerte von Grundstücken je nach Grundstücksart im Durchschnitt marktüblich verzinst werden. Auch wenn Nr. 3.5.4 der zwischenzeitlich außer Kraft getretenen Wertermittlungsrichtlinien von März 2006 (WertR 2006; abrufbar unter www.bmi.bund.de/SharedDocs/downloads/DE/gesetzestexte/richtlinie/wertr.html) vorsah, dass mit dem Liegenschaftszinssatz die allgemein vom Grundstücksmarkt erwarteten künftigen Entwicklungen u.a. der üblichen steuerlichen Rahmenbedingungen berücksichtigt würden, bedeutet dies nicht, dass auf diesem Wege die ertragssteuerliche Belastung des Grundstückseigentümers wertmäßig abgebildet würde. Es trifft danach nicht zu, dass bei der Immobilienbewertung „der Steuereffekt“ im Liegenschaftszinssatz einkalkuliert sei. In gleicher Weise beruhen Marktpreise für einen Vermögensgegenstand nicht auf einer von der Antragstellerin zu 18 nicht näher erläuterten „Nachsteuer-Renditeforderung“.

Für die einseitige Berücksichtigung steuerlicher Effekte bei der Bewertung der Verwaltungskosten spricht auch nicht der Umstand, dass zur Ermittlung des NAV Vermögenswerte stichtagsbezogen ermittelt werden. Denn dieser Grundsatz gilt auch für den Ansatz der Verwaltungskosten. Die von der Antragstellerin als „zeitraumbezogen“ bezeichnete Betrachtung dieser Kosten dient lediglich der Ermittlung des Barwerts zum Stichtag. Nichts Anderes gilt für die Ermittlung des Ertragswerts des Immobilienvermögens, die in entsprechender Weise „zeitraumbezogen“ erfolgt. Eine konsistente Ermittlung des NAV setzt danach voraus, ertragssteuerliche Effekte bei der Bewertung der Verwaltungskosten nicht zu berücksichtigen. Ob die konkrete steuerliche Situation der Gesellschaft hier ggfs. einer Steuererstattung aufgrund der Verwaltungskosten entgegenstand, wie die Antragsgegnerin vorbringt, kann danach dahinstehen.

(5) Bei der Diskontierung hat das Landgericht den vom Sachverständigen als mittleren Wert herangezogenen Kapitalisierungszinssatz von 6,75% übernommen (vgl. Gutachten S. 121), gegen den sich die Beschwerdeführer in zweiter Instanz nicht mehr wenden. Umstände, die gegen dessen Angemessenheit sprächen, sind weder aufgezeigt noch aus den Umständen ersichtlich.

(6) Der Sachverständige und - in der Folge auch - das Landgericht sind von einer Wachstumsrate der Verwaltungskosten i.H.v. 0,5% p.a. ausgegangen (vgl. Gutachten S. 122). Dieser Prozentsatz, der u.a. als Ausdruck der geringen Inflationserwartung zum Bewertungsstichtag angesehen werden kann, ist von keiner Seite in Frage gestellt worden. Gründe für dessen Unangemessenheit sind nicht ersichtlich. Ob er bei der Kapitalisierung der Verwaltungskosten anzusetzen ist, kann im Streitfall dahinstehen, weil sich in jedem Fall ein Verwaltungskostenbarwert von mehr als 30 Mio. € ergibt (s. hierzu die Ausführungen unter (7)).

(7) Nach Maßgabe der vorstehenden Ausführungen betrug der Barwert der Verwaltungskosten zum Bewertungsstichtag mehr als 30 Mio. €. Dies folgt aus den Berechnungen des sachverständigen Prüfers, wie sie sich aus seinem Bericht vom 06.05.2016 (dort S. 32) ergeben. Dieser hatte auf Grundlage der Annahme von bereinigten jährlichen Verwaltungskosten von 2,266 Mio. € und einem Kapitalisierungszinssatz von 7,5% (ohne Wachstumsabschlag) einen Barwert von 30,213 Mio. € ermittelt. Gegen die rechnerische Richtigkeit dieses Ergebnisses hat kein Beteiligter Einwendungen erhoben. Zieht man den korrigierten Ansatz von jährlichen Nettokosten i.H.v. 2,268 Mio. € (s.o. II 2 b ee (3)) sowie eines Kapitalisierungszinssatz von 6,75% (s.o. II 2 b ee (5)) mit oder ohne Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags heran, kommt man zu einem Barwert, der den Betrag von 30 Mio. € deutlicher überschreitet. Inwiefern ein solcher Kostenaufwand - wie die Beschwerdeführer zu 1 bis 3 sowie die Antragsteller zu 4 und 5 vorgebracht haben - für einen Vermögensverwalter im Allgemeinen als überhöht anzusehen ist, kann dahinstehen, weil sich die Bewertung der Verwaltungskosten nicht nach Wirtschaftlichkeitserwägungen, sondern den tatsächlichen Verhältnissen der Gesellschaft und damit auch deren konkreten Kostenstruktur richtet (s.o. II 2 b ee (3) (a)).

ff) Nach all dem führt die Bewertung der Gesellschaft nach der NAV-Methode zum Stichtag des 23.06.2016 zu einem Ergebnis, das unter dem der Bewertungsgutachter liegt und dementsprechend die auf dieser Grundlage festgelegte Barabfindung nicht unangemessen gering erscheinen lässt.

Soweit das Landgericht die Rechnungspositionen des Sachverständigen übernommen hat, bedarf die Bewertung keiner Korrektur. Danach beträgt der NAV vor Berücksichtigung der Verwaltungskosten 190,035 Mio. € (= Gesamtwert aller Vermögensgegenstände der Gesellschaft von 207,456 Mio. € abzüglich der Summe aller Abzugsposten ohne den Barwert für die Verwaltungskosten von 17,421 Mio. € [= 35,021 Mio. € - 17,6 Mio. €]). Zieht man hiervon den vom sachverständigen Prüfer ermittelten, nach den vorstehenden Ausführungen eher zu geringen Barwert der Verwaltungskosten von 30,213 Mio. € ab, ergibt sich ein NAV von etwas weniger als 160 Mio. €, der einem Anteilswert von unter 6,74 € entspricht. Demgegenüber sind die Bewertungsgutachter zu einem NAV von 169,296 Mio. €

gelangt, der einem Anteilswert und einer auf dieser Grundlage festgelegten Barabfindung pro Stückaktie von 7,13 € entspricht (Gutachten S. 24).

c) Auch anderweitige Bewertungsansätze lassen die festgelegte Barabfindung nicht unangemessen gering erscheinen.

aa) Dies gilt zunächst für den Börsenwert der Gesellschaft. 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; BVerfG, ZIP 2011, 1051 Rn. 21). Zu dessen Bestimmung ist auf den Durchschnittskurs innerhalb eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor dem Stichtag der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abzustellen (vgl. BGH, Beschlüsse vom 19.07.2010 - II ZB 18/09, BGHZ 187, 229 Rn. 10; vom 21.02.2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 16).

Die Bewertungsgutachter haben auf dieser Grundlage den maßgeblichen Börsenkurs mit 6,98 € ermittelt (Gutachten S. 27), der wie der Anteilswert nach der NAV-Methode (s.o. II 2 b) unter der von der Beschwerdegegnerin festgelegten Barabfindung pro Stückaktie liegt. Der sachverständige Prüfer hat die Richtigkeit der Berechnung und des ermittelten Börsenkurses bestätigt (Bericht S. 35). Einwendungen hiergegen haben weder die Beschwerdeführer noch der gemeinsame Vertreter erhoben. Dafür, dass der Börsenkurs nicht Ausdruck eines funktionierenden Kapitalmarkts gewesen wäre, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden bzw. eine Marktmenge vorgelegen hätte, oder es ihm an hinreichender Aussagekraft mangelte, weil unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen stattgefunden hätten oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten worden wären (vgl. zu diesen Kriterien: BGH, Beschluss vom 21.02.2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 51), liegen nach den Ausführungen der Bewertungsgutachter (vgl. Gutachte S. 9, 26) und des sachverständigen Prüfers (Bericht S. 35) keine Anhaltspunkte vor. Im Übrigen würden solche Hinweise nur die Aussagekraft des Börsenkurses in Frage stellen, nicht aber einen höheren Mindestbetrag bestimmen, ab dem die Barabfindung als angemessen anzusehen wäre.

bb) Auch der vom Sachverständigen geschätzte Liquidationswert begründet - wie das Landgericht richtig erkannt hat - keine Unangemessenheit der festgelegten Barabfindung.

(1) Als Liquidationswert bezeichnet man den Barwert der Nettoerlöse aus der Veräußerung aller Vermögensgegenstände des Unternehmens abzüglich bestehender Schulden, der Liquidationskosten und eventuell anfallender Ertragsteuern (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 07.06.2011 - 21 W 2/11, juris Rn. 89; OLG Zweibücken, Beschluss vom 23.11.2020 - 9 W 1/18, juris Rn. 92; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 10. Aufl. § 305 AktG Rn. 117; Fleischer in Fleischer/Hüttmann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. Rn. 9.1 m.w.N.; KölnKomm-AktG/Gayk, 4. Aufl. Anh. § 11 SpruchG Rn. 103; Fleischer/Schneider, DStR 2013, 1736, 1737).

(a) Nach der älteren Rechtsprechung, die mit der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre (Böcking/Rauschenberg in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. Rn. 2.39; Popp in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 8. Aufl. S. 1621; Fleischer/Schneider, DStR 2013, 1736, 1737) und Teilen der rechtswissenschaftlichen Literatur (Meilicke/Kleinertz in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht 5. Aufl. § 305 AktG Rn. 96; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 10. Aufl. § 305 AktG Rn. 117; Fleischer/Schneider, DStR 2013, 1736, 1742; Ruthardt/Hachmeister, WM 2014, 725, 731) in Einklang steht, bildet der Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswerts (BayObLG, WM 1995, 1580 [juris Rn. 45]; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321 [juris Rn. 118]; OLG Hamburg, AG 2001, 479 [juris Rn. 76]).

Demgegenüber erkennt die neuere Rechtsprechung im Liquidationswert grundsätzlich keine Untergrenze, soweit das Unternehmen fortgeführt werden soll. Dies sei insbesondere dann der Fall, wenn die Ertragsaussichten des Unternehmens weder auf Dauer negativ seien noch dessen Liquidation im Übrigen abzusehen sei, weil kein entsprechender Zwang bestehe und eine Abwicklung der Gesellschaft nach der Unternehmensplanung auch nicht beabsichtigt sei (OLG Düsseldorf, AG 2009, 907 [juris Rn. 94]; OLG Frankfurt, AG 2022, 83 [juris Rn. 149]; OLG Stuttgart, AG 2011, 49 [juris Rn. 374]; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 23.11.2020 - 9 W 1/18, juris Rn. 92; vgl. auch: BGH, Urteile vom 05.12.2018 - XII ZR 116/17, DNotZ 2019, 358 Rn. 26 [Ansatz des Liquidationswerts bei Fehlen einer günstigen Fortsetzungsprognose im Rahmen der Zugewinnausgleichsberechnung]; vom 17.01.1973 - IV ZR 142/70, WM 1973, 305 [juris Rn. 14; zur Unternehmensbewertung im Rahmen der Pflichtteilsberechnung]). Anders sei es, wenn der Liquidationswert den Fortführungswert des Unternehmens in einer Weise übersteige, dass die Entscheidung gegen eine Unternehmenserschlagung nicht zu rechtfertigen wäre (OLG Stuttgart aaO; vgl. auch BGH, Urteil vom 13.03.2006 - II ZR 295/04, WM 2006, 776 [juris Rn. 12]). Umgekehrt komme eine Unternehmensbewertung auf Grundlage des Liquidationswerts nicht in Betracht, wenn ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung bestehe (OLG Düsseldorf, AG 2009, 907 [juris Rn. 94]; OLG Rostock,

Urteil vom 06.04.2016 - 1 U 131/13, juris Rn. 58 f.; so auch: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung 9. Aufl. Rn. 137). Auch diese Auffassung hat in der Literatur Zuspruch gefunden (Paschos in Henssler/Strohn, AktG 6. Aufl. § 305 Rn. 22; Häller in Schmidt/Lutter, AktG 4./5. Aufl. § 305 Rn. 74; Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner, AG 2014, 428, 437).

(b) Der differenzierende Ansatz der jüngeren Rechtsprechung überzeugt.

Der hergebrachten, rein betriebswissenschaftlich ausgerichteten Sichtweise liegt die Annahme zugrunde, dass ein ökonomisch rational handelnder Eigentümer ein Unternehmen stets liquidieren würde, sofern auf diesem Weg ein höherer Ertrag als bei dessen Weiterführung zu erzielen wäre (Böcking/Rauschenberg in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. Rn. 2.39). Sie unterstellt damit pauschal ein streng an dieser Maxime ausgerichtetes unternehmerisches Handeln (vgl. Gutachten S. 139), das sich in dieser Stringenz im tatsächlichen Wirtschaftsleben nicht widerspiegelt. Vielmehr richten auch Aktiengesellschaften ihr Zielsystem nicht zwingend ausschließlich auf die Maximierung der finanziellen Überschüsse der Aktionäre hin aus (vgl. Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner, AG 2014, 428, 436; a.A. Meilicke/Kleinertz in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht 5. Aufl. § 305 AktG Rn. 97). Indem der differenzierende Ansatz dies berücksichtigt und die Umstände des Einzelfalls bei der Entscheidung einbezieht, ob zu Bewertungszwecken von der Fortführung oder der Liquidation des Unternehmens auszugehen ist, wird er den tatsächlichen Verhältnissen der Gesellschaft besser gerecht. Die auf dieser Grundlage erfolgte Bewertung erscheint damit realitätsnäher.

Nicht überzeugend ist der hiergegen erhobene Einwand, nur durch die Berücksichtigung des Liquidationswerts als Untergrenze könne der verfassungsrechtliche Grundsatz der vollen Abfindung im Gesellschaftsrecht verwirklicht werden (Ruthardt/Hachmeister, WM 2014, 725, 731; a.A. Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner, AG 2014, 428, 434). Denn die Minderheitsaktionäre haben keinen verfassungsrechtlichen Anspruch darauf, dass zur Bestimmung des „wahren“ Werts ihrer Unternehmensbeteiligung stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen und die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen wäre (BVerfG, WM 2012, 1374 [juris Rn. 18]; WM 2011, 1074 [juris Rn. 24]). Der den gesetzlichen Regelungen zur Barabfindung innewohnende Zweck des Minderheitenschutzes (vgl. Fleischer/Schneider aaO 1741) gebietet nicht per se, den ausgeschlossenen Aktionären einen Geldausgleich zu gewähren, der sich von den tatsächlichen Planungen und den ihnen zugrunde liegenden Gegebenheiten löst. Dass die Liquidationsbewertung im Vergleich zu ertragsorientierten Verfahren weniger manipulationsanfällig ist, weil sie nicht auf eine Planung abstellt (vgl. Fleischer/Schneider, DStR 2013, 1736, 1742), rechtfertigt es nicht, ihr im Sinne einer Mindestbewertung ohne weiteres den Vorrang gegenüber Verfahren einzuräumen, die sich an

einer Unternehmensfortführung orientieren, sofern eine solche gewollt und vertretbar ist (vgl. Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner, AG 2014, 428, 438). Erst wenn es an Letzterem fehlt, kommt dem wirtschaftlichen Potential, das sich aus der Möglichkeit zur sofortigen Liquidation ergibt (Fleischer/Schneider aaO 1741), maßgebliche Bedeutung zu.

Soll das Unternehmen hingegen fortgeführt werden und ist diese Entscheidung vertretbar, ist dem Gericht, wie auch sonst, eine Zweckmäßigkeitüberprüfung des Unternehmerhandelns im Rahmen der Bemessung des Unternehmenswerts grundsätzlich nicht gestattet (OLG Stuttgart, AG 2011, 49 [juris Rn. 374]; Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner, AG 2014, 428, 434 f.). Zwar setzt die Heranziehung des Liquidationswerts nicht die tatsächliche Zerschlagung des Unternehmens voraus (Fleischer/Schneider, DStR 2013, 1740 f.); gleichwohl misst sie dem Unternehmen durch die fiktive Liquidation einen Wert bei, der ihm bei seiner Fortführung nicht entspricht. Denn im Fall der Fortführung hätte der Aktionär auch dann keine Aussicht auf den Liquidationswert, wenn die Strukturmaßnahme nicht vorgenommen worden wäre (OLG Düsseldorf, AG 2004, 324 [juris Rn. 58]; OLG Frankfurt, AG 2022, 83 [juris Rn. 149]; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 23.11.2020 - 9 W 1/18, juris Rn. 92). Dies ist insofern von maßgebender Bedeutung, als Bewertungsobjekt die Unternehmensbeteiligung des Aktionärs und nicht das Unternehmen als solches ist (BGH, Beschlüsse vom 21.02.2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 19; vom 15.09.2020 - II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 Rn. 20). Insofern ist die zwangsweise Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär nach § 327a Abs. 1 AktG einer Teilauseinandersetzung der Gesellschaft nicht vergleichbar (Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner, AG 2014, 428, 437; a.A. wohl: Fleischer/Schneider, DStR 2013, 1736, 1740).

(2) Nach dieser Maßgabe stellt der Liquidationswert hier keine Untergrenze für die Bewertung der Gesellschaft und - damit mittelbar - für die Unternehmensbeteiligung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre dar.

Die Ertragsaussichten der Gesellschaft waren nicht negativ. Ihr Geschäft war vor der Strukturmaßnahme nicht defizitär, was sich daran ablesen lässt, dass die beiden Geschäftsjahre 2014 und 2015 jeweils mit erheblichen Gewinnen im Millionenbereich abgeschlossen wurden. Anzeichen für eine Umkehr dieser Entwicklung in der Zukunft lagen nicht vor. Dem steht das negative Ergebnis des Geschäftsjahrs 2013 nicht entgegen, das die Folge einmaliger hoher Abschreibungen auf Finanzanlagen sowie Edelmetalle war und die allgemeine Geschäftsentwicklung damit nicht widerspiegelte (vgl. Gutachten S. 19). Auch die nachhaltigen Defizite im Geschäftsbereich Services stellten ungeachtet der Frage, ob dessen Fortführung finanziell vertretbar erschien, die wirtschaftliche Zukunft nicht in Frage. Eine Liquidation des Unternehmens war auf dieser Grundlage nicht abzusehen.

Der Liquidationswert übersteigt den Fortführungswert des Unternehmens auch nicht in einer Weise, dass die Entscheidung gegen eine Unternehmenszerschlagung nicht zu rechtfertigen gewesen wäre. Der NAV von 169,296 Mio. €, welcher der Abfindungsberechnung der Beschwerdegegnerin zugrunde lag (Gutachten S. 24), blieb nur etwa 8% hinter dem vom Sachverständigen zuletzt geschätzten Liquidationswert von 183,697 Mio. € (ergänzende Stellungnahme S. 17) zurück. Für den nach den vorstehenden Ausführungen anzunehmenden NAV von etwas weniger als 160 Mio. €, beträgt die negative Abweichung ebenfalls nur um die 13%. Die Differenz erreicht damit in keinem Fall eine Höhe, welche die Entscheidung gegen eine Unternehmenszerschlagung als unvertretbar erscheinen ließe.

Auch die Umstände des Einzelfalls gebieten - entgegen der Ansicht des gemeinsamen Vertreters - eine ausnahmsweise Heranziehung des Liquidationswerts als Mindestwert hier nicht. So liegt die negative Abweichung des NAV vom Liquidationswert hier - anders als das Landgericht im Nichtabhilfebeschluss vom 07.09.2023 angenommen hat - nicht an der Auflösung stiller Reserven. Denn auch die NAV-Methode legt bei ihrem Ansatz nicht die Buchwerte der einzelnen Vermögensgegenstände zugrunde, sondern berücksichtigt stille Reserven, soweit sie vorhanden sind. Vielmehr geht die Differenz auf die erheblichen Verwaltungskosten (siehe hierzu oben unter II 2 b ee), die den Liquidationswert weit weniger als den NAV mindern, und steuerliche Besonderheiten der Gesellschaft zurück, die im Liquidationswert, nicht aber im NAV positiven Niederschlag finden (vgl. ergänzende Stellungnahme S. 11). So wies die Gesellschaft hohe steuerliche Verlustvorträge im Bereich der Gewerbesteuer von mehr als 25 Mio. € und im Bereich der Körperschaftsteuer von mehr als 82 Mio. € auf, die im Falle der Liquidation zum Anfall geringer Unternehmenssteuern geführt hätten (vgl. Gutachten S. 145). Zudem überstiegen Nennkapital und positives steuerliches Einlagekonto der Gesellschaft ihr Eigenkapital laut Steuerbilanz deutlich, weshalb die Anteilseigner bei Ausschüttung der Liquidationserlöse nicht mit persönlichen Einkommensteuern belastet worden wären (Gutachten S. 146).

Die Unterstellung einer Liquidation allein zum Zweck der Ausnutzung dieser ansonsten unbewertet bleibenden Umstände ist nicht geboten. Denn die damit einhergehenden steuerlichen Vorteile wären den Minderheitsgesellschaftern in diesem Umfang auch dann nicht zugute gekommen, wenn die Strukturmaßnahme unterblieben wäre. Entsprechendes gilt für die Reduktion der Verwaltungskosten durch die mit der unterstellten Liquidation einhergehenden Einstellung des verlustbringenden Servicegeschäfts, weil die dadurch zu erzielenden wirtschaftlichen Vorteile bei Unterbleiben der Strukturmaßnahme und der damit verbundenen Fortführung der Gesellschaft wie gehabt nicht zu erwarten waren. Dass sich die Gesellschaft im

Wesentlichen zu einer Vermögensverwaltung entwickelt habe, deren Vermögen umgeschichtet werden könne und damit liquidierbar sei, spielt entgegen der Ansicht der Beschwerdeführer zu 17 und 19 bis 21 keine Rolle, weil keine Liquidation der Gesellschaft geplant war.

3. Auf die von den Verfahrensbeteiligten in zweiter Instanz kontrovers diskutierte 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 nach all dem nicht an.

III.

Der Senat hat gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 68 Abs. 3 Satz 2 FamFG von einer erneuten mündlichen Verhandlung abgesehen, weil die Beteiligten zu den durch die Beschwerde aufgeworfenen Fragen - insbesondere nach dem Hinweisbeschluss vom 19.06.2024 (GA II 55) - rechtliches Gehör hatten und bei einer neuerlichen Vornahme keine zusätzlichen Erkenntnisse zu erwarten standen.

Die Kostenentscheidung folgt hinsichtlich der Kosten des gemeinsamen Vertreters aus § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG und im Übrigen aus § 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 nur im Ausnahmefall aufzuerlegen. Ein solcher liegt hier nicht vor. In Anbetracht der Differenz zwischen dem der festgelegten Barabfindung zugrunde liegenden und dem vom Landgericht für richtig erachteten Unternehmenswert stand nicht von vornherein fest, dass die erstinstanzlich gebilligte Abfindungshöhe Bestand haben wird. Allerdings entspricht es nach dem Verfahrensausgang auch umgekehrt 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 nicht in Betracht (BGH aaO Rn. 11 ff.).

Der Anregung der Antragstellerin zu 18 auf Zulassung der Rechtsbeschwerde war keine Folge zu geben, weil die Voraussetzungen gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 70 Abs. 2 Satz 1 FamFG nicht vorliegen. Die Rechtssache hat weder grundsätzliche Bedeutung noch erfordert die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts. Grundsätzliche Bedeutung kommt einer Rechtssache zu, wenn sie eine entscheidungserhebliche, klärungsbedürftige und klärungsfähige Rechtsfrage aufwirft, die sich in einer unbestimmten Vielzahl von Fällen stellen kann und deshalb das abstrakte Interesse der Allgemeinheit an der einheitlichen Entwicklung und Handhabung des Rechts

berührt. Klärungsbedürftig ist eine Rechtsfrage dann, wenn sie zweifelhaft ist, also über Umfang und Bedeutung einer Rechtsvorschrift Unklarheiten bestehen. Derartige Unklarheiten bestehen, wenn die Rechtsfrage vom Bundesgerichtshof bisher nicht entschieden ist und von einigen Oberlandesgerichten unterschiedlich beantwortet wird oder wenn in der Literatur unterschiedliche Meinungen vertreten werden (BGH, Beschlüsse vom 25.10.2023 - IV ZR 310/22, juris Rn. 9; vom 11.05.2021 - II ZR 56/20, WM 2021, 1692 Rn. 24). Darüber hinaus kann einer Rechtsfrage wegen ihres Gewichts für die beteiligten Verkehrskreise grundsätzliche Bedeutung zukommen (Senatsbeschluss vom 31. Mai 2023 - IV ZR 299/22, r+s 2023, 715 Rn. 12).

Die Frage, ob steuerliche Vorteile bei der Bewertung der Verwaltungskosten zwecks Ermittlung des NAV zu berücksichtigen sind, stellt schon keine Rechtsfrage dar. Im Übrigen ist weder dargetan noch ersichtlich, dass sie in der obergerichtlichen Rechtsprechung und in der Literatur umstritten wäre oder kontrovers diskutiert würde. Es ist auch nicht ersichtlich, dass ihr besonderes Gewicht für die beteiligten Verkehrskreise zukäme. Dementsprechend ist auch eine Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts zur Fortbildung des Rechts nicht geboten. Ebenso liegt keine Rechtssatzabweichung von der ober- oder höchstrichterlichen Rechtsprechung vor, die eine höchstrichterliche Entscheidung zur Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung erforderlich machte.