

**Titel:**

**Berechnung der Barabfindung einer Vermögensverwaltungsgesellschaft**

**Normenketten:**

AktG § 87 Abs. 1 S. 1, § 113, § 327a Abs. 1 S. 1, § 327b Abs. 1 S. 1, § 327f S. 2

UmwG § 2 Nr. 1, § 62 Abs. 5 S. 8

**Leitsätze:**

1. Bei einer Aktiengesellschaft, die eigenes Vermögen verwaltet, ist zur Berechnung der Barabfindung der Net-Asset-Value-Methode (NAV-Methode) der Vorzug vor der Ertragswertmethode zu geben (Anschluss u.a. an OLG Frankfurt a.M. BeckRS 2020, 33629). (Rn. 36) (redaktioneller Leitsatz)
2. Bei der Wertermittlung nach der NAV-Methode ist der Barwert der auf Gesellschaftsebene anfallenden allgemeinen Verwaltungskosten, die sich nicht auf einzelne Assets beziehen, dem Grunde nach zu berücksichtigen (Abgrenzung zu BayObLG BeckRS 1995, 6341). (Rn. 39 – 48) (redaktioneller Leitsatz)
3. Im Rahmen der allgemeinen Verwaltungskosten sind die Vorstands- und Aufsichtsratsbezüge grundsätzlich auch dann zu berücksichtigen, wenn sie in der Höhe unangemessen sein sollten. (Rn. 60 – 67) (redaktioneller Leitsatz)
4. Bei einer Vermögensverwaltungsgesellschaft ist im Rahmen der Abzinsung der jährlichen Verwaltungskosten von einer unbegrenzten Lebensdauer auszugehen. (Rn. 81 – 82) (redaktioneller Leitsatz)
5. Zur Abzinsung der Verwaltungskosten ist der Kapitalisierungszinssatz heranzuziehen, der im Rahmen einer parallel durchgeführten Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens ermittelt worden ist; der gesonderten Bestimmung eines risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalisierungszinssatzes zur Abzinsung der Verwaltungskosten bedarf es nicht. (Rn. 84 – 85) (redaktioneller Leitsatz)
6. Der Ansatz einer Marktrisikoprämie im Rahmen der vom FAUB als sachverständigem Gremium des IDW empfohlenen Bandbreite kann regelmäßig als angemessen angesehen werden (Anschluss an OLG Frankfurt a.M. BeckRS 2017, 111151). (Rn. 88) (redaktioneller Leitsatz)
7. Eine angebotene Barabfindung, die weniger als ein Prozent hinter der im Spruchverfahren ermittelten zurückbleibt, ist nicht unangemessen iSv § 327f S. 2 AktG, sodass eine abweichende Festsetzung ausscheidet. (Rn. 120 – 125) (redaktioneller Leitsatz)

**Schlagworte:**

Barabfindung, Angemessenheit, Vermögensverwaltungsgesellschaft, Net-Asset-Value-Methode, allgemeine Verwaltungskosten, Abzinsung, unbegrenzte Lebensdauer der Gesellschaft, Kapitalisierungszinssatz, Ertragswertverfahren, Marktrisikoprämie

**Vorinstanz:**

LG München I, Beschluss vom 29.04.2020 – 5 HK O 12922/18

**Fundstellen:**

LSK 2022, 11815

BeckRS 2022, 11815

NZG 2023, 334

**Tenor**

1. Die - nach Beschwerderücknahme des Antragstellers zu 65) verbliebenen - Beschwerden der Antragsteller zu 8), 14), 35), 52) bis 54) und 81) gegen den Beschluss des Landgerichts München I vom 29. April 2020 werden zurückgewiesen.
2. Auf die Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin wird der Beschluss des Landgerichts München I vom 29. April 2020 im Kostenpunkt dahingehend geändert, dass eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten für die beschwerdeführenden Antragsteller zu 8), 14), 35), 52) bis 54) und 81) nicht angeordnet wird.

Diese haben ihre außergerichtlichen Kosten erster Instanz selbst zu tragen.

3. Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin.

Eine Erstattung der den Beschwerdeführern erwachsenen außergerichtlichen Kosten wird nicht angeordnet.

4. Der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre zu leistenden Vergütung wird auf 200.000,00 € festgesetzt.

## **Gründe**

I.

1

Das Verfahren betrifft die Angemessenheit einer Barabfindung nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Rahmen eines verschmelzungsrechtlichen Squeezeout.

2

Die Beschwerdeführer waren neben den übrigen Antragstellern Aktionäre der C. AG, einer Gesellschaft mit Sitz in M., deren Geschäftsbetrieb seit einer Neustrukturierung im Zeitraum 1993/1994 im Wesentlichen in der Verwaltung eigenen Vermögens einschließlich von Immobilien bestand.

3

Gemäß Gesellschaftssatzung in der Fassung vom 30. November 2017 war das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von 588.783,00 € in 587.523 auf den Inhaber lautende Stamm-Stückaktien und 1.260 auf den Namen lautende Vorzugs-Stückaktien eingeteilt mit einem rechnerischen Anteil von 1,00 € je Aktie für beide Aktiegattungen. Der Handel der Stammaktien im Freiverkehr an der Börse M. war zum Ablauf des 30. Dezember 2016 widerrufen worden. Seit diesem Zeitpunkt erfolgte keine Notierung an Börsenplätzen in Deutschland. Die Stammaktien der Gesellschaft wurden ausschließlich über einen Makler an der Börse in H. im Freiverkehr gehandelt.

4

Die Gesellschaft war im Handelsregister des Amtsgerichts M. eingetragen. Das Geschäftsjahr war das jeweilige Kalenderjahr; der Gegenstand des Unternehmens bestand gemäß Satzung in der Führung, Übernahme, Verwaltung und Betreuung von Unternehmen und Beteiligungen, unmittelbar oder mittelbar über Dritte, sowie in dem Erwerb, der Verwaltung, Verwertung und Veräußerung von Grundbesitz. Die Gesellschaft war berechtigt, alle Geschäfte vorzunehmen, die den Gegenstand des Unternehmens fördern, Zweigniederlassungen zu errichten und Unternehmensverträge abzuschließen, insbesondere den Betrieb des Unternehmens ganz oder teilweise auf Beteiligungsgesellschaften zu übertragen.

5

Zu Beginn des Geschäftsjahres 2016 und im November 2017 veräußerte die Gesellschaft ihre beiden in M. gelegenen Immobilien, wobei auch der zuletzt genannte Veräußerungsvorgang vor dem 31. März 2018 abgeschlossen war. Am 21. Juni 2018 war die Gesellschaft Eigentümerin einer im Geschäftsjahr 2017 erworbenen Immobilie in A. und eines in 1 kg-Barren eingeteilten Goldbestandes von 475 kg. Die Gesellschaft hielt außerdem am 18. Juni 2018 in ihrem Anlagevermögen Aktienpakete an börsennotierten Unternehmen, nämlich 396.820 Aktien der Cimic Group Ltd. (Australien), 5.500.000 Aktien der Fortum Oyj Corporation (Finnland), 3.000.000 Aktien der Royal Dutch Shell PLC (Niederlande), 400.000 Aktien der Allianz SE (Deutschland), 300.000 Aktien der Nestlé S.A. (Schweiz) und 370.000 Aktien der Swiss RE Ltd. (Schweiz). Eine eigene operative Geschäftstätigkeit wies die Gesellschaft nicht auf.

6

Die als Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea - SE) organisierte Antrags- und Beschwerdegegnerin, damals noch firmierend unter B. SE, teilte der C. AG mit Schreiben vom 9. Februar 2018 mit, rund 90,84% an deren Grundkapital zu halten und eine Verschmelzung unter Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung anzustreben. Das Übertragungsverlangen wurde am 12. Februar 2018 öffentlich bekannt gemacht. Am 24. April 2018 schloss die C. AG als übertragende Gesellschaft mit der Antrags- und Beschwerdegegnerin als übernehmender Rechtsträgerin einen Verschmelzungsvertrag, nach dem die C. AG ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung auf die übernehmende Gesellschaft übertragen

sollte. Der Vertrag enthielt die Angabe, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der C. AG erfolgen solle. Das Wirksamwerden der Verschmelzung war auf die Eintragung im Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft hinausgeschoben.

## 7

Die von der übernehmenden Gesellschaft mit der Bewertung der C. AG und damit verbunden der Höhe der zu gewährenden Abfindung der Minderheitsaktionäre beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Dr. K. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft; nachfolgend: Bewertungsgutachterin oder Bewerterin) ermittelte in ihrer gutachterlichen Stellungnahme vom 17. April 2018 (Anlage AG 2) im Einzelbewertungsverfahren nach dem Net-Asset-Value-Ansatz (NAV-Ansatz) einen Unternehmenswert von 219,030 Millionen Euro bzw. 372,01 Euro je Aktie zum 31. März 2018. Der im Ertragswertverfahren errechnete Wert von 253,11 Euro je Aktie und der Liquidationswert von 318,50 Euro je Aktie, bezogen jeweils auf den 21. Juni 2018, spiegele den wahren Wert der Gesellschaft nicht wider. Der nach Handelsvolumen gewichtete Durchschnittskurs von 380,67 Euro je Aktie, ermittelt aus den Börsenkursen der dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme, sei nicht aussagekräftig.

## 8

Den Net Asset Value berechnete die Bewertungsgutachterin als Saldo zwischen dem Zeitwert der Vermögenswerte und dem Zeitwert der Schulden, abzüglich des Barwerts der künftigen Verwaltungskosten (sowie einer geplanten Dividendenausschüttung). Den Zeitwert der in A. gelegenen und mit Kaufvertrag vom 10. Februar 2017 erworbenen Immobilie setzte sie mit dem Betrag der historischen Anschaffungskosten von 4,724 Millionen Euro (Kaufpreis in Höhe von rund 4,565 Millionen Euro laut Grunderwerbsteuerbescheid zzgl. Anschaffungsnebenkosten) bei einem fortgeführten Buchwert zum 31. März 2018 von 4,612 Millionen Euro an. Den Zeitwert des Feingolds setzte sie mit 16,242 Millionen Euro an. Die Zeitwerte der Wertpapiere des Anlagevermögens ermittelte sie mit gerundet 317,709 Millionen Euro. Als bewertungsrelevant berücksichtigte sie (unter anderem) den negativen Barwert eines im Jahr 2013 eingegangenen und bis zum 8. Juni 2027 laufenden Swappeschäfts, bestehend aus einem Payer- und einem Receiver-Swap. Den Barwert der gleichfalls wertmindernd berücksichtigten künftigen Verwaltungskosten berechnete sie mit 26,441 Millionen Euro. Dem liegt die Annahme nachhaltiger Verwaltungskosten in Höhe von 1,950 Millionen Euro jährlich zugrunde. Darin enthalten sind die Bezüge von Vorstand und Aufsichtsrat in Höhe von insgesamt 1,4 Millionen Euro. Die Bewertungsgutachterin rechnete mit einem Kapitalisierungszinssatz von 7,38% und einem nach der Svensson-Methode ermittelten Basiszinssatz von 1,25% vor persönlichen Steuern sowie einer Marktrisikoprämie von 6,25% vor persönlichen Steuern. Ihrer Bemessung des Risikozuschlags legte sie einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,64 und einen verschuldeten Beta-Faktor von 0,98 zugrunde. Ausgehend von nachhaltig konstanten jährlichen Verwaltungskosten wurde der Wachstumsabschlag mit 0,0% angenommen.

## 9

Die gerichtlich bestellte Abfindungsprüferin (I. AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft; im Folgenden auch: sachverständige Prüferin) billigte im Prüfbericht vom 20. April 2018 (Anlage AG 4) den von der Bewerterin nach dem Net-Asset-Value-Verfahren ermittelten Unternehmenswert, erachtete den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Stammaktie der übertragenden Gesellschaft von 380,67 Euro bezogen auf den Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme als tauglichen Indikator für den Verkehrswert der Aktie und hielt die von der übernehmenden Gesellschaft (zunächst) festgelegte Barabfindung von 390,00 Euro je Aktie für angemessen.

## 10

Aufgrund von Veränderungen in der Vermögensstruktur der Gesellschaft (Veränderungen im Zeitwert des Feingolds, in dem Bestand sowie den Aktienkursen der Wertpapiere des Finanzanlagevermögens, in den Dividendenforderungen und in der Höhe liquider Mittel, im Zeitwert des Zinsswap-Geschäfts sowie bei den Steuerrückstellungen) korrigierte die Bewertungsgutachterin in ihrer Stichtagserklärung vom 21. Juni 2018 (Anlage AG 3) den rechnerischen Wert je Stamm- und Vorzugsaktie nach der NAV-Methode auf 389,07 Euro. Dabei wurden die Wertpapiere des Finanzanlagevermögens gemäß dem gewichteten Durchschnittsbörsenkurs der letzten drei Monate vor dem 18. Juni 2018 mit 324,677 Millionen Euro bewertet; der Zeitwert des Feingolds wurde mit 16,654 Millionen Euro angesetzt; der Barwert der künftigen Verwaltungskosten wurde auf der Grundlage einer unveränderten Annahme nachhaltiger jährlicher Kosten in Höhe von 1,950 Millionen Euro auf 26,218 Millionen Euro korrigiert. Gerechnet wurde mit einem

geringfügig erhöhten Kapitalisierungszinssatz von 7,44% und einem ebenfalls leicht erhöhten unverschuldeten Beta-Faktor von 0,66 sowie verschuldeten Beta-Faktor von 0,99 bei im Übrigen beibehaltenen Faktoren. An dem Ergebnis, dass die Höhe der Barabfindung mit 390,00 Euro angemessen sei, wurde festgehalten. Die Abfindungsprüferin bestätigte mit Erklärung vom selben Tag (Anlage AG 5) den zum 18. Juni 2018 ermittelten Net Asset Value als plausibel und sachgerecht abgeleitet; die (zunächst) angebotene Barabfindung sei weiterhin angemessen.

#### **11**

Auf die Ausführungen der Bewerterin und der Abfindungsprüferin in den genannten Anlagen wird wegen der Einzelheiten verwiesen.

#### **12**

Gemäß Nachtragsbericht der übernehmenden Gesellschaft vom 21. Juni 2018 (Anlage AG 7) wurde die Barabfindung auf 410,00 Euro je Stamm- und Vorzugs-Stückaktie angehoben. Am selben Tag beschloss die Hauptversammlung der C. AG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer Barabfindung von (nunmehr) 410,00 Euro je Stückaktie. Das Wirksamwerden des am 23. August 2018 im Handelsregister eingetragenen Beschlusses war auf die Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft hinausgeschoben. Die Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der übernehmenden Rechtsträgerin erfolgte am 28. August 2018. Dies wurde im Handelsregister der C. AG am 30. August 2018 eingetragen. Die gerichtlichen Bekanntmachungen der Eintragungen im Handelsregister erfolgten jeweils am darauffolgenden Tag.

#### **13**

Von dem Squeezeout sind 52.693 auf den Inhaber lautende Stamm-Stückaktien und 1.260 auf den Namen lautende Vorzugs-Stückaktien betroffen.

#### **14**

Minderheitsaktionäre hielten die gewährte Abfindung für zu niedrig. Sie verlangten mit ihren spätestens am 29. November 2018 bei Gericht eingegangenen Anträgen die gerichtliche Festsetzung einer über 410,00 Euro je Aktie hinausgehenden angemessenen Barabfindung, wobei nach Ansicht des Antragstellers zu 8), der im maßgeblichen Zeitpunkt 100 Aktien an der Gesellschaft hielt, eine angemessene Abfindung nicht unter dem Betrag von 470,00 Euro je Aktie liegen sollte.

#### **15**

Das Landgericht hat in der mündlichen Verhandlung am 19. Dezember 2019 zwei Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin angehört. Diese haben zu den erhobenen Einwänden mündlich ausgeführt und mehrere Alternativberechnungen übergeben. Basierend auf der Annahme abgesenkter Verwaltungskosten in Höhe von jährlich 1,4 Millionen Euro sowie unter Berücksichtigung einer Steuerersparnis auf Gesellschaftsebene wegen der Abzugsfähigkeit dieser Kosten als Betriebsausgaben errechneten sie unter Einbeziehung erhöhter Wertansätze für die Gegenstände des Anlagevermögens den Anteilswert je Aktie mit 412,70 Euro (Anlage „Adj. NAVExtremwert“ zum Sitzungsprotokoll). Der in der Verhandlung anwesende Vertreter der Bewertungsgutachterin wies darauf hin, dass die Vergütung des Vorstands in der Bilanzposition „Personalaufwand“ erfasst sei und diejenige des Aufsichtsrats in der Position „sonstige betriebliche Aufwendungen“. Nur die zuletzt genannte Position habe ausweislich der Jahresabschlüsse der Jahre 2015 bis 2017 in der Vergangenheit erhebliche Schwankungen gezeigt. Die als Planwert angesetzten Verwaltungskosten seien aus den historischen Zahlen abgeleitet und beinhalteten den Personalaufwand für Vorstand und Mitarbeiter einschließlich Sozialabgaben, die Aufsichtsratsvergütung und die übrigen betrieblichen Aufwendungen. Auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung nebst Anlagen (Blatt 154/189 d. A.) wird ergänzend verwiesen.

#### **16**

Mit Beschluss vom 29. April 2020 hat das Landgericht die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als 410,00 Euro je Aktie als unbegründet zurückgewiesen. Dabei folgte das Landgericht der Bewertung auf Basis des Net Asset Value durch die Bewerterin und die Abfindungsprüferin. Es kam zu dem Ergebnis, dass die gewährte Barabfindung von 410,00 Euro als angemessen angesehen werden müsse. Sie verschaffe dem ausscheidenden Aktionär einen vollständigen wirtschaftlichen Ausgleich für das Anteilseigentum. Die Bewertung der vermögensverwaltend tätigen Gesellschaft nach der in der Wirtschaftswissenschaft und Betriebswirtschaftslehre anerkannten sowie in der Praxis gebräuchlichen Net-Asset-Value-Methode sei sachgerecht. Der Verkehrswert der im Anlagevermögen gehaltenen Aktienpakete

sei mit den Durchschnittskursen des Dreimonats-Zeitraums vor dem Stichtag anzusetzen, um entgegenzuwirken. Die insoweit für die Barabfindung entwickelten Grundsätze müssten auch im hier gegebenen Kontext Anwendung finden. Nach den Feststellungen der Abfindungsprüferin belaufe sich dieser Wert auf 324,956 Millionen Euro. Der Wert des Goldbestands, der mit dem Schlusskurs zum 20. Juni 2018 von Bloomberg mit 16,775 Millionen Euro anzusetzen sei, liege über dem Durchschnitt der drei Monate vor dem Stichtag, der sich auf 16,74 Millionen Euro belaufe. Eine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre wegen der stichtagsbezogenen Betrachtung sei nicht zu erkennen. Gegenüber dem angesetzten Wert von 16,654 Millionen Euro, der auf den von der Bayern LB mitgeteilten Kurs abstelle, komme es lediglich zu einer Erhöhung um „rund 170.000 Euro“. Selbst wenn für die Immobilie in A. angesichts der Entwicklung auf dem Immobilienmarkt in dieser Stadt von einer Wertsteigerung um 15% ausgegangen werden sollte, führte dies bei einem Kaufpreis von 4,656 Millionen Euro nur zu einem Wert von 5,25 Millionen Euro anstelle des angenommenen Werts von 4,724 Millionen Euro. Ausweislich der Alternativberechnung der sachverständigen Prüferin komme es auch dadurch zu keiner Überschreitung eines Unternehmenswerts von 241,4 Millionen Euro. Zu Recht und im Einklang mit der sogenannten Wurzeltheorie sei der negative Barwert der Swapgeschäfte in den Net Asset Value eingeflossen. Der zur Bewertung der Pensionsrückstellungen herangezogene Rechnungszins sei zutreffend auf der Grundlage der International Financial Reporting Standards gebildet worden; eine Erhöhung unter Berücksichtigung historischer Zinsen nach den Bewertungsgrundsätzen des Handelsgesetzbuchs sei nicht gerechtfertigt. Der Barwert der künftigen Verwaltungskosten sei wertmindernd zu berücksichtigen und in der angesetzten Höhe von 1,95 Millionen Euro, davon 1,4 Millionen Euro für die Bezüge der Organmitglieder, nicht korrekturbedürftig. Von einer offensichtlich unangemessen hohen Vergütung im Sinne einer Verschwendung von Gesellschaftsvermögen könne nicht ausgegangen werden. Gegen eine solche Annahme sprächen die vorgenommene Plausibilisierung durch Vergleich mit den Kosten einer externen Vermögensverwaltung, die Tatsache, dass die Vergütung auf vertraglicher Grundlage gewährt worden sei, und die in die Angemessenheitsbeurteilung einzustellende wirtschaftliche Lage der Gesellschaft; das Verhältnis zwischen fixer und variabler Vergütung von 2/3 zu 1/3 in einem normalen Geschäftsjahr sei gleichfalls nicht zu beanstanden. Allerdings sei der gegenläufige Effekt, der sich aus der Abzugsfähigkeit der laufenden Verwaltungskosten als Betriebsausgaben ergebe, mit dem von der Abfindungsprüferin angenommenen Prozentwert (30% für Körperschaft- und Gewerbesteuer) mindernd zu berücksichtigen. Die so ermittelten jährlichen Verwaltungskosten seien abzuzinsen, wobei der Kapitalisierungszinssatz auf 7,38% vor Steuern festzusetzen sei (Basiszinssatz 1,25%; Marktrisikoprämie 6,25%; verschuldeter Beta-Faktor 0,86; unverschuldeter Beta-Faktor 0,64 bzw. 0,98 nach Relevanz). Daraus errechne sich ein Barwert von 26,441 Millionen Euro. Die übrigen Einwände seien teils bereits dem Grunde nach unberechtigt, teils jedenfalls ohne messbare Auswirkung auf das Bewertungsergebnis. Die einzige Alternativberechnung, die eine Erhöhung der Barabfindung um 0,66% auf 412,70 Euro zur Folge hätte, beruhe auf einer Herabsetzung des Barwerts der Verwaltungskosten auf der Grundlage jährlicher Kosten von 1,4 Millionen Euro. Diese Annahme könne allerdings nicht als realistisch und plausibel angesehen werden. Zudem könne angesichts der mit der Schätzung des Unternehmenswerts verbundenen Prognose nicht davon ausgegangen werden, dass es sachgerecht sein könne, eine Barabfindung als unangemessen anzusehen, „die lediglich um 0,66% höher“ liege als die von der Hauptversammlung beschlossene. Eine höhere Abfindung sei zudem weder mit Blick auf den Börsenkurs noch sonst, etwa nach dem Ertragswert, zu rechtfertigen.

## 17

Die Kosten des Verfahrens erster Instanz einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller hat das Landgericht der Antragsgegnerin auferlegt. Dies entspreche trotz des Verfahrensausgangs der Billigkeit, da eine umfangreiche Anhörung der sachverständigen Prüferin erforderlich gewesen sei und zu einem gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des Prüfungsberichts geführt habe. Deshalb könne nicht davon ausgegangen werden, dass den Anträgen von vornherein jegliche Grundlage gefehlt habe.

## 18

Auf die weiteren Ausführungen im Beschluss vom 29. April 2020 wird wegen der von den Antragstellern vorgebrachten Argumente und deren Beurteilung durch das Landgericht ergänzend Bezug genommen.

## 19

Gegen die jeweils am 11. Mai 2020 zugestellte Entscheidung haben die Antragsteller zu 8), 14), 35), 52) bis 54), 65) und 81) mit am 21. und 28. Mai sowie 3. und 8. Juni 2020 beim Landgericht eingegangen

Schriftsätzen Beschwerde eingelegt, mit der sie ihr Ziel weiterverfolgen, eine Erhöhung des angemessenen Ausgleichs zu erreichen. Die Antragstellerinnen zu 35) und 81) beantragen darüber hinaus hilfsweise, die angefochtene Entscheidung aufzuheben und die Sache „zum Zwecke einer sachgerechten Aufklärung und Erforschung der Entscheidungsgrundlagen des vorliegenden Falles“ an das Gericht der ersten Instanz zurückzuverweisen.

## 20

Die Beschwerdeführer vertreten die Ansicht, die zukünftigen Verwaltungskosten seien bei einer Bewertung nach dem NAV-Ansatz nicht wertmindernd zu berücksichtigen; jedenfalls aber seien sie in Anbetracht des tatsächlich zu verwaltenden Vermögens viel zu hoch angesetzt worden, denn der Goldbestand liege im Tresor, die Wertpapiere würden nicht aktiv gemanagt und die Bewirtschaftung der einzigen Immobilie trage sich aus den Erträgen selbst. Eine Anpassung der bestehenden Strukturen an das geänderte Geschäftsmodell sei geboten und auch zu erwarten. Die auf einem Vergleich mit den Kosten externer Verwaltergebühren beruhende Plausibilisierung sei unmaßgeblich; stattdessen hätten die zu erwartenden Verwaltungskosten sachgemäß ermittelt werden müssen. Vor allem aber würden die laufenden Erträge aus den Anlagen der Gesellschaft (Dividendenausschüttungen und Grundstückserträge) deren Verwaltungskosten in der Zukunft weit überwiegen. In diesem Zusammenhang wird außerdem kritisiert, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswerts im Ertragswertverfahren und bei der Kapitalisierung der Verwaltungskosten mit Marktrisikoprämien in unterschiedlicher Höhe („einerseits 5,5% und darüber, andererseits 6,25% vor Steuern und somit rund 5% nach Steuern“) gerechnet worden sei. Die Bildung eines Kapitalisierungszinssatzes, die insoweit anzunehmenden Ableitungsparameter und auch der Wachstumsabschlag passten zudem nicht zur Kapitalisierung künftiger Kosten im Nettoinventarwertverfahren. Die Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung verstoße gegen das Angemessenheitsprinzip (§ 87 Abs. 1 Satz 1, § 113 Abs. 1 Satz 3 AktG), wie auch ein Vergleich mit der Höhe der angesetzten Kosten im Fall einer Liquidation zeige, und könne bereits deshalb nicht über eine Ewige Kapitalisierungsrechnung „ad calendas graecas“ fortgeschrieben werden. Auch die übrigen in die Verwaltungskosten eingeflossenen Kostenansätze seien nicht vertretbar und mit dem Sparsamkeitsgebot nicht vereinbar. Erforderlich und angemessen sei ein Verwaltungsaufwand von jährlich nur 400.000 Euro. Der Wert der Swapgeschäfte dürfe nach dem Stichtagsprinzip nicht berücksichtigt werden, weil die Geschäfte ausschließlich zur Absicherung der Gesellschaft gegen Zinsveränderungen in der Zukunft dienten. Der Wertansatz für Pensionsrückstellungen sei nach unten zu korrigieren, denn er sei unter Verwendung eines zu niedrigen Rechnungszinses ermittelt worden. Da die Gesellschaft nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuchs bilanziere, sei es zu beanstanden, dass die Bewertungsgutachterin zur Bewertung der Pensionsrückstellungen auf die International Financial Reporting Standards abgestellt habe. Zur Feststellung des Werts der in A. gelegenen Immobilie hätte ein Sachverständigengutachten eingeholt werden müssen, die „Schätzung“ mit den Anschaffungskosten genüge nicht. Zum Stichtag sei insoweit ein Wertzuwachs von 0,526 Millionen Euro anzunehmen. Zur Bewertung des Aktienportfolios hätte anstelle der auf den Dreimonatszeitraum bezogenen Durchschnittsbetrachtung eine stichtagsbezogene Feststellung getroffen werden müssen, was zu einem Mehransatz geführt haben würde. Die Bezugnahme auf Bewertungsregeln für offene Immobilienfonds sei jedenfalls für die liquide handelbaren, börsennotierten Wertpapiere der Gesellschaft unangemessen. Orientiere man sich allerdings an der Bewertung von Kapitalanlagevermögen nach § 168 KAGB, sei auch die KapitalanlageRechnungslegungs- und -Bewertungsverordnung, insbesondere § 27 KARBV, zu berücksichtigen, denn Kapitalverwaltungsgesellschaften hätten den Net Asset Value der bei ihnen bestehenden Sondervermögen nach diesen Vorgaben zu ermitteln. Danach sei für die Bewertung von Vermögensgegenständen grundsätzlich der letzte verfügbare handelbare Kurs, bezogen auf den Zeitpunkt der Anteilwertermittlung, zugrunde zu legen. Der Goldbestand sei nicht mit dem Mindestwert angesetzt worden; insofern sei ein Mehransatz von 0,758 Millionen Euro erforderlich. Das Landgericht wäre verpflichtet gewesen, mithilfe geeigneter Sachverständiger den Wert der Gesellschaft stichtagsbezogen festzustellen, statt unplausiblen Annahmen der Antragsgegnerin und der Angemessenheitsprüferin zu folgen. Die Beschwerdeführer rügen es als verfahrensfehlerhaft, dass das Landgericht die Vorlage der Planungsunterlagen der Gesellschaft nicht angeordnet hat. Der Unternehmensplanung wäre zur Ermittlung einer Wertuntergrenze nach dem Ertragswertverfahren Bedeutung zugekommen. Der Ertragswert sei nicht korrekt, nämlich unter Beachtung der Neuausrichtung des Geschäftsmodells, ermittelt worden; bei methodensauberer Ermittlung hätte sich auch nach der Ertragswertmethode eine Abfindung über dem angebotenen Betrag ergeben. Außerdem verlange das Landgericht den Antragstellern Unmögliches ab, wenn es für den Erlass einer

Vorlageanordnung die Voraussetzung aufstelle, dass die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage plausibel dargelegt werde.

## 21

Der gemeinsame Vertreter der nicht selbst als Beschwerdeführer am Verfahren Beteiligten teilt diese Sicht. Bei einer Unternehmensbewertung nach dem Net Asset Value sei der mindernde Ansatz von Verwaltungskosten bereits dem Grunde nach nicht berechtigt. Für die Ermittlung des Nettoinventarwerts gebe es mit § 168 Abs. 1 KAGB eine gesetzliche Grundlage, nach der es nicht vorgesehen sei, künftig anfallende Verwaltungskosten zu kapitalisieren und abzusetzen. Darüber hinaus seien die konkret berücksichtigten Verwaltungskosten überhöht angesetzt. Nicht hinzunehmen sei es, dass die Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat, die den wesentlichen Teil der Verwaltungskosten ausmache, auf der Basis von Vergangenheitswerten mit gleichbleibenden Werten auch für die Zukunft veranschlagt worden sei, obwohl sich das Anlagekonzept der Gesellschaft durch den vor dem Stichtag erfolgten Verkauf des in M. gelegenen Immobilienbestands wesentlich geändert habe. Zum einen sei infolge des Immobilienverkaufs erheblicher Verwaltungsaufwand für die Zukunft entfallen; zum anderen sei infolge des Verkaufs ein erheblicher Bonus angefallen, der für die Zukunft nicht mehr zu erwarten sei. Jedenfalls sei die Angemessenheit der Organvergütung selbst dann durch Sachverständigengutachten zu klären, wenn es für die Organvergütung Vereinbarungen und Beschlüsse gebe. Der zur Plausibilisierung des Kostenansatzes vorgenommene Vergleich mit den Kosten für eine externe Vermögensverwaltung gehe mangels Vergleichbarkeit fehl und trage zudem das gefundene Ergebnis nicht. Sollten Verwaltungskosten dem Grunde nach abzugsfähig sein, so sei ein Sachverständiger zu folgenden Fragen zu beauftragen:

Sind die Verwaltungskosten fehlerhaft überhöht angesetzt worden, weil

- (1) die Personalkosten für Vorstand und Aufsichtsrat in Höhe von 1,4 Mio. Euro p.a. überhöht sind
- (2) die Kosten für den Geschäftsbericht und die Hauptversammlung mit 100.000 Euro p.a. überhöht sind
- (3) die Rechts- und Beratungskosten von 130.000 Euro p.a. überhöht sind
- (4) die Bürokosten (einschließlich Buchhaltung) von 150.000 Euro p.a. überhöht sind
- (5) die übrigen angesetzten Kosten von 170.000 Euro überhöht sind (Blatt 416 d. A.).

## 22

Die Vermögenswerte der Gesellschaft seien dagegen zu niedrig bewertet. Für den Wert der in A. gelegenen Immobilie sei fehlerhaft auf die Anschaffungskosten abgestellt worden. Infolge dieses vereinfachten Ansatzes sei die Wertsteigerung auf dem Immobilienmarkt in A., von der im Zeitraum von der Anschaffung bis zum Stichtag nach Presseberichten auszugehen sei, nicht erfasst worden. Der Wert müsse durch einen externen Sachverständigen stichtagsbezogen ermittelt werden. Die Werte der im Anlagevermögen der Gesellschaft gehaltenen Aktien, sämtlich „Blue Chip Aktien“ mit hoher Liquidität, hätten nicht mit den Durchschnittskursen aus einem dreimonatigen Zeitraum angesetzt werden dürfen, sondern auf der Basis stichtagsbezogener Kurse zum 21. Juni 2018 veranschlagt werden müssen.

## 23

Die Beschwerdegegnerin hält die angefochtene Entscheidung zur Hauptsache für richtig. Sie ist der Meinung, die mit den Beschwerden erhobenen Rügen seien unberechtigt und in weiten Teilen wirtschaftlich irrelevant. Mit Blick auf die Kostenentscheidung hat sie Anschlussbeschwerde eingelegt mit dem Antrag, die Entscheidung dahin zu ändern, dass die Beschwerdeführer die ihnen in erster Instanz erwachsenen außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben. Sie meint, die Kostenentscheidung widerspreche § 15 Abs. 2 SpruchG. Für Billigkeitserwägungen sei regelmäßig kein Raum, wenn der Antrag auf Erhöhung der Barabfindung erfolglos bleibe. Die Argumentation des Landgerichts verkehre das vom Gesetzgeber beabsichtigte Regel-Ausnahme-Verhältnis in sein Gegenteil und rechtfertige ihre Belastung mit den außergerichtlichen Kosten der Gegenseite nicht.

## 24

Dem sind die Beschwerdeführer entgegengetreten. Sie beantragen die Zurückweisung der Anschlussbeschwerde.

## 25

Das Landgericht hat nicht abgeholfen.

## **26**

Gemäß Verfügung vom 9. Juni 2021 (Bl. 423/426 d. A.), berichtigt mit Verfügung vom 21. Juni 2021 (Bl. 433 d. A.), ist die sachverständige Prüferin im Beschwerdeverfahren um die Beantwortung ergänzender Fragen zum Einfluss der Variabilität der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung gebeten worden. Unter dem 12. Oktober 2021 hat sich die sachverständige Prüferin hierzu geäußert (Bl. 436/456 d. A.). Die Beteiligten haben Gelegenheit erhalten, hierzu Stellung zu nehmen. Der Antragsteller zu 65) hat mit Schriftsatz vom 18. Januar 2022 sein Rechtsmittel zurückgenommen. Die übrigen Beschwerdeführer haben an ihrer Sicht festgehalten und sich gegen die Ausführungen der sachverständigen Prüferin gestellt.

## **27**

Auf die Ausführungen in den jeweiligen (Anschluss-)Beschwerdebegründungen und Erwidern sowie ergänzenden Schriftsätzen der Beteiligten einschließlich der Stellungnahme des gemeinsamen Vertreters wird wegen der Einzelheiten des Vorbringens Bezug genommen.

II.

## **28**

Die Beschwerden - soweit sie nicht zurückgenommen worden sind - sind zulässig, aber nicht begründet. Zu Recht und ohne Verfahrensfehler hat das Landgericht die auf 410,00 Euro je Aktie festgelegte Barabfindung nicht erhöht, sondern die Anträge zurückgewiesen. Demgegenüber erweist sich die unselbständige Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin insoweit, als sie nicht durch Rücknahme der Beschwerde des Antragstellers zu 65) wirkungslos geworden ist, als begründet. Vor dem Hintergrund der Hauptsacheentscheidung kann die Kostenentscheidung insoweit, als die außergerichtlichen Kosten der beschwerdeführenden Antragsteller der Antragsgegnerin auferlegt worden sind, keinen Bestand haben.

## **29**

1. Die Beschwerden sind zulässig.

## **30**

Sämtliche Beschwerdeführer sind beschwerdebefugt, denn sie waren im Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Squeezeout Aktionäre der übertragenden Gesellschaft. Die einmonatige Rechtsmittelfrist, § 17 Abs. 1 SpruchG, § 63 Abs. 1 FamFG, ist jeweils eingehalten und der nach § 17 Abs. 1 SpruchG, § 61 Abs. 1 FamFG erforderliche Beschwerdewert von mehr als 600,00 Euro ist erreicht. Er ergibt sich aus dem Unterschiedsbetrag, den der einzelne Beschwerdeführer zusätzlich für sich erstrebt, wobei die Beschwer aller Beschwerdeführer zusammenzurechnen ist, da sich die Beschwerden gegen dieselbe Entscheidung richten und dasselbe Rechtsschutzziel verfolgen (BGH, Beschluss vom 18. September 2018, II ZB 15/17, BGHZ 219, 348 Rn. 9, 19, 24 m. w. N.). Schon in der Person des Antragstellers zu 8) wird die Grenze von 600,00 Euro erreicht; sie wird unter Berücksichtigung der übrigen Beschwerdeführer deutlich überschritten.

## **31**

Zuständig für die Entscheidung über die Beschwerde ist gemäß § 12 Abs. 2 SpruchG i. V. m. § 26 Abs. 2 BayGZVJu in der seit dem 1. Mai 2020 geltenden Fassung das Bayerische Oberste Landesgericht.

## **32**

2. Die Beschwerden sind jedoch unbegründet. Die auf 410,00 Euro festgelegte Barabfindung muss, wie das Landgericht zutreffend festgestellt hat, nicht erhöht werden, sondern ist angemessen.

## **33**

a) Nach § 2 Nr. 1, § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG muss den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung gewährt werden. Ist die vom Hauptaktionär gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG festgelegte Barabfindung nicht angemessen, hat gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, § 327f Satz 2 AktG das Gericht im Spruchverfahren die angemessene Abfindung zu bestimmen.

## **34**

Diese auf die Angemessenheit der Abfindung abstellenden Bestimmungen sind im Lichte des Eigentumsgrundrechts gemäß Art. 14 Abs. 1 GG und der Eigentumsgarantie aus Art. 1 des Zusatzprotokolls Nr. 1 zur Europäischen Menschenrechtskonvention dahingehend auszulegen, dass den Minderheitsaktionären ein vollständiger wirtschaftlicher Ausgleich für den Verlust ihres Anteilseigentums zu leisten ist. Hierzu muss die Abfindung den „vollen, wirklichen“ Wert der Unternehmensbeteiligung

widerspiegeln (st. Rspr.; vgl. BVerfG, Beschluss vom 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, NJW 2012, 3020 [juris Rn. 21 f.]; Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 [306, juris Rn. 46 f.] - DAT/Altana; BGH, Beschluss vom 3. März 2020, EnVR 34/18, juris Rn. 20; Beschluss vom 12. Januar 2016, II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 23; OLG München, Beschluss vom 20. März 2019, 31 Wx 185/17, AG 2019, 659 [juris Rn. 24, 26]). Der Unternehmenswert ist dabei im Wege einer Schätzung zu ermitteln. Bestimmungen, nach welcher Methode diese Schätzung vorzunehmen ist, enthalten weder das Grundgesetz noch das einfache Gesetz. Die jeweils geeignete Bewertungsmethode ist vielmehr unter Beachtung des gesetzlichen Bewertungsziels auszuwählen, wobei die Frage, welche der Bewertungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts ist und sich nach der wirtschafts- oder betriebswissenschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis beurteilt (BGH, Beschluss vom 15. September 2020, II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 Rn. 13; Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 12 m. w. N.).

### 35

b) Gemessen an diesen Grundsätzen stellt sich im Streitfall die von der Mehrheitsgesellschafterin festgesetzte Barabfindung als angemessener Ausgleich dar, weil er den Anteil am Unternehmenswert zutreffend abbildet. Eine Änderung der angefochtenen Entscheidung des Landgerichts ist mithin nicht veranlasst. Einer Beweisaufnahme durch Einholung eines Sachverständigengutachtens bedarf es für diese Beurteilung nicht. Der Senat ist befugt, seine Prüfung auf die von den Beschwerdeführern konkret erhobenen Einwendungen zu beschränken (Drescher in BeckOGK, Stand: 1. Februar 2022, SpruchG § 12 Rn. 16; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, SpruchG § 12 Rn. 8).

### 36

aa) Mit der Net-Asset-Value-Methode (künftig: NAV-Methode) ist eine anerkannte, in der Praxis gebräuchliche und für den konkreten Bewertungszweck geeignete, fachgerechte Bewertungsmethode ausgewählt worden. Ausweislich ihrer Vermögensstruktur und im Übrigen unstrittig war die C. AG als eine eigenes Vermögen verwaltende Gesellschaft tätig. Ihrer Bewertung nach der in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten NAV-Methode ist gegenüber einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren der Vorzug zu geben. Hierzu hat das Landgericht ausgeführt, der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft resultiere vor allem aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in deren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck komme. Ausgehend hiervon ergebe sich der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft als Summe der Verkehrswerte ihrer Kapitalanlagen, die als Barwert der mit ihnen jeweils verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben gesehen werden könnten, zuzüglich des Werts sonstiger Vermögensgegenstände und abzüglich des Gegenwartswerts der Verbindlichkeiten. So verstanden handele es sich um eine modifizierte Ertragsbewertung, bei der die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft angemessen berücksichtigt würden. Sie vermeide die Schwierigkeiten, die sich bei der Prognose künftiger Erträge daraus ergäben, dass vermögensverwaltende Gesellschaften einerseits regelmäßig wiederkehrende und andererseits einmalige Erträge aus unterschiedlichen Anlageformen erwirtschafteten.

### 37

Diese Auffassung steht im Einklang mit der mittlerweile ständigen Rechtsprechung (vgl. nur OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 3. November 2020, 21 W 76/19, AG 2021, 275 [juris Rn. 20 f.]; Beschluss vom 8. September 2016, 21 W 36/15, AG 2017, 553 [juris Rn. 32 ff.]; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 25. Mai 2020, 12 W 17/19, AG 2020, 755 [juris Rn. 45 ff.]; OLG München, Beschluss vom 12. Juli 2019, 31 Wx 213/17, AG 2020, 56 [juris Rn. 52 ff.]) und wissenschaftlichen Veröffentlichungen (vgl. Arnold/Rothenburg in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, § 33 Spruchverfahren Rn. 33.58; Creutzmann/Stellbrink, BOARD 2019, 225 [226 f.]; Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 ff., 2/2013, 64 ff. und 4/2007, 7 ff.; kritisch Quill/Gottmann/Pauli, WPg 2021, 1545 ff., die von einem „Nischendasein“ sprechen). Vergeblich wenden die Beschwerdeführer mit Blick auf § 168 KAGB ein, die NAV-Methode sei zwar für offene Immobilienfonds angemessen, im Streitfall jedoch deshalb als unangemessen anzusehen, weil die Gesellschaft liquide handelbare börsennotierte Wertpapiere („blue chips“) halte. Die dargestellten Vorzüge einer Wertermittlung nach der NAV-Methode gegenüber einer solchen nach der Ertragswertmethode treffen gleichermaßen auf nicht operativ tätige, sondern eigenes Vermögen verwaltende Gesellschaften zu, deren Vermögen - wie üblich - heterogen zusammengesetzt ist

und teilweise in Wertpapieren wie Aktien besteht (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 2/2013, 64 [64] und BewertungsPraktiker 4/2007, 7 [8]). Mit Blick auf Anlagevermögen und Geschäftsmodell der C. AG erscheint im Streitfall diese Bewertungsmethode mithin als am besten zur Ermittlung des Unternehmenswerts geeignet.

### 38

bb) Ohne Erfolg wenden sich die Beschwerdeführer gegen den wertmindernden Ansatz des Barwerts der künftigen Verwaltungskosten.

### 39

(1) Der Barwert der künftigen allgemeinen Verwaltungskosten ist dem Grunde nach bei der Wertermittlung nach dem NAV-Ansatz zu berücksichtigen.

### 40

Die auf Gesellschaftsebene anfallenden, nicht auf einzelne Assets bezogenen Verwaltungskosten schlagen sich in den Marktwerten (Verkehrswerten) der einzelnen Kapitalanlagen - anders als die jeweiligen objektbezogenen (Verwaltungs-) Kosten - nicht wertmindernd nieder. Nachvollziehbar beeinflusst der erwartbare Aufwand an laufenden allgemeinen Verwaltungskosten allerdings wie sonstige, noch nicht fällige Verbindlichkeiten den Wert des Unternehmens negativ. Es handelt sich ausschließlich um solche Kosten der Unternehmensführung, die nicht bereits bei der Ermittlung der Marktwerte der Assets berücksichtigt werden, weshalb keine doppelte Erfassung zum Nachteil der Aktionäre erfolgt; als erwartbarer Aufwand beeinflussen sie den Wert des damit belasteten Unternehmens. Der Net Asset Value des Unternehmens repräsentiert - wie das Landgericht im Anschluss an die Darlegung der sachverständigen Prüferin (S. 10 des Prüfberichts vom 20. April 2018) ausgeführt hat - die Summe der Barwerte der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Werts sonstiger Vermögensgegenstände und abzüglich des Gegenwartswerts der Verbindlichkeiten; er spiegelt den Barwert der voraussichtlichen Erträge bzw. Zahlungsüberschüsse wider (vgl. auch OLG München, AG 2020, 56 [juris Rn. 53]; Creutzmann/Stellbrink, BOARD 2019, 225 [227]; Creutzmann, BewertungsPraktiker 4/2007, 7 [9]).

### 41

Es ist mithin sachgerecht und steht nicht im Widerspruch zu den gesetzlichen Bewertungszielen, die genannten Kosten als relevanten Faktor bei der Bewertung des Unternehmens nach der NAV-Methode zu berücksichtigen. Deshalb folgt der Senat der sachverständigen Prüferin, die in Übereinstimmung mit der in der Bewertungspraxis favorisierten Auffassung den Abzug des Barwerts der Verwaltungskosten bei der Ermittlung des Unternehmenswerts als zutreffend erachtet (vgl. auch OLG Karlsruhe, AG 2020, 755 [juris Rn. 45]; OLG Frankfurt a. M., AG 2017, 553 [juris Rn. 55] mit Anmerkung Altenhofen in jurisPR-HaGesR 5/2017; LG Hamburg, Beschluss vom 29. Juni 2015, 412 HKO 178/12, juris Rn. 135, 145 f.; Ruiz de Vargas in Bürger/Körber/Lieder, AktG, 5. Aufl. 2021, Anhang zu § 305 Unternehmensbewertung Rn. 15a, 64; Jaspers/Posch in Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2. Aufl. 2019, Anhang § 11 SpruchG Rn. 88a; Creutzmann/Stellbrink, BOARD 2019, 225 [227]; Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [78 f.]; kritisch: Quill/Gottmann/Pauli, WPg 2021, 1545 [1549]).

### 42

(2) Die Regelung in § 168 KAGB, die den Wert offenen Publikumsinvestmentvermögens und den Nettoinventarwert der Anteile daran betrifft, allerdings Verwaltungskosten nicht als wertrelevante Position benennt, steht dem nicht entgegen. Diese Bestimmung enthält keine allgemeine, gesetzliche Vorgabe für das Bewertungsverfahren nach dem Net Asset Value und die dabei einzuhaltende Methodik (vgl. auch Selkinski in Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 3. Aufl. 2021, § 168 Rn. 13 ff.; Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [76]; Quill/Gottmann/Pauli, WPg 2021, 1438 [1441] und WPg 2021, 1545 [1549 f.]).

### 43

Zur Ermittlung des Werts vermögensverwaltender Gesellschaften wird nach der in der Praxis etablierten Methode die Differenz zwischen den Marktwerten des Vermögens und den Marktwerten der Verbindlichkeiten der Gesellschaft unter Abzug auch des Barwerts derjenigen Verwaltungskosten gebildet, die unter der Annahme der Unternehmensfortführung für die Verwaltung des eigenen Gesellschaftsvermögens anfallen (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [76]). Daneben existieren die von der European Public Real Estate Association (EPRA) ausgegebenen Definitionen des Net Asset Value mit diversen Anpassungen, die mit dem Ziel der Entwicklung einheitlicher Bewertungs- und

Berichterstattungsregeln auf dem europäischen Immobiliensektor entwickelt worden sind (vgl. Quill/Gottmann/Pauli, WPg 2021, 1438 [1442 f., 1449]; Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [76]; auch Wollny, BewertungsPraktiker 3/2012, 102 [103]). Der EPRA-NAV soll „branchenbasiert standardisierte, transparente und vergleichbare Informationen“ liefern (Quill/Gottmann/Pauli, WPg 2021, 1545 [1546]). Zwar finden nach jenen Standards lediglich die auf die jeweiligen Assets bezogen anfallenden Verwaltungskosten Berücksichtigung (vgl. Hornschu//Neuf in Emde/Dornseifer/Dreibus, KAGB, 2. Aufl. 2019, § 169 Rn. 15), während der Barwert der übrigen Verwaltungskosten außer Betracht bleibt (vgl. auch LG Hamburg a. a. O.; Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [76] und BewertungsPraktiker 2/2013, 64 [67]). Jedoch statuieren weder die Definitionen der EPRA noch die Regelung in § 168 KAGB, die über §§ 248, 286, 271 und 278 KAGB auf weitere Anlageformen entsprechende Anwendung findet, Vorgaben für die Bewertung vermögensverwaltender Unternehmen. § 168 KAGB kommt auch keine Indizwirkung für die „Richtigkeit“ oder „Unrichtigkeit“ der Berücksichtigung von Verwaltungskosten bei der Bewertung vermögensverwaltender Unternehmen nach der NAV-Methode zu (vgl. auch OLG Frankfurt a. M., AG 2017, 553 [juris Rn. 55 a. E.] m. w. N.). Der Werteffekt allgemeiner, das heißt nicht objektbezogener und daher in den Einzelwerten nicht erfasster Verwaltungskosten ist jedenfalls aus den dargelegten Gründen zu bejahen. Dahinstehen kann dabei, ob die Berücksichtigung als „Anpassung“ zu bezeichnen ist, die zur sachgerechten Erfassung des Unternehmenswerts anhand des Net Asset Value vorzunehmen sei (zu dieser Formulierung vgl. OLG Frankfurt a. M., AG 2021, 275 [juris Rn. 21]), oder ob die für die laufende Vermögensverwaltung anfallenden Kosten ohnehin bei einer sachgerechten Ermittlung des Net Asset Value vermögensverwaltender Gesellschaften berücksichtigt werden müssen (so Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [78]). Denn unabhängig von der sprachlichen Benennung besteht in der Sache kein Unterschied.

#### 44

(3) Ohne Erfolg wenden sich die Beschwerdeführer gegen die Berücksichtigung der Verwaltungskosten, die im Streitfall insbesondere durch die Höhe der Bezüge der Organmitglieder getrieben sind, mit dem Argument, die Kosten der Verwaltung lägen weit unter den laufenden Erträgen aus den Kapitalanlagen, würden mithin durch die Erträge mehr als ausgeglichen. Die Ertragskraft der Kapitalanlagen fließt, wie ausgeführt, bereits in deren jeweiligen Markt- oder Verkehrswert ein. Eine nochmalige Berücksichtigung der voraussichtlichen Erträge als Gegenposition zu den nicht assetbezogenen Verwaltungskosten scheidet daher aus.

#### 45

Dass „in vielen Fällen ... darauf verzichtet wird, den ... NAV noch um die kapitalisierten Verwaltungskosten zu mindern“ (Creutzmann, BewertungsPraktiker 4/2007, 7 [9]), besagt nicht, dass die Berücksichtigung unter Bewertungsgesichtspunkten zu unterbleiben habe. Es handelt sich um Kosten der Unternehmensführung, die nicht bereits bei der Ermittlung der Marktwerte der Assets berücksichtigt sind und den Wert des mit diesen Zusatzkosten belasteten Unternehmens beeinflussen. Bleiben bei der Ermittlung der Barabfindung die kapitalisierten Verwaltungskosten unberücksichtigt, erfolgt dies zugunsten der ausscheidenden Minderheitsaktionäre (Creutzmann, BewertungsPraktiker 4/2007, 7 [9]). Ein Anspruch auf eine solche Behandlung besteht jedoch nicht, denn auszugleichen ist - wie ausgeführt - nur der wahre, wirkliche Wert der Beteiligung am Unternehmen.

#### 46

(4) Damit setzt sich der Senat nicht in Widerspruch zu dem Beschluss des Bayerischen Obersten Landesgerichts vom 31. Mai 1995, 3Z BR 67/89, AG 1995, 509.

#### 47

Entgegen der Meinung der Beschwerdeführer ergibt sich aus jener Entscheidung für den Streitfall nichts. Dort ist ausgeführt, dass der Liquidationswert bei einer Gesellschaft, deren Ertragsaussichten auf Dauer negativ seien, regelmäßig die Untergrenze für die Bemessung der angemessenen Barabfindung darstelle. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts, die für einen bestimmten Tag vorzunehmen sei, seien stille Reserven aufzulösen, der innere Geschäftswert (Firmenwert, Kundschaft, gewerbliche Schutzrechte etc.) sei zu berücksichtigen; anzusetzen seien die wahren Werte, nicht die Buchwerte. Verwaltungskosten, die nur deshalb entstünden, weil man von einer mehrjährigen Abwicklungsdauer ausgehe, könnten nicht angesetzt werden, ohne etwaige Steigerungen der Grundstückspreise und die Verzinsung von Kapital zu berücksichtigen, das aus der Verwertung von bereits im ersten Jahr veräußerten Unternehmensteilen erwachse. Festzuhalten bleibe, dass der Liquidationswert (in jenem Streitfall) ein fiktiver Wert sei, weil das

Unternehmen tatsächlich nicht liquidiert worden sei und weiterlaufe. Der Wert werde nur ermittelt, um den ausscheidenden Aktionären die ihnen zustehende volle Abfindung zu gewährleisten. Deshalb könnten Kosten für eine Art „Kapitalverwaltungsabwicklungsgesellschaft“ nicht in Ansatz gebracht werden.

#### **48**

Eine Sonderkonstellation, wie sie dieser Entscheidung zugrunde gelegen hat, ist im Streitfall nicht gegeben. Die Ertragsaussichten der Gesellschaft sind positiv; die Gesellschaft wird nicht liquidiert, sondern fortgeführt. Die künftigen Verwaltungskosten der Gesellschaft stellen keine Abwicklungskosten dar, sondern Kosten, die für die Fortsetzung der vermögensverwaltenden Tätigkeit anfallen. Dass sie für den Marktwert des Unternehmens nicht irrelevant sind, folgt aus ihrem den Überschuss schmälern Effekt. Nach dem oben Ausgeführten handelt es sich bei dem gewählten methodischen Ansatz nicht um eine Substanzbewertung des Unternehmens, die dessen Rekonstruktionswert widerspiegeln, sondern um eine modifizierte Ertragsbewertung, in der die Ertragskraft der Assets ihren Niederschlag findet, wobei zusätzliche positive (werterhöhende) Synergieeffekte aus dem Zusammenspiel der Vermögensgegenstände nicht existieren, hingegen negative (wertmindernde) Synergieeffekte - wie im Streitfall mit Blick auf die nicht objektbezogenen Verwaltungskosten - durchaus möglich sind (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 2/2013, 64 [66] und BewertungsPraktiker 4/2007, 7 [9]).

#### **49**

cc) Keiner Korrektur bedarf der in den jährlichen Verwaltungskosten von 1,95 Millionen Euro enthaltene Ansatz für die Bezüge der Vorstandsmitglieder (700 TEuro; Anlage „Verwaltungskosten“ zum Sitzungsprotokoll sowie Aufschlüsselung in der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 12. Oktober 2021, Seite 5). Die Planannahme ist unter Berücksichtigung der ergänzenden Ausführungen der sachverständigen Prüferin nachvollziehbar und plausibel.

#### **50**

(1) Fehl geht die Kritik der Beschwerdeführer an der Höhe des angesetzten Verwaltungsaufwands insoweit, als sie beanstanden, die Vergütung für zwei Vorstandsmitglieder sei angesichts der zu erledigenden Aufgaben übersetzt.

#### **51**

Maßgeblich sind die tatsächlichen Verhältnisse der Gesellschaft. Dementsprechend hat der Vertreter der sachverständigen Prüferin in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht ausgeführt, dass das tatsächliche Unternehmenskonzept mit einer vom Aufsichtsrat gebilligten Vorstandsvergütung (und einer seitens der Aktionäre gebilligten Aufsichtsratsvergütung) zu berücksichtigen sei. Als ausschlaggebend sei daher angesehen worden, „was an Kosten tatsächlich angefallen ist und wie dies auch vom Abschlussprüfer testiert wurde“. Es sei nicht Aufgabe des (Abfindungs-) Prüfers zu beurteilen, welche Qualität die Tätigkeit des Vorstands habe. Zutreffend hat sodann das Landgericht in der angefochtenen Entscheidung darauf abgestellt, dass die Höhe der Vorstandsvergütung auf Vertrag beruhe.

#### **52**

Der Verweis darauf, dass für Liquidationskosten nur ein Betrag unterhalb der jährlichen Verwaltungskosten angenommen worden sei, vermag die Höhe des Ansatzes gleichfalls nicht zu erschüttern. Die Beschwerdeführer übersehen insoweit bereits, dass in die Liquidationskosten laufende operative Kosten nur für etwa ein halbes Jahr eingeflossen sind. Der behauptete Widerspruch besteht deshalb nicht.

#### **53**

(2) Dass die sachverständige Prüferin von einer Fortführung und Verlängerung der Vorstandsverträge ausgegangen ist, ist gleichfalls nicht zu beanstanden.

#### **54**

Nach den Angaben des Vorstandsmitglieds der Antragsgegnerin in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht setzt die Vergütungsstruktur der Vorstandsverträge kein Mindestmaß an Immobilienbesitz voraus. Diese Angabe durfte das Landgericht im Rahmen seiner freien, aus dem gesamten Inhalt des Verfahrens gewonnenen Überzeugung berücksichtigen, § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 37 Abs. 1 FamFG. Eine Reduzierung der Anzahl der Vorstandsmitglieder ist laut Planung nicht vorgesehen. Diese Planung ist angesichts des Umfangs des zu verwaltenden Vermögens mit Blick auf die Aufrechterhaltung des Vier-Augen-Prinzips im Vorstand als nachvollziehbar und unabhängig vom Arbeitsanfall als plausibel anzusehen.

Deshalb greift der Einwand, eine Anpassung „der bestehenden Strukturen“ an das geänderte Geschäftsmodell sei zu erwarten, nicht.

#### **55**

(3) Gleichmaßen nicht zielführend sind die Argumente, mit denen sich die Beschwerdeführer gegen die Wertung des Landgerichts wenden, die Vorstandsvergütung sei bereits nicht unangemessen hoch.

#### **56**

Eine Vergütungsvereinbarung, die nicht im Einklang mit den in § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG normierten Grundsätzen für die Bezüge der Vorstandsmitglieder stünde, ist gleichwohl rechtswirksam; der aus ihr erwachsende Vergütungsanspruch ist durchsetzbar (vgl. Spindler in Münchener Kommentar zum AktG - Nachtrag zum ARUG II, 5. Aufl. 2021, AktG § 87 Rn. 141; Koch in Hüffer/Koch, AktG, 16. Aufl. 2022, § 87 Rn. 45; Seibt in K. Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl. 2020, § 87 Rn. 36; Melot de Beauregard, DB 2021, 2825 ff.).

#### **57**

Zudem hat die sachverständige Prüferin im Rahmen der Vertretbarkeitskontrolle und Plausibilisierung des Planwerts berücksichtigt, dass nach dem angepassten Geschäftsmodell der C. AG der Schwerpunkt in der Zukunft auf dem Management eines Wertpapierportfolios liegen werde, während auf die Realisierung von Wertsteigerungspotenzialen aus der Entwicklung eines Immobilienbestands künftig verzichtet werden solle (S. 47 des Angemessenheitsberichts vom 20. April 2018). Indem sie die von der Bewertungsgutachterin (unter Verzicht auf einen Wachstumsabschlag) angesetzten nachhaltigen jährlichen Verwaltungskosten den Kosten für eine externe Vermögensverwaltung zuzüglich der noch verbleibenden sonstigen operativen Aufwendungen gegenübergestellt hat, hat sie zur Ermittlung der Bandbreite, innerhalb derer der angesetzte Betrag als vertretbar angesehen werden könne, auf ein sachgerecht gewähltes Kriterium abgestellt. Denn übernehmen Organmitglieder die Vermögensverwaltung als eigene Aufgabe, können sie grundsätzlich eine Vergütung in Höhe der Kosten erwarten, die bei einer Vergabe an einen externen Dienstleister anfielen. Ohne Erfolg rügen die Beschwerdeführer dieses Vorgehen und meinen, stattdessen sei die sachverständige Prüferin verpflichtet gewesen, die zu erwartenden Verwaltungskosten entsprechend dem tatsächlichen Aufwand für die Verwaltung der verbliebenen Vermögensgegenstände „sachgemäß“ zu ermitteln bzw. einen Betrag in Höhe von 0,1% des Aktienvermögens gemäß den Bedingungen von Großbanken anzunehmen. Der Angriff zielt letztlich darauf ab, zum Zweck der Unternehmensbewertung die tatsächliche Vergütungsstruktur durch eine von den Beschwerdeführern für angemessen erachtete zu ersetzen. Dies ist, wie ausgeführt, unzulässig.

#### **58**

Zudem ist das Ergebnis der Unternehmensplanung mit Blick auf die einer Planung stets innewohnenden Unsicherheiten nur eingeschränkt überprüfbar. Zu beurteilen ist, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen und deren Ableitung aus den Ergebnissen der Vergangenheit plausibel, mithin nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind, wozu auch gehört, dass die Erstellung der Planung auf zutreffenden Informationen beruht (vgl. OLG München, Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, juris Rn. 34; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl. 2020, Rn. 387 ff., 399, 1358). Als plausibel erachtete Planzahlen sind für die Bewertung zu übernehmen. Deshalb ist es nicht zu beanstanden, dass die sachverständige Prüferin im Rahmen der Vertretbarkeitskontrolle lediglich einen Vergleich mit den Kosten einer externen Wertpapierverwaltung sowie eine Betrachtung der historischen Zahlen vorgenommen hat. Hingegen geht der Einwand des gemeinsamen Vertreters fehl, wonach die Änderung des Unternehmenskonzepts zur Folge habe, dass nicht mehr zwei Vorstandsmitglieder „benötigt“ würden. Weiter ist es irrelevant, ob andere Gesellschaften, auch Schwestergesellschaften der C. AG, mit einem Bruchteil der Verwaltungskosten auskommen.

#### **59**

(4) Des Weiteren hat die sachverständige Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme ausführlich und nachvollziehbar dargelegt, dass es zur fundierten Plausibilisierung des für die Vorstandsvergütung angesetzten Planwerts trotz der variablen Vergütungsanteile nicht erforderlich war, die Vergütungsvereinbarungen mit den Vorstandsmitgliedern offenzulegen. Mit ihren ergänzenden Ausführungen hat sie die Plausibilisierung des angesetzten Planwerts für Personalaufwendungen auch unter Berücksichtigung des variablen Anteils an der Vorstandsvergütung vertieft dargestellt und umfänglich erläutert.

**60**

Sie hat ihre protokollierte Aussage in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht („Wenn variable Vergütungsbestandteile enthalten sein sollten, könnte dies relevant werden“) wie folgt erläutert: Enthielten die Verwaltungskosten variable Kostenbestandteile, wie im Hinblick auf die Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat, so sei eine Einschätzung des zu erwartenden durchschnittlichen Niveaus zu treffen, während eine unreflektierte Fortschreibung von außergewöhnlich hohen oder außergewöhnlich niedrigen variablen Bestandteilen, die als nicht repräsentativ für ein langfristig im Durchschnitt zu erwartendes Niveau anzusehen seien, nicht sachgerecht wäre. Hier habe die Bewertungsgutachterin die nachhaltig erwarteten Verwaltungskosten ausgehend von den in der Vergangenheit realisierten Ist-Kosten abgeleitet, jedoch die Personalaufwendungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nicht pauschal fortgeschrieben, sondern erwartete Kostenreduzierungen einbezogen. Anzeichen für eine unreflektierte Fortschreibung außergewöhnlich hoher Verwaltungsaufwendungen aus der Vergangenheit seien anhand der Vergangenheitswerte der Jahre 2013 bis 2017, des daraus gezogenen Durchschnittswerts und des Planwerts nicht zu erkennen.

**61**

Sie hat des Weiteren ihre Beurteilung der Plausibilität der von der Bewertungsgutachterin als Teil der nachhaltigen Verwaltungskosten angesetzten Personalaufwendungen näher erläutert. Hierzu hat sie ausgeführt, die Beurteilung sei zum einen anhand der zum Vergleich herangezogenen Kosten einer (fiktiven) externen Vermögensverwaltung und zum anderen anhand der in der Vergangenheit tatsächlich angefallenen Verwaltungsaufwendungen der C. AG erfolgt. Es sei davon auszugehen, dass der Personalaufwand für die Vorstandsvergütung und eine weitere Mitarbeiterin nachhaltig anfallen werde und daher in den Verwaltungskosten dem Grunde nach zu berücksichtigen sei. Die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Personalaufwendungen lägen unter dem Betrag der vergleichbaren Aufwendungen im Geschäftsjahr 2017, allerdings leicht über dem durchschnittlichen Niveau der Aufwendungen im Betrachtungszeitraum 2013 bis 2017. Zwar treffe es zu, dass der Aufwand für die Vorstandsvergütung im Geschäftsjahr 2017 durch eine für das nachhaltige Niveau nicht repräsentative variable Vergütungskomponente beeinflusst sein könnte, weil das Geschäftsjahr 2017 durch einen vergleichsweise hohen Jahresüberschuss geprägt sei. Allerdings habe die Gesellschaft im Jahr 2013 einen Jahresfehlbetrag ausgewiesen. Der aus dem Betrachtungszeitraum 2013 bis 2017 gebildete Durchschnittswert für Personalaufwendungen stelle sich als gute Indikation für einen nachhaltig zu erwartenden Personalaufwand dar, da er sowohl Jahre mit niedrigen Jahresergebnissen bzw. Jahresfehlbeträgen wie auch solche mit hohen Jahresüberschüssen umfasse. Es sei deshalb davon auszugehen, dass die im Aufwand enthaltenen variablen Vergütungskomponenten auch repräsentativ für ein nachhaltig zu erwartendes Niveau seien. Die Betrachtung des Vergangenheitszeitraums zeige, dass trotz stark schwankender Jahresergebnisse die Bandbreite für die Gehälter vergleichsweise eng sei, so dass die Auswirkungen einer erfolgsabhängigen Vergütungskomponente überschaubar erschienen. Aus diesen Gründen sei es im Rahmen der internen Plausibilisierung nicht erforderlich, die detaillierten Regelungen zur variablen Vergütung zu kennen; vielmehr böten die Vergangenheitswerte eine ausreichende Grundlage für die Ableitung der plausiblen Bandbreite, in deren mittleren Bereich die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Personalaufwendungen lägen.

**62**

Die sachverständige Prüferin hat damit klargestellt, dass mit der protokollierten Aussage („könnte relevant werden“) kein Vorbehalt gegen die eigenen Ausführungen im schriftlichen Bericht und in der mündlichen Verhandlung verbunden ist. Aufgrund der umfangreichen Ausführungen und der nachvollziehbaren, einleuchtenden Begründung besteht zudem kein Anlass für die Annahme, mit Blick auf den variablen Bestandteil der Vorstandsvergütung könnte sich die Plausibilisierung wegen unzulänglicher Tatsachengrundlage als nicht belastbar darstellen (dazu: Creutzmann, BewertungsPraktiker 1/2021, 12). Vielmehr hat die sachverständige Prüferin aufgezeigt, dass ihre Plausibilitätsprüfung trotz Unkenntnis vom genauen Inhalt der mit den Vorstandsmitgliedern bestehenden Vergütungsvereinbarungen hinreichend fundiert und zuverlässig ist. Denn sie hat umfassend und nachvollziehbar die Gründe für ihre Bestätigung dargelegt, dass der angesetzte Planwert nicht nur vor dem Hintergrund einer externen Plausibilisierung, sondern auch vor dem Hintergrund einer internen Plausibilisierung als vertretbar anzusehen sei.

**63**

dd) Die weiteren Ausführungen der sachverständigen Prüferin zur Plausibilisierung des im Planwert für Verwaltungsaufwendungen enthaltenen Ansatzes für die Aufsichtsratsvergütung (700 TEuro; Anlage „Verwaltungskosten“ zum Sitzungsprotokoll sowie Aufschlüsselung in der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 12. Oktober 2021, Seite 5) vermögen allerdings nicht vollständig zu überzeugen. Den verbleibenden Zweifeln ist jedoch nicht weiter nachzugehen, da eine Erhöhung des Abfindungsbetrags auch dann nicht zu gewähren ist, wenn lediglich der Mindestwert angesetzt wird.

#### **64**

(1) Unbehelflich bleiben auch in diesem Kontext die Argumente, mit denen sich die Beschwerdeführer gegen die Wertung des Landgerichts wenden, die Vergütung sei bereits nicht unangemessen hoch.

#### **65**

Die Vergütungsansprüche der Aufsichtsratsmitglieder ergeben sich im Streitfall aus der Satzung der Gesellschaft (vgl. § 113 Abs. 1 Satz 2 Alt. 1 AktG).

#### **66**

Entgegen der Darstellung des gemeinsamen Vertreters ist der variable Vergütungsanteil nicht am Bilanzgewinn, sondern an den Dividenden orientiert; er ist der Berechnungsregel des § 113 Abs. 3 Satz 1 AktG in der hier maßgeblichen, bis zum 31. Dezember 2019 maßgeblichen Fassung [a. F.] mithin nicht unterworfen (vgl. v. Schenck in Semmler/v. Schenck, Der Aufsichtsrat, 2015, AktG § 113 Rn. 63). Die Anknüpfung an die Höhe der ausgeschütteten Dividenden ist sowohl nach der Rechtslage im Zeitpunkt dieser Entscheidung als auch nach derjenigen bei Durchführung der Strukturmaßnahme entgegen der Darstellung des gemeinsamen Vertreters zulässig (vgl. Drygala in K. Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl. 2020, § 113 Rn. 33; v. Schenck in Semmler/v. Schenck, a. a. O.).

#### **67**

Selbst wenn die Vergütungsregelung in der Satzung im Widerspruch zu dem in § 113 Abs. 1 Satz 3 AktG (in der damals und bis heute unverändert geltenden Fassung) verankerten Gebot der Angemessenheit stünde, wäre sie nicht nichtig, sondern - vorbehaltlich einer Herabsetzung durch Beschluss der Hauptversammlung, der aufgrund der Streichung des § 113 Abs. 1 Satz 4 AktG a. F. durch Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) vom 12. Dezember 2019, BGBl. I 2019 S. 2637 ff., mit Wirkung vom 1. Januar 2020 der qualifizierten Mehrheit gemäß § 179 Abs. 2 AktG bedarf - zu befolgen (vgl. v. Schenck in Semmler/v. Schenck, Der Aufsichtsrat, AktG § 113 Rn. 39 ff.; Habersack in Münchener Kommentar zum AktG - Nachtrag zum ARUG II, AktG § 113 Rn. 1).

#### **68**

(2) Nicht überzeugen können jedoch die ergänzenden Erwägungen der sachverständigen Prüferin zur internen Plausibilisierung des für die Aufsichtsratsvergütung angesetzten Planwerts.

#### **69**

Die sachverständige Prüferin hat den Planwert für die Aufsichtsratsvergütung als weiteren Bestandteil der nachhaltigen Verwaltungskosten unter Betrachtung der jährlichen Dividendenzahlung und Aufsichtsratsvergütung im Betrachtungszeitraum 2013 bis 2017 erläutert. Danach liegt der Planwert für die Aufsichtsratsvergütung im oberen Bereich einer aus den historischen Daten der Gesellschaft abgeleiteten Bandbreite. Außerdem hat die sachverständige Prüferin auf der Basis von Annahmen zur nachhaltigen Dividende sowie zum nachhaltigen Jahresergebnis ergänzende Berechnungen unter Zugrundelegung der konkreten, satzungsmäßig niedergelegten Vergütungsregelung angestellt (S. 15 bis 17 der ergänzenden Stellungnahme; Bl. 450/452 d. A.). Unter der Annahme einer gegenüber dem Geschäftsjahr 2017 unveränderten nachhaltigen Dividende von 5,875 Millionen Euro ergebe sich rechnerisch eine unter dem Planwert von 700 TEuro liegende Aufsichtsratsvergütung in Höhe von 602 TEuro (zzgl. Auslagenersatz), unter der Annahme einer nachhaltigen Dividendenzahlung von 8,521 Millionen Euro hingegen eine über dem Planwert liegende Aufsichtsratsvergütung in Höhe von 866 TEuro (zzgl. Auslagenersatz). Der Betrag von 8,521 Millionen Euro ergebe sich unter Zugrundelegung einer marktüblichen Ausschüttungsquote von 50% sowie eines durchschnittlich zu erwartenden Jahresüberschusses von 17,043 Millionen Euro, der sich wiederum aus der Verzinsung des zum Bewertungsstichtag nach der NAV-Methode ermittelten Unternehmenswerts von 229,079 Millionen Euro mit den entsprechenden Eigenkapitalkosten ergebe.

#### **70**

Die Berechnung der Antragstellerinnen zu 52) bis 54) im Schriftsatz vom 27. Dezember 2021, mit der sie ihren Vorwurf begründen, die sachverständige Prüferin unterstelle ins Blaue hinein einen Betrag von 700 TEuro, zeigt zwar ein Fehlverständnis der Satzungsregelung auf. Nach der Satzung errechnet sich der variable Anteil der Aufsichtsratsvergütung als Bruchteil von dem Differenzbetrag, der sich durch Abzug eines Betrags von 1,6% des eingezahlten Grundkapitals von der Dividende für Stammaktien ergibt. Die Antragstellerinnen zu 52) bis 54) rechnen hingegen mit einem Abzugsbetrag von 1,6% des Bilanzgewinns. Ihre Kritik geht deshalb fehl.

#### 71

Jedoch steht die Berechnung der sachverständigen Prüferin, die zu einer sogar über dem Planwert liegenden jährlichen Aufsichtsratsvergütung in Höhe von 866 TEuro führt, insofern auf keiner hinreichend tragfähigen Grundlage, als die angenommene jährliche Dividendenzahlungen auf ein Jahresergebnis zurückgeht, das unter Entfernung von der eigenen Planung des Unternehmens lediglich rechnerisch vom - unterstellten - Unternehmenswert abgeleitet worden ist.

#### 72

Zutreffend weist der gemeinsame Vertreter darauf hin, dass nach der eigenen Planung der Gesellschaft, wiedergegeben auf S. 42 des Bewertungsgutachtens (Anlage AG 2), Jahresüberschüsse von „nur“ 8.545,4 TEuro im Jahr 2019 und 7.870,1 TEuro in den Jahren 2020 ff. erwartet werden bei einem erwarteten Jahresüberschuss von 121.753,2 TEuro im Jahr 2018. Von dieser Planung entfernt sich die Rechnung der sachverständigen Prüferin ohne nachvollziehbare Begründung. Eine jährliche Aufsichtsratsvergütung von 700 TEuro setzte, ausgehend von der satzungsmäßigen Vergütungsregelung und einer marktüblichen Ausschüttungsquote von 50%, ein durchschnittliches Jahresergebnis von rund 13.718 TEuro voraus (feste Vergütung: 15 TEuro Dividende für Stammaktien bei 50%iger Ausschüttungsquote: 6.859 TEuro Differenz zwischen Dividende und 1,6% des eingezahlten Grundkapitals [9 TEuro]: 6.850 TEuro; 10% hiervon als variabler Vergütungsbestandteil: 685 TEuro).

#### 73

(3) Allerdings ergibt sich zuverlässig, dass der Ansatz verminderter jährlicher Verwaltungskosten im Betrag von insgesamt 1,4 Millionen Euro anstelle des von der Bewertungsgutachterin angesetzten Betrags von 1,95 Millionen Euro als nicht plausibel anzusehen wäre und demnach eine Erhöhung der Barabfindung in Anlehnung an die Alternativberechnung „Adj. NAV-Extremzenario“ nicht in Betracht kommt.

#### 74

Legte man der Berechnung der nachhaltigen Aufsichtsratsvergütung die im Bewertungsgutachten wiedergegebene Planungsrechnung der C. AG und unter Vernachlässigung der Planzahlen für 2018 und 2019 ein nachhaltiges durchschnittliches Jahresergebnis von 7.870,1 TEuro, wie für die Jahre 2020 ff. geplant, zugrunde, ergäbe sich, wiederum ausgehend von der satzungsmäßigen Vergütungsregelung und einer marktüblichen Ausschüttungsquote von 50%, eine nachhaltige Aufsichtsratsvergütung von jährlich 407,6 TEuro (feste Vergütung: 15 TEuro; Dividende für Stammaktien: 3.935 TEuro [50% des Jahresüberschusses]; Differenz zwischen Dividende und 1,6% des eingezahlten Grundkapitals: 3.926 TEuro; 10% hiervon: 392 TEuro; Summe aus 15 TEuro und 392,6 TEuro: 407,6 TEuro).

#### 75

Die Differenz zum angesetzten Planwert von 700 TEuro beläuft sich auf 292,4 TEuro. Der für Verwaltungskosten insgesamt angesetzte Planwert wäre unter Zugrundelegung dieses Betrags, ohne Bereinigung der zugunsten der Minderheitsaktionäre vorgenommenen Vergrößerung, von 1,95 Millionen Euro auf (gerundet) 1,658 Millionen Euro zu reduzieren, mithin auf einen Betrag im unteren Bereich der Bandbreite, die sich durch einen Vergleich mit den Kosten externer Vermögensverwalter plausibilisieren lässt (Rn. 191 des Angemessenheitsberichts vom 20. April 2018). Die Annahme niedrigerer jährlicher Verwaltungskosten, namentlich jährlicher Verwaltungskosten in Höhe von 1,4 Millionen Euro gemäß der Alternativberechnung „Adj. NAV-Extremwert“, ließe sich damit nicht begründen.

#### 76

Auf die Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder kommt es hierfür nicht an, denn entgegen der Meinung der Antragstellerinnen zu 52) bis 54) regelt die Satzungsbestimmung den variablen Vergütungsanteil für den Aufsichtsrat insgesamt. Eine künftige Verringerung der Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder hätte daher keinen maßgeblichen Effekt auf die zu erwartenden Vergütungskosten. Auch aus Rechtsgründen ist es

unerheblich, dass der Aufsichtsrat der übernehmenden Societas Europaea aus nur noch vier Personen zusammengesetzt ist.

#### **77**

Die Änderung der Satzungsbestimmung über die Aufsichtsratsvergütung in der zweiten Hälfte des Jahres 2019 erlaubt schließlich keinen Rückschluss auf die Planungsgüte und ist ohne Aussagekraft im Rahmen der hier allein interessierenden Plausibilisierung des für die Aufsichtsratsvergütung anzusetzenden Planwerts. Gemäß dem Stichtagsprinzip ist der Unternehmenswert nach den Verhältnissen der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag zu ermitteln. Für die Bewertung sind nur diejenigen Informationen und Erwartungen maßgeblich, die zum Stichtag oder um den Stichtag herum vorgelegen haben. Spätere Entwicklungen sind grundsätzlich nur berücksichtigungsfähig, wenn sie zum Bewertungsstichtag im Kern („in der Wurzel“) bereits angelegt waren (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 40; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung,

Rn. 221, 267 ff., 402). Einsparpotential hat mithin unberücksichtigt zu bleiben, wenn konkrete Einsparmaßnahmen am Bewertungsstichtag nicht eingeleitet oder in der Unternehmensplanung nicht konkret vorgesehen waren (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018, 31 Wx 415/16, AG 2019, 357 [juris Rn. 31] m. w. N.). Diesen Gesichtspunkt lassen die Antragstellerinnen zu 52) bis 54) und der gemeinsame Vertreter außer Acht.

#### **78**

Auch die übrigen Einwände der Beschwerdeführer gegen die Höhe einzelner Positionen, die in die allgemeinen Verwaltungskosten eingeflossen sind, sind nicht geeignet, eine weitere Reduzierung auf 1,4 Millionen Euro zu rechtfertigen. Denn für die Bewertung sind - wie ausgeführt - die tatsächlichen Verhältnisse der Gesellschaft maßgeblich. In diesem Kontext ist es ohne Bedeutung, ob die übrigen in die Verwaltungskosten eingeflossenen Kostenansätze mit dem Sparsamkeitsgebot vereinbar sind; das Sparsamkeitsgebot ist nicht der zutreffende Maßstab für die Vertretbarkeitskontrolle.

#### **79**

Neben der Sache liegt zudem der Vorwurf, die Antragsgegnerin habe den Wechsel „von einer Immobiliengesellschaft ... in einen Wertpapierhalter“ nicht gemäß § 119 Abs. 2 AktG zur Beschlussfassung der Hauptversammlung gestellt. Die Schlussfolgerung, dass künftige Verwaltungskosten „in Zusammenhang mit dieser rechtswidrigen Einflussnahme schlichtweg unbeachtlich“ zu sein hätten, ist nicht nachvollziehbar.

#### **80**

ee) Keiner Korrektur bedarf die zur Berechnung des Barwerts der Verwaltungskosten vorgenommene Kapitalisierungsrechnung.

#### **81**

(1) Nicht zu beanstanden ist es, dass im Rahmen der Abzinsung der jährlichen Verwaltungskosten von einer unbegrenzten Laufzeit ausgegangen wurde.

#### **82**

Bei Vermögensverwaltungsgesellschaften ist regelmäßig von einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens auszugehen (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [78]). Dies gilt auch für den Streitfall; die Annahme einer nur begrenzten Dauer und die Bemessung einer etwaigen endlichen Zeitspanne scheiden in Anbetracht der tatsächlichen Situation aus.

#### **83**

(2) Ohne Erfolg beanstanden die Beschwerdeführer den zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssatz von 7,38%.

#### **84**

Abzinsen sind zwar im Streitfall nur noch Verbindlichkeiten (künftige Zahlungsabflüsse) des Unternehmens, die sich der Zuordnung zur Verwaltung einzelner, konkreter Vermögensgegenstände entziehen und deshalb bei der Wertermittlung der einzelnen Assets keine Berücksichtigung gefunden haben, nicht hingegen Erträge (künftige Überschüsse) aus den einzelnen Assets oder der Unternehmensgesamtheit. Diese methodisch bedingte getrennte Betrachtung rechtfertigt es jedoch nicht, den für das Unternehmen sachgerecht abgeleiteten Kapitalisierungszins unangewendet zu lassen. Es

entspricht vielmehr der in der Unternehmensbewertungspraxis anerkannten Vorgehensweise, zur Abzinsung der Verwaltungskosten (Overheadkosten) den Kapitalisierungszinssatz (vor persönlichen Ertragsteuern) heranzuziehen, der im Rahmen einer parallel durchgeführten Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens ermittelt worden ist; der gesonderten Bestimmung eines risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalisierungszinssatzes zur Abzinsung der Verwaltungskosten bedarf es dann nicht (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [79] und BewertungsPraktiker 2/2013, 64 [68]).

#### **85**

Dem halten die Beschwerdeführer zwar entgegen, zur Kapitalisierung künftiger Kosten im Nettoinventarwertverfahren passe die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes, wie er für das Ertragswertverfahren gebildet worden sei, nicht; der Zinssatz einer risikofreien Anlage (regelmäßig der Basiszinssatz), der Risikozuschlag, der Beta-Faktor (nebst seiner Ableitungsparameter) und der Wachstumsabschlag passten „erkennbar“ nicht zur Problematik. Deshalb sei es auch methodisch falsch, einen branchenspezifischen Beta-Faktor anzunehmen, denn an den hier allein abzuzinsenden Verwaltungskosten gebe es nichts Branchenspezifisches. Diese Ansicht wird in der Bewertungspraxis jedoch nicht geteilt (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [79]). Sie ist mit Blick darauf, dass die NAV-Methode als modifizierte Ertragswertmethode eingeordnet wird, auch nicht überzeugend. Der Senat folgt ihr deshalb nicht.

#### **86**

Auch die Kritik der Antragstellerinnen zu 52) bis 54) am Kapitalisierungszinssatz und in diesem Zusammenhang an der Ableitung des Beta-Faktors durch die sachverständige Prüferin geht fehl. Der behauptete Widerspruch zwischen Tz. 223 und Tz. 236 des Angemessenheitsberichts besteht nicht. Vielmehr hat die sachverständige Prüferin in Tz. 222 bis 224 dargelegt, dass der historische Betafaktor des Unternehmens zur Schätzung nicht herangezogen werden könne, weil das Geschäftsmodell in der Zukunft den Schwerpunkt auf das Management eines Wertpapierportfolios legen werde, während auf die Realisierung von Wertsteigerungspotenzialen aus der Entwicklung von Immobilien künftig verzichtet werden solle. Daraus ergibt sich kein Anhaltspunkt für die Meinung der Antragstellerinnen zu 52) bis 54), es sei davon auszugehen, dass die liquiden Mittel in Höhe von 20,5% der Assets in Aktienanlagen umgewandelt werden sollen. Bereits deren Schlussfolgerung, dass das Immobiliengeschäft künftig vollständig eingestellt werden solle, ist haltlos. Der aus der aufgestellten These gezogene Schluss, mithin könnten „diese [liquiden] Mittel ... nicht den Beta-Faktor ... drücken“, trägt daher nicht.

#### **87**

Gleichfalls unbehelflich ist die Kritik der Beschwerdeführer daran, dass zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen des Ertragswertverfahrens mit einer Marktrisikoprämie von (richtig:) 5,00% (nach persönlichen Ertragsteuern), hingegen im Rahmen der Barwertermittlung der Verwaltungskosten mit einer Marktrisikoprämie von 6,25% (vor persönlichen Ertragsteuern) gerechnet worden sei. Die sachverständige Prüferin hat sich auf die Beurteilung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW) vom September 2012 bezogen, der aufgrund aktueller Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien zu der Einschätzung gekommen sei, es sei sachgerecht, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5% bis 7,0% vor persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0% bis 6,0% nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen. Auf dieser Grundlage erachte sie aus den weiter dargestellten Gründen (S. 52 bis 54 des Angemessenheitsberichts) die von der Bewertungsgutachterin angesetzte Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 6,25%, die bei der Berechnung des Barwerts der Verwaltungskosten angesetzt worden sei, für angemessen und sachgerecht.

#### **88**

Der Ansatz einer Marktrisikoprämie im Rahmen der vom FAUB als sachverständigem Gremium des IDW empfohlenen Bandbreite kann regelmäßig als angemessen angesehen werden (vgl. OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 26. Januar 2017, 21 W 75/15, AG 2017, 790 [juris Rn. 76]). Obwohl dies nicht bedeutet, dass stets der Mittelwert das Marktrisiko angemessen oder vertretbar abbilde und vom Gericht im Spruchverfahren zu akzeptieren sei (vgl. OLG München, Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, AG 2018, 753 [juris Rn. 102 ff.]; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 766 ff.), muss der Ansatz im Streitfall nicht weiter hinterfragt werden. Bereits das Landgericht hat zutreffend ausgeführt,

dass jedenfalls eine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre nicht ersichtlich ist, weil der Ansatz einer niedrigeren Marktrisikoprämie zu einer Steigerung des für die Verwaltungskosten anzusetzenden Betrags und in der Folge zu einer Verringerung des Unternehmenswerts nach dem Net Asset Value führen würde (vgl. auch Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 560).

**89**

ff) Die Angriffe der Beschwerde gegen den Ansatz konkreter weiterer Verbindlichkeiten haben gleichfalls keinen Erfolg.

**90**

(1) Dies gilt zunächst für die Berücksichtigung der beiden Swapgeschäfte im Nominalwert von insgesamt 13,064 Millionen Euro. Sie widerspricht nicht dem Stichtagsprinzip.

**91**

Die Beschwerdeführer halten zwar an ihrer Ansicht fest, die beiden Zinssatz-Swaps - ein Payer- und ein Receiver-Swap mit Bezugsbeträgen von jeweils 105 Millionen Euro und einer Laufzeit bis zum 8. Juni 2027 - dienten ausschließlich dazu, die Gesellschaft gegen das Zinsänderungsrisiko abzusichern, das aus dem am 8. Juni 2027 in einem Betrag rückzahlbaren, variabel verzinslichen Darlehen über nominal 105 Millionen Euro resultiere. Sie blenden dabei jedoch aus, dass aus den im Oktober 2013 im Zuge einer Umschuldungsmaßnahme eingegangenen Swapgeschäften eine fixierte Belastung in Höhe des Spread folgt, die sich gemäß den Erläuterungen der sachverständigen Prüferin in der mündlichen Verhandlung unabhängig vom künftigen Marktzinsniveau einstellt. Es ist deshalb nicht zu beanstanden, dass es das Landgericht im Einklang mit der Bewertung der sachverständigen Prüferin als gerechtfertigt angesehen hat, diese Belastung als künftige Verbindlichkeit bei der Unternehmenswertermittlung zu berücksichtigen. Bereits das Landgericht hat mit umfangreichen Hinweisen auf Rechtsprechung und Literatur zur sog. Wurzeltheorie ausgeführt, dass diese Belastung zu denjenigen Faktoren zähle, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt gewesen seien. Dem ist nichts hinzuzufügen.

**92**

(2) Fehl geht auch die Kritik daran, dass die Pensionsverpflichtungen nach den Internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen bewertet worden seien, obwohl die Gesellschaft nach dem Handelsgesetzbuch bilanzieren.

**93**

Der handelsbilanzielle Ansatz stimmt nicht ohne Weiteres mit dem Marktwert überein. Es wäre mithin verfehlt, wegen der Bewertung einer Position kritiklos auf den Ansatz aus der Handelsbilanz abzustellen. Dass die Gesellschaft nicht verpflichtet war, (auch) nach den International Financial Reporting Standards zu bilanzieren, steht einer Bewertung der Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen nach den Vorgaben dieses Regelwerks zur Ermittlung des „fair value“ (beizulegenden Zeitwerts) mithin nicht entgegen. Sie erweist sich im Streitfall vielmehr als sachgerecht, weil nach den Ausführungen der sachverständigen Prüferin und den Darlegungen des Landgerichts, mit denen sich die Beschwerdeführer nicht befassen, den nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuchs ermittelten Buchwerten nicht marktübliche Annahmen, sondern nach § 253 Abs. 2 HGB gebildete Abzinsungssätze zugrunde gelegen haben. Würden diese herangezogen, wären Fehlbewertungen die Folge (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [78]).

**94**

gg) Zu Unrecht beanstanden die Beschwerdeführer den Wertansatz für den Goldbestand in der angegriffenen Entscheidung.

**95**

Das Landgericht hat eine stichtagsbezogene Betrachtung vorgenommen und den Schlusskurs von Bloomberg zum 20. Juni 2018 zugrunde gelegt, der gemäß den Feststellungen des Landgerichts den Durchschnittskurs über den dem Stichtag vorangegangenen Zeitraum von drei Monaten übersteigt.

**96**

Der Senat folgt nicht der Auffassung der Beschwerdeführer, wonach anstelle eines Wertansatzes von 16,775 Millionen Euro (auf der Basis des Schlusskurses von Bloomberg) ein um 225 TEuro höherer Ansatz (auf der Grundlage des DegussaGoldhandels) vorzunehmen gewesen sei. Fehl geht auch die Rüge der Antragstellerinnen zu 52) bis 54), es müsse sogar ein Mehransatz in Höhe von 0,758 Millionen Euro nachgeholt werden. Ihnen ist entgegenzuhalten, dass bereits der Ausgangspunkt ihrer Berechnung nicht

zutritt. Entgegen ihrer Darstellung ist für den Goldbestand nicht ein Betrag von lediglich 16,242 Millionen Euro in die Wertermittlung eingeflossen. Vielmehr war bereits in der Stichtagsklärung eine Erhöhung auf 16,654 Millionen Euro dargestellt worden und das Landgericht hat in der angefochtenen Entscheidung eine weitere Korrektur auf 16,775 Millionen Euro berücksichtigt.

#### **97**

Eine darüberhinausgehende Erhöhung auf 17 Millionen Euro ist nicht gerechtfertigt und entgegen der Meinung der Beschwerdeführer nicht mit den protokollierten Ausführungen der Vertreter der sachverständigen Prüferin in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht und den von der sachverständigen Prüferin erstellten Tabellen „NAV-Gold 21.06.2018“ oder „NAV-Gold 20.06.2018“ zu begründen. Die Vertreter der sachverständigen Prüferin haben in der mündlichen Verhandlung ausgeführt, dass der Degussa-Goldhandel zu einem Mindestwert von 17,0 Millionen Euro führte, man aber sehen müsse, dass Degussa Gold nicht in der hier vorhandenen Größenordnung von 1-kg-Barren handle. Auf die auch aus den Anhängen zum Protokoll ersichtlichen Werte laut Degussa-Goldhandel kann deshalb im Streitfall nicht abgestellt werden.

#### **98**

Das Landgericht hat demzufolge mit Recht für die Ermittlung des Werts des Goldbestands nicht auf den Preis je Feinunze Gold abgestellt und zur Begründung zutreffend ausgeführt, es gebe für den Kilogramm-Preis eine eigene Wertermittlung, die den Wert für Goldbarren widerspiegele; Goldbarren würden nicht mit dem Preis je Feinunze Gold gehandelt.

#### **99**

hh) Nicht korrekturbedürftig ist die Bewertung des Aktiendepots, wie sie der angegriffenen Entscheidung zugrunde liegt. Dabei kann dahinstehen, ob zu Recht nicht auf den Stichtagskurs am Tag der Hauptversammlung, sondern auf die umsatzgewichteten Durchschnittskurse aus einem Zeitraum von drei Monaten vor diesem Tag abgestellt worden ist. Denn die Rechtsansicht der Beschwerdeführer zugrunde gelegt, wonach die Kurse am 21. Juni 2018 als maßgeblichem Stichtag heranzuziehen seien, wäre der im Anlagevermögen gehaltene Aktienbestand mit einem Wert unterhalb des tatsächlich angenommenen Betrags anzusetzen.

#### **100**

(1) Den nach dem Umsatz gewichteten Durchschnittskurs für den am 20. Juni 2018 endenden Drei-Monats-Zeitraum hat die sachverständige Prüferin mit 324,956 Millionen Euro ermittelt, den Verkehrswert des Aktienbestands am Stichtag 20. Juni 2018 mit nur 324,574 Millionen Euro und am Stichtag 21. Juni 2018 mit lediglich 320,978 Millionen Euro. Ausweislich des Protokolls über die mündliche Verhandlung (S. 20 unten) hatte das Gericht die sachverständige Prüferin in Vorbereitung der Verhandlung um die Bewertung der Wertpapiere gebeten. Dieser Bewertung durch die sachverständige Prüferin zu den Stichtagen 18., 20. und 21. Juni 2018 sowie bezogen auf den jeweiligen Drei-Monats-Zeitraum (Anlage „Bewertung Wertpapiere“ zum Sitzungsprotokoll) haben die Beschwerdeführer nichts Erhebliches entgegengesetzt.

#### **101**

Insbesondere trifft es entgegen der Behauptung der Antragstellerinnen zu 52) bis 54) nicht zu, sie hätten in ihrer Antragschrift „nachgewiesen“, dass die Bewertung „zum Bewertungsstichtag“ am „31.03.2018“ um ca. 15,2 Millionen Euro über dem Buchwert von 306,11 Millionen Euro und um 3,602 Millionen Euro über dem „Verkehrswert (317,709 Millionen Euro)“ gelegen habe. Zudem liegt der tatsächliche Ansatz über den vorgetragenen Beträgen.

#### **102**

Der Ansatz des Durchschnittskurses bewirkt mithin keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre.

#### **103**

Wenn der gemeinsame Vertreter, bezugnehmend auf erstinstanzliches Vorbringen der Antragsteller zu 30) bis 32), einen Stichtagskurs von mindestens von 326,088 Millionen Euro behauptet, gibt er das Vorbringen der Beteiligten unzutreffend wieder. Denn im Schriftsatz vom 20. November 2018, Seite 13, haben die Antragsteller zu 30) bis 32) einen auf den 20. Juni 2018 bezogenen Stichtagswert des Aktienportfolios von nur 323,979 Millionen Euro behauptet.

#### **104**

Allerdings haben sie zugleich einen Drei-Monats-Durchschnittskurs von 326,088 Millionen Euro vorgetragen und sich hierfür auf „Kurse laut ariva.de“ bezogen. Mit dieser Begründung vermag ihr Einwand die Wertermittlung durch die sachverständige Prüferin jedoch nicht zu erschüttern.

#### 105

Ersichtlich fehlt geht die Rüge der Antragstellerinnen zu 52) bis 54) auch in der Sache. Entgegen ihren Ausführungen hat die Bewertungsgutachterin den Verkehrswert zuletzt nicht mit lediglich 317,709 Millionen Euro angesetzt, sondern mit 324,677 Millionen Euro, dem Drei-Monats-Durchschnittskurs mit Endzeitpunkt am 18. Juni 2018. Abstellend auf den 20. Juni 2018 als maßgeblichem Endzeitpunkt haben die sachverständige Prüferin und ihr folgend das Landgericht den Durchschnittskurs mit 324,956 Millionen Euro angenommen. Entgegen der Meinung der Antragstellerinnen zu 52) bis 54) ist in der angefochtenen Entscheidung mithin berücksichtigt worden, dass die Börsenkurse im Wertpapierportfolio der Gesellschaft im Zeitraum zwischen der Stellungnahme der Bewertungsgutachterin vom 17. April 2018 und dem Stichtag gestiegen sind. Die von den Antragstellerinnen zu 52) bis 54) außerdem in den Blick genommene Differenz zum Buchwert ist ohnehin im vorliegenden Kontext irrelevant.

#### 106

(2) Dahinstehen kann, ob die Begründung des Landgerichts für die Maßgeblichkeit des Durchschnittskurses in jeder Hinsicht trägt. Im Ergebnis erscheint es jedenfalls als sachgerecht, im Rahmen der Wertermittlung auch den umsatzgewichteten Durchschnittskurs aus einem zeitnah zum Bewertungsstichtag gebildeten Referenzzeitraum in den Blick zu nehmen.

#### 107

Unter Bezugnahme auf Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs sowie auf Kommentarliteratur, die den Referenzzeitraum bei Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindungszahlung betreffen, hat das Landgericht ausgeführt, die Durchschnittsbildung sei aus Gründen der Rechtssicherheit angezeigt; der Ansatz des Durchschnittskurses könne kurzfristigen stichtagsbedingten Schwankungen an den Kapitalmärkten „entgegenwirken“. Die entwickelten Grundsätze müssten auch gelten, wenn es um die Ermittlung des Werts eines von der Gesellschaft gehaltenen Aktienpakets gehe. In Bezug auf die Ermittlung des Referenzzeitraums gebe es in der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung - WpÜG-AngVO) Ansatzpunkte, die sich zur Übertragung eignen. In Anlehnung an § 5 Abs. 1 dieser Verordnung sei der Tag der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme als maßgebliches Datum nicht einzubeziehen.

#### 108

Entgegen der Meinung der Beschwerdeführer ist das Abstellen auf einen - zeitnah zum Stichtag gebildeten - Durchschnittskurs nicht bereits deshalb als fehlerhaft anzusehen, weil die Verordnung über Inhalt, Umfang und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentkommanditgesellschaften sowie über die Bewertung der zu dem Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenstände (KapitalanlageRechnungslegungs- und -Bewertungsverordnung, KARBV) für die Bewertung von Vermögensgegenständen, die zum Handel an einer Börse zugelassen sind, ausweislich ihres § 27 eine stichtagsbezogene Betrachtung anstellt. Die Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und -Bewertungsverordnung regelt über die Bestimmungen des Kapitalanlagegesetzbuchs hinausgehende Einzelheiten u. a. zur Bewertung von Vermögensgegenständen, § 1 Nr. 2 KARBV. Sie enthält jedoch keine über ihren Anwendungsbereich hinausreichende gesetzliche Vorgabe. Auf die Ausführungen zu § 168 KAGB kann Bezug genommen werden; sie gelten sinngemäß auch hier.

#### 109

Unabhängig davon, ob das Abstellen auf den Durchschnittskurs geeignet ist, Manipulationsmöglichkeiten der die Aktienpakete haltenden und die Strukturmaßnahme durchführenden Gesellschaft zu verhindern, mildert es jedenfalls, wie das Landgericht insoweit zutreffend ausgeführt hat, den Einfluss außergewöhnlicher Ausschläge ab. Unter diesem Gesichtspunkt stellt der Durchschnittskurs eine gegenüber dem Stichtagskurs zuverlässigere Basis für die Wertermittlung dar (so auch Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, 74 [77] und BewertungsPraktiker 4/2007, 7 [12]).

#### 110

Nicht von der Hand zu weisen ist zwar der Einwand der Beschwerdeführer, es sei angesichts der Volatilität der Kurse für Gold und Aktien inkonsistent, zur Bewertung des Goldbestands auf den Stichtagskurs und zur Bewertung des Aktienbestands auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs abzustellen. Bei gleichbleibendem Abstellen auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs wäre allerdings für den Goldbestand der Betrag von 16,74 Millionen Euro und für den Aktienbestand der oben dargestellte Betrag von 324,956 Millionen Euro anzusetzen. Umgekehrt ergäbe sich bei konsequentem Abstellen auf die Stichtagskurse vom 20. Juni 2018 (bzw. 21. Juni 2018) der Wert des Goldbestands ausweislich der Anlagen „NAV-Gold 20.06.2018“ und „NAV-Gold 21.06.2018“ zum Sitzungsprotokoll (Bl. 178/179 d. A.) mit 16,775 (bzw. 16,695) Millionen Euro und derjenige des Aktienbestands ausweislich der Anlage „Bewertung Wertpapiere“ zum Sitzungsprotokoll (Bl. 184 d. A.) mit 324,574 (bzw. 320,978) Millionen Euro.

#### **111**

ii) Offenbleiben kann, ob für die Immobilie in A., die 16 Monate vor dem Bewertungsstichtag angeschafft worden war, ein Wertzuwachs von 15% hätte angenommen werden müssen. Auf der Basis der von der sachverständigen Prüferin in erster Instanz vorgelegten Alternativberechnung „Adj. NAV-Extremwert“ ergäbe sich zwar rechnerisch eine geringfügig erhöhte Barabfindung, wenn in sämtlichen offen gelassenen Positionen der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wert in dem aufgezeigten Rahmen angepasst und darüber hinaus die objektiv zu niedrige Position von 1,4 Millionen Euro für Verwaltungskosten zugrunde gelegt würde. Eine Hinaufsetzung des angebotenen Abfindungsbetrags durch das Gericht ist dennoch nicht angezeigt.

#### **112**

(1) Würde für die Immobilie anstelle des gewählten vereinfachten Ansatzes (Anschaffungskosten von gerundet 4,565 Millionen Euro zzgl. Erwerbsnebenkosten ohne Berücksichtigung der zeitanteiligen planmäßigen Abschreibungen zum 31. März 2018) eine Wertsteigerung um 15% (684.750 Euro) angenommen, ergäbe sich ein Wert in Höhe von 5,250 Millionen Euro.

#### **113**

Dies bedeutete gegenüber dem aufgrund der vereinfachten Schätzung ermittelten, von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wert von 4,724 Millionen Euro eine Aufbesserung um 0,526 Millionen Euro.

#### **114**

(2) Hinsichtlich des Gold- und Aktienbestands ergäben sich bei konsistentem Abstellen auf die Durchschnittskurse folgende Veränderungen gegenüber den Wertansätzen der Bewertungsgutachterin:

#### **115**

Die Änderung des von der Bewertungsgutachterin angesetzten Betrags von 16,654 Millionen Euro für den Goldbestand auf 16,740 Millionen Euro und des von der Bewertungsgutachterin angesetzten Betrags von 324,677 Millionen Euro für den Aktienbestand auf den von der sachverständigen Prüferin nach dem Durchschnittskurs ermittelten Wert von 324,956 Millionen Euro bedeutete rechnerisch Erhöhungen um 0,086 Millionen Euro (Goldbestand) und 0,279 Millionen Euro (Aktienbestand), insgesamt 0,365 Millionen Euro.

#### **116**

Bei konsistentem Abstellen auf die Stichtagskurse (Goldbestand: 16,775 Millionen Euro; Aktienbestand: 324,574 Millionen Euro) ergäben sich rechnerisch Abweichungen von den Wertansätzen der Bewertungsgutachterin in Höhe von 0,121 Millionen Euro (Goldbestand) und - 0,103 Millionen Euro (Aktienbestand), insgesamt 0,018 Millionen Euro. Das Abstellen auf die Durchschnittskurse bedeutet daher keinen Nachteil für die Minderheitsaktionäre.

#### **117**

(3) Hinsichtlich des Unternehmenswerts errechnete sich zusammengefasst folgende Erhöhung gegenüber den Ansätzen der Bewertungsgutachterin, wobei die jährlichen Verwaltungskosten mit lediglich 1,4 Millionen Euro berücksichtigt wären:

Grundstücke und Gebäude: 0,526 Millionen Euro

Feingold: 0,086 Millionen Euro

Wertpapiere des Anlagevermögens: 0,279 Millionen Euro

Barwert der Verwaltungskosten: 7,250 Millionen Euro (gem. Anlage „Adj. NAVExtremwert“)

Steuergutschrift wegen Verwaltungskosten: 6,168 Millionen Euro (gem. Anlage „Adj. NAV-Extremwert“).

Summe: 14,309 Millionen Euro.

#### **118**

Der Unternehmenswert würde sich ausgehend von diesen Prämissen auf insgesamt 243,388 Millionen Euro (229,079 Millionen Euro + 14,309 Millionen Euro) berechnen.

#### **119**

(4) Je Aktie ergäbe sich demnach rechnerisch eine Erhöhung um 24,30 Euro gegenüber dem als angemessen befundenen Abfindungsbetrag von 389,07 Euro auf 413,37 Euro anstelle der gewährten Abfindung von 410,00 Euro. Gegenüber der gewährten Abfindung stellte die Differenz von 3,37 Euro eine Erhöhung vom 0,82% dar, gegenüber dem von der sachverständigen Prüferin als angemessen bestätigten Betrag von 389,07 Euro stellte die Differenz von 24,30 Euro eine Erhöhung um 6,25% dar.

#### **120**

Trotz der rechnerischen Differenz gegenüber dem angebotenen Betrag ist der Senat nicht zur Festsetzung eines anderen (höheren) Betrags berufen.

#### **121**

Nach § 327f Satz 2 AktG hat das Gericht die Höhe der Barabfindung nur dann zu bestimmen, wenn die angebotene Barabfindung nicht angemessen ist. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich ein Unternehmenswert nicht punktgenau festlegen lässt und es den exakten, einzig richtigen Unternehmenswert nicht gibt (vgl. auch BGHZ 207, 114 Rn. 36; van Rossum in Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl. 2020, § 305 Rn. 86, 216 f.; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 39, 42, 48 m. w. N.). Hinsichtlich des quotalen Beteiligungswerts kann - wie für den Unternehmenswert selbst - gleichfalls nur eine Bandbreite von Werten als angemessen erachtet werden. Deshalb rechtfertigt nicht jegliche Abweichung bei der Wertermittlung und dem rechnerischen Ergebnis eine Anpassung der Abfindung durch das Gericht (vgl. auch BayObLG, Beschluss vom 18. Dezember 2002, 3Z BR 116/00, BayObLGZ 2002, 400 [juris Rn. 49 a. E.]). Dies stünde nicht im Einklang mit dem Grundsatz, dass es keinen einzig richtigen Unternehmenswert geben kann, obwohl am Ende einer durchgeführten Unternehmensbewertung auf der Grundlage umfangreicher Berechnungen ein mathematisch exakter Betrag steht. Eine Interpretation des Rechenergebnisses als „wahrer“ Verkehrswert des Unternehmens wäre nicht vereinbar mit der unternehmerischen Planungshoheit und der nur eingeschränkten Überprüfbarkeit von Planannahmen, der Ungewissheit künftiger Entwicklungen sowie den Unsicherheiten im Rahmen der Kapitalisierung (OLG München, Beschluss vom 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, juris Rn. 132 ff. und Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, AG 2020, 133 [juris Rn. 142 ff.], jeweils m. w. N.).

#### **122**

Diese Erwägungen, die in erster Linie die Ertragswertermittlung und den Einfluss zahlreicher Unsicherheiten in diesem Rahmen in den Blick nehmen, sind auch im Streitfall angebracht. Eben solche Unsicherheiten, die typischerweise mit dem Ertragswertverfahren verbunden sind, stehen auch im Fokus des Streitfalls. Obwohl das NAV-Verfahren als lediglich modifizierte Ertragsbewertung geeignet ist, die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft angemessen zu berücksichtigen und eine Reihe von Unsicherheiten bei der Ertragswertermittlung zu vermeiden, verbleiben Bewertungsspielräume. Der nach der NAV-Methode ermittelte Unternehmenswert bildet mithin den maßgeblichen Anknüpfungspunkt für die vom Gericht vorzunehmende Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO. Als angemessen kann eine den Minderheitsaktionären gewährte Abfindung auch dann zu werten sein, wenn sie im Rahmen einer gewissen Bandbreite um den ermittelten Anteilswert liegt. Eine höhere als die angebotene Barabfindung kann erst dann vom Gericht festgesetzt werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist.

#### **123**

Im Streitfall ist die Erheblichkeitsschwelle nicht überschritten. Einen allgemein gültigen Schwellenwert (sog. „Bagatellgrenze“) gibt es allerdings nicht. Die Rechtsprechung hat Differenzen in der Größenordnung von 5% und unter Berücksichtigung der Besonderheiten des Einzelfalls auch über 6% hingenommen; teilweise werden Abweichungen von bis zu 10% diskutiert (vgl. OLG München, AG 2020, 133 [juris Rn. 146 ff.]; OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 26. Januar 2015, 21 W 26/13, AG 2015, 504 [juris Rn. 81]; OLG Stuttgart,

Beschluss vom 19. Januar 2011, 20 W 3/09, AG 2011, 205 [juris Rn. 256 ff.]; Beschluss vom 14. Februar 2008, 20 W 9/06, AG 2008, 504 [juris Rn. 118]; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 44 f.; Paschos, ZIP 2003, 1017 [1024]). Nach Ansicht des Oberlandesgerichts München ist in Bereichen, die deutlich jenseits der 5%- Grenze liegen, eine kritische Einzelfallprüfung anzustellen; nur wenn besondere Umstände vorlägen, könne es in einer Gesamtschau angemessen sein, die Grenze erst bei einer Größenordnung von bis zu 10% zu ziehen (AG 2020, 133 [juris Rn. 149]).

#### **124**

Maßgeblich ist der Grad der Abweichung von dem Abfindungsbetrag, den der ausgleichspflichtige Hauptaktionär festgelegt hat. Unerheblich ist, ob die gewährte Abfindung mit dem von der Bewerterin angesetzten und von der sachverständigen Prüferin gebilligten Betrag übereinstimmt oder - wie hier - diesen Betrag übersteigt. Denn die Minderheitsaktionäre haben Anspruch auf eine angemessene, der Beteiligung am Unternehmenswert entsprechende Abfindung. Haben sie eine Abfindung erhalten, die nur unwesentlich nach unten von dem Betrag abweicht, der sich im gerichtlichen Verfahren unter der Prämisse einer Reihe von Günstigkeitsannahmen errechnet, besteht kein Anpassungsbedarf. Dies gilt unabhängig davon, aus welchen Gründen und um welche Quote der Hauptaktionär den von der Bewerterin und der sachverständigen Prüferin als angemessen angesehenen Abfindungsbetrag überboten hat. Nicht das Ergebnis ihrer Bewertungen, sondern die tatsächlich angebotene und erhaltene Abfindung ist Gegenstand der gerichtlichen Überprüfung, § 327f Sätze 1 und 2 AktG.

#### **125**

Nach diesen Grundsätzen scheidet im Streitfall eine gerichtliche Festsetzung der angemessenen Barabfindung aus. Die angebotene Abfindung von 410,00 Euro kann nicht als unangemessen angesehen werden. Der Betrag von 413,37 Euro übersteigt die gewährte Abfindung um lediglich 0,82% und beruht auf Annahmen sowie Vergrößerungen, die sich zugunsten der Minderheitsaktionäre kumulieren, das Ergebnis jedoch zu ihrem Vorteil verfälschen.

#### **126**

jj) Nicht nachzugehen ist dem Vorbringen, der ermittelte Ertragswert beruhe auf einer methodisch zu beanstandenden Vernachlässigung der Neuausrichtung des Geschäftsmodells und sei deshalb zu niedrig ausgefallen.

#### **127**

Die gerichtliche Schätzung des für die Bemessung der Barabfindung maßgeblichen Unternehmenswerts erfolgt im Streitfall auf der Grundlage der NAV-Methode. Die Wahl dieser Methode ist - wie ausgeführt - nach den Umständen des Streitfalls sachgerecht. Von Verfassungs wegen ist weder eine vergleichende Betrachtung nach verschiedenen Bewertungsmethoden geboten noch besteht ein Anspruch darauf, „stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen und die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen“ (BVerfG, Beschluss vom 16. Mai 2012, 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09, AG 2012, 625 [juris Rn. 18, 25]). Eines Eingehens auf die Ertragswertermittlung bedarf es - schon mit Blick auf die Schwächen dieses Bewertungsansatzes bei vermögensverwaltenden Gesellschaften - auch nicht unter dem Gesichtspunkt der Methodenpluralität zu Plausibilisierungszwecken (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. Oktober 2019, 26 W 3/17, AG 2020, 254 [juris Rn. 54]).

#### **128**

Im Übrigen schließt sich der Senat der Beurteilung des Landgerichts dahingehend an, es habe keinerlei Anzeichen dafür gegeben, dass das von den Antragstellerinnen zu 52) bis 54) mit Antragschrift vom 26. November 2018 (S. 3 ff.) angeführte Anlagekonzept von der Gesellschaft in Erwägung gezogen worden sei. Aus dem Angemessenheitsbericht der sachverständigen Prüferin, insbesondere der von den Antragstellerinnen zu 52) bis 54) in Bezug genommenen Tz. 223, ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass eine Veräußerung des gesamten Anlagevermögens und eine Neuanlage im Rahmen eines professionellen Wertpapiermanagements angedacht oder geplant gewesen sei.

#### **129**

kk) Die Sache ist entscheidungsreif. Dem Hilfsantrag der Antragstellerinnen zu 35) und 81), die Sache zur weiteren Sachaufklärung an das Landgericht zurückzuverweisen, ist daher nicht zu entsprechen.

### 130

(1) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten ist weder zu den vom gemeinsamen Vertreter formulierten Fragen noch weitergehend zum Unternehmenswert oder einzelnen Teilaspekten einzuholen.

### 131

Mit der Neukonzeption des Spruchverfahrens durch das Gesetz zur Neuordnung des gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahrens (Spruchverfahrensneuordnungsgesetz) vom 12. Juni 2003 (BGBl. I S. 838) hat der Gesetzgeber u. a. das Ziel verfolgt, die bis dahin in gerichtlichen Verfahren übliche Einholung von Sachverständigengutachten möglichst entbehrlich zu machen. Die Angemessenheit der von der Gesellschaft angebotenen Kompensation ist durch einen sachverständigen Prüfer zu begutachten, § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG, der nunmehr generell vom Gericht zu bestellen ist, § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG, und regelmäßig vor der Durchführung der Strukturmaßnahme tätig wird. Der Prüfungsbericht dieses unabhängigen Prüfers, § 327c Abs. 2 Satz 4, § 293e AktG, soll aufgrund seines höheren Beweiswerts verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung des Gerichts dienen (vgl. BT-Drucks. 15/371, S. 12 [li. Sp.], 14 [re. Sp.]). Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens sollen nicht außer Verhältnis stehen zu dem Gewinn an Erkenntnis.

### 132

Deshalb kann die Entscheidung auf ergänzende Angaben der sachverständigen Prüferin gestützt werden, wenn die im Spruchverfahren aufgeworfenen Fragen überzeugend beantwortet sind und danach kein weiterer Aufklärungsbedarf mehr besteht. Der in § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 26 FamFG normierte Amtsermittlungsgrundsatz verpflichtet das Gericht in Spruchverfahren zur Einholung eines Bewertungsgutachtens erst dann, wenn trotz ergänzender Stellungnahmen des gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers weiterer Aufklärungsbedarf besteht und eine Klärung angesichts der Umstände zu erwarten ist (vgl. OLG Zweibrücken, Beschluss vom 2. Juli 2020, 9 W 1/17, AG 2021, 29 [juris Rn. 46, 55]; OLG München, AG 2019, 659 [juris Rn. 81 - 84]; Beschluss vom 13. November 2018, 31 Wx 372/15, AG 2019, 401 [juris Rn. 97 f.]; Beschluss vom 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13, AG 2015, 508 [juris Rn. 95]; Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, AG 2014, 453 [juris Rn. 10]; OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG 2011, 828 [juris Rn. 41 f.]; Drescher in BeckOGK, SpruchG § 8 Rn. 14 f. m. w. N.).

### 133

Die Kritik der Beschwerdeführer an dieser gesetzlichen Konzeption ist unbehelflich.

### 134

Ausgehend von diesen Grundsätzen war das Landgericht im Streitfall nicht gehalten, einen gerichtlich bestellten Sachverständigen mit der Ermittlung des Unternehmenswerts oder einzelner Teilaspekte zu beauftragen. Vielmehr durfte es sich in Anwendung des § 8 Abs. 2 SpruchG darauf beschränken, zu einzelnen Fragen der Angemessenheitsprüfung die zuständigen Mitarbeiter der sachverständigen Prüferin, deren fachliche Kompetenz auch für den Senat außer Zweifel steht, im Termin mündlich anzuhören.

### 135

Nach den dargestellten Grundsätzen kann sich auch der Senat gemäß § 8 Abs. 2 Satz 3, § 17 Abs. 1 SpruchG, § 68 Abs. 3 Satz 1 FamFG darauf beschränken, zu den aus seiner Sicht in erster Instanz offen gebliebenen Fragen der Angemessenheitsprüfung - wie geschehen - eine ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin einzuholen, und den danach noch offenen Teilaspekt mangels Entscheidungserheblichkeit dahinstehen zu lassen. Die fachliche Kompetenz der Mitarbeiter der Prüferin steht außer Zweifel. Der Vorwurf der Beschwerdeführer, die sachverständige Prüferin habe die Ansätze der Bewertungsgutachterin und insbesondere die Höhe der Verwaltungskosten „durchgewunken“, ist angesichts der umfänglichen Betrachtungen unberechtigt. Weder die Eigentumsgarantie (Art. 14 Abs. 1 GG) noch das Recht auf ein faires Verfahren (Art. 6 Abs. 1 EMRK, Art. 20 Abs. 2 GG) gebieten es, dass in Spruchverfahren stets ein gerichtlicher Sachverständiger hinzugezogen wird.

### 136

Infolge der ausführlichen Darlegungen der sachverständigen Prüferin besteht kein weitergehender Aufklärungsbedarf. Die Beschwerdeführer kritisieren zwar, dass die sachverständige Prüferin zur Plausibilisierung der Verwaltungskosten unter Berücksichtigung der Variabilität der Aufsichtsrats- und Vorstandsvergütung keinen Einblick in die Vergütungsverträge der Vorstandsmitglieder genommen und eine Kenntnis vom Inhalt der Verträge für nicht erforderlich erachtet habe. Sie kritisieren weiter, dass die

sachverständige Prüferin die Auswirkungen der Variabilität einerseits unter Berücksichtigung auch der konkreten Regelungen, wie sie satzungsgemäß für den Aufsichtsrat gelten, andererseits nur anhand der Vergangenheitswerte, die für die Vorstandsvergütung zur Verfügung gestanden haben, vorgenommen habe.

#### 137

Diese Kritik geht jedoch fehl. Die Plausibilisierung anhand der im Betrachtungszeitraum 2013 bis 2017 tatsächlich gezahlten Vorstandsvergütung ist geeignet, das Gewicht des variablen Anteils an der Vorstandsvergütung aufzuzeigen, denn der Betrachtungszeitraum beinhaltete Geschäftsjahre mit unterschiedlichsten Ergebnissen. Die sachverständige Prüferin hat ausführlich dargelegt, dass der Planwert nicht maßgeblich beeinflusst ist von den variablen Gehaltsbestandteilen und hohen Jahresergebnissen, die ihrerseits auf Sondereffekten beruhen und für die Zukunft in vergleichbarer Form nicht mehr zu erwarten sind. Aufgrund der ergänzenden Darlegungen, mit denen die sachverständige Prüferin die Plausibilisierung des angesetzten Planwerts auf der Grundlage der historischen Zahlen erläutert hat, sind die Bedenken, die Plausibilisierung könnte sich wegen unzulänglicher Datengrundlage als nicht hinreichend fundiert darstellen, ausgeräumt. Mit Blick darauf bedarf es keiner weiteren kritischen Hinterfragung des Planwerts für die Aufsichtsratsvergütung, nachdem die sachverständige Prüferin die konkrete, von der Satzung vorgegebene Berechnungsweise dargestellt hat und danach ausgeschlossen werden kann, dass ein plausibler Planwert unter dem Betrag 407,6 TEuro liegen könnte. Das von der sachverständigen Prüferin erstellte sogenannte „Extremszenario“ stellt daher eine verlässliche und ausreichende Grundlage für die Angemessenheitsbewertung dar.

#### 138

Der ausführliche Bericht der sachverständigen Prüferin, ihre ausgiebigen Erläuterungen im Anhörungstermin vor dem Landgericht unter Einbeziehung umfangreicher Berechnungen und die ergänzende Stellungnahme im Beschwerdeverfahren bieten eine ausreichende Grundlage für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswerts gemäß § 287 Abs. 2 ZPO.

#### 139

(2) Das Landgericht war nicht verpflichtet, die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft - namentlich zu den Verwaltungskosten - oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften anzuordnen. Auf die ausführliche und zutreffende Begründung der angefochtenen Entscheidung wird Bezug genommen.

#### 140

Der Einwand der Beschwerdeführer, der Unternehmensplanung wäre zur Ermittlung einer Wertuntergrenze nach dem Ertragswertverfahren Bedeutung zugekommen, greift schon deshalb nicht, weil die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch auf eine Unternehmensbewertung nach dem im Streitfall schlechter geeigneten Ertragswertverfahren haben. Es trifft zudem nicht zu, dass den Antragstellern nach der Begründung, mit der das Landgericht den Erlass einer Vorlageanordnung abgelehnt hat, Unmögliches abverlangt werde. Zutreffend hat das Landgericht darauf abgestellt, dass im Bewertungsgutachten die wesentlichen Grundlagen der Planung bezeichnet sind. Zweifel an der Plausibilität wären unter konkreter Auseinandersetzung mit den offengelegten Grundlagen darzulegen gewesen, um eine Entscheidungserheblichkeit der Unterlagen, deren Vorlage begehrt wird, darzutun. Aus diesen Gründen bestand auch im Beschwerdeverfahren keine Veranlassung für den Erlass einer Vorlageanordnung.

#### 141

3. Die gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG, § 66 FamFG statthafte und auch im Übrigen zulässige Anschlussbeschwerde erweist sich als begründet.

#### 142

a) Grundlage der erstinstanzlichen Kostenentscheidung ist die abschließende Regelung in § 15 Abs. 2 SpruchG (vgl. BGH, Beschluss vom 13. Dezember 2011, II ZB 12/11, AG 2012, 173 Rn. 13). Nach dieser Vorschrift ordnet das Gericht die vollständige oder teilweise Erstattung der zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendigen Kosten der Antragsteller an, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Danach tragen die Antragsteller ihre außergerichtlichen Kosten grundsätzlich selbst; abhängig vom Verfahrensausgang kommt jedoch unter Billigkeitsgesichtspunkten die Anordnung von Kostenerstattung in Betracht (BGH, AG 2012, 173 Rn. 15; OLG München, Beschluss vom 11. März 2020, 31 Wx 341/17, AG 2020, 440 [juris Rn. 123]).

#### 143

Die nach dem Gesetz zu treffende Ermessensentscheidung kann durch das Beschwerdegericht auf etwaige Ermessensfehler überprüft werden, mithin auf Ermessensüberschreitung, Ermessensfehlergebrauch oder Ermessensnichtgebrauch. Nur wenn ein Ermessensfehler vorliegt, darf das Beschwerdegericht sein eigenes Ermessen an die Stelle des Ermessens des erstinstanzlichen Gerichts setzen (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. März 2019, I-3 Wx 199/18, ZEV 2019, 542 [juris Rn. 15] - zu § 81 FamFG; offengelassen von OLG München, AG 2020, 440 [juris Rn. 116]).

#### 144

b) Die Kostenentscheidung des Landgerichts erweist sich als ermessensfehlerhaft. Aus ihrer Begründung ergibt sich, dass das Landgericht bei seiner Abwägung einen unzutreffenden Maßstab angelegt hat.

#### 145

Das Landgericht hat zur Begründung lediglich ausgeführt, trotz der Erfolglosigkeit der Anträge entspreche die Kostentragung durch die Antragsgegnerin der Billigkeit, denn angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung mit einem nochmals gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des Prüfungsberichts könne nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage; nur in einem solchen Fall aber könne eine Verpflichtung der Antragsteller angenommen werden, ihre eigenen außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.

#### 146

Diese Begründung lässt außer Acht, dass eine eigene Kostentragung der Antragsteller nach dem Gesetzeswortlaut und dem Willen des historischen Gesetzgebers nicht nur dann in Betracht kommt, wenn den Anträgen von vornherein jegliche Grundlage gefehlt hat (dazu ausführlich: OLG München, AG 2020, 440 [juris Rn. 117 ff.]). Vielmehr ist die vorzunehmende Billigkeitsentscheidung vornehmlich am Ausgang des Verfahrens zu orientieren. Erweisen sich Anträge, wie hier, als unbegründet, so scheidet eine Überbürdung der außergerichtlichen Kosten auf die Gegenseite regelmäßig aus (OLG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2012, 20 W 7/09, juris Rn. 168; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. September 2018, 26 W 1/18 (AktE), juris Rn. 56; Simons in Hölters/Weber, AktG, 4. Aufl. 2022, SpruchG § 15 Rn. 17; Koch in Koch, AktG, 16. Aufl. 2022, SpruchG § 12 Rn. 6; Drescher in BeckOGK, SpruchG § 15 Rn. 23; Weingärtner in Heidel, Aktienrecht, 5. Aufl. 2020, SpruchG § 15 Rn. 15 ff.; Kubis in Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl. 2020, SpruchG § 15 Rn. 21; Hörtnagl in Schmitt/Hörtnagl, UmwG UmwStG, 9. Aufl. 2020, SpruchG § 15 Rn. 16; Klöcker/Wittgens in K. Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl. 2020, § 15 SpruchG Rn. 17 f.; Goslar/Wilsing in Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2. Aufl. 2019, SpruchG § 15 Rn. 10; ablehnend Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, SpruchG § 15 Rn. 21). Darauf, ob die Anträge darüber hinaus von vornherein als grundlos zu qualifizieren gewesen wären, kommt es nicht an; § 15 Abs. 2 SpruchG enthält keine Regelung, die § 81 Abs. 2 Nr. 2 FamFG vergleichbar wäre.

#### 147

c) In Ausübung seines Ermessens entscheidet der Senat, dass die Beschwerdeführer - soweit sie ihre Beschwerde nicht zurückgenommen haben - ihre in erster Instanz angefallenen außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben.

#### 148

Die Anträge sind erfolglos geblieben. Gesichtspunkte, die es ausnahmsweise dennoch rechtfertigen könnten, der Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller ganz oder teilweise aufzuerlegen, liegen nicht vor. Dass die Antragsteller über die Details der Bewertung, wie häufig, keine umfassenden Informationen hatten und diverse Details erst im gerichtlichen Verfahren erheilt worden sind, rechtfertigt es für sich genommen nicht, die Antragsgegnerin mit den außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu belasten (vgl. BGH, AG 2012, 173 Rn. 18; BT-Drs. 15/371 S. 18 [li. Sp.]); die Anregung des Bundesrats zu einer abweichenden Gewichtung (vgl. BT-Drs. 15/371 S. 25 [re. Sp.]) ist im Gesetzgebungsverfahren nicht umgesetzt worden. Gründe für eine von der Regel abweichende Kostenverteilung bestehen mithin nicht bereits deshalb, weil die Plausibilisierung der angesetzten Verwaltungskosten im gerichtlichen Verfahren aufgrund intensiver Nachfragen entscheidend erheilt worden ist. Zudem waren jedenfalls die historischen Werte der Verwaltungskosten den Antragstellern aufgrund der Jahresabschlüsse der Gesellschaft zugänglich. Das Risiko, im Prozess mit der eigenen Würdigung in

tatsächlicher oder rechtlicher Hinsicht nicht durchzudringen, erscheint in dieser Situation und mit Blick auf die überschaubaren Kosten des gerichtlichen Verfahrens hinnehmbar.

#### 149

Eine Änderung des erstinstanzlichen Kostenausspruchs ist allerdings im Verhältnis zum Antragsteller zu 65) nicht möglich. Die unselbständige Anschlussbeschwerde richtet sich nur gegen diejenigen, die ihrerseits Beschwerde eingelegt haben. Die Antragsgegnerin hat dementsprechend ihren Antrag auf diejenigen Antragsteller beschränkt, die Beschwerde eingelegt haben. Da die Anschlussbeschwerde im Verhältnis zum Antragsteller zu 65), der sein Rechtsmittel gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG, § 67 Abs. 4 FamFG wirksam zurückgenommen hat, nach § 17 Abs. 1 SpruchG, § 66 Abs. 2 FamFG wirkungslos geworden ist, scheidet eine Änderung der erstinstanzlichen Kostenentscheidung insoweit aus.

#### 150

4. Die Entscheidung ergeht gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG, § 68 Abs. 3 Satz 2 FamFG ohne mündliche Verhandlung, weil diese bereits in der ersten Instanz vorgenommen worden ist und von einer erneuten Vornahme keine entscheidungserheblichen zusätzlichen Erkenntnisse zu erwarten sind (vgl. auch Klöcker/Wittgens in K. Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl. 2020, § 12 SpruchG Rn. 21 m. w. N.).

III.

#### 151

1. Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 SpruchG.

#### 152

Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin. Die Erfolglosigkeit der Beschwerden der Antragsteller und der Erfolg der Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin geben keinen hinreichenden Anlass, um aus Billigkeitserwägungen ausnahmsweise vom Grundsatz der Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin abzuweichen und die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern nach § 15 Abs. 1 SpruchG aufzuerlegen (vgl. auch BGH, AG 2012, 173 Rn. 23 ff.; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, SpruchG § 15 Rn. 14; Simons in Hölters/Weber, AktG, SpruchG § 15 Rn. 10).

#### 153

Die außergerichtlichen Kosten der Beschwerdeführer werden nicht der Antragsgegnerin überbürdet. Offenbleiben kann, ob § 15 Abs. 2 SpruchG auch für das Beschwerdeverfahren als abschließende Regelung zur Kostentragung aufzufassen ist oder § 17 Abs. 1 SpruchG die Anwendung des § 84 FamFG eröffnet (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 28. September 2017, 20 W 5/16, AG 2018, 765 [juris Rn. 55 f.]; OLG München, Beschluss vom 13. Dezember 2016, 31 Wx 186/16, AG 2017, 203 [juris 10]). Es erscheint jedenfalls angemessen, dass die Antragsteller ihre außergerichtlichen Kosten im Beschwerdeverfahren jeweils selbst tragen, § 15 Abs. 2 SpruchG. Der Antragsteller zu 65) hat seine Beschwerde zurückgenommen. Die Beschwerden der übrigen Antragsteller sind erfolglos geblieben. Hinreichende Gründe, die eine Kostentragung durch die Antragsgegnerin als angemessen erscheinen ließen, liegen nicht bereits deshalb vor, weil in zweiter Instanz zusätzliche Erläuterungen von der sachverständigen Prüferin eingeholt worden sind und zu weiteren Erkenntnissen geführt haben.

#### 154

Die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin sind von dieser zu tragen. Auch unter Berücksichtigung des Erfolgs der Anschlussbeschwerde vermag der Senat keine Gründe für eine anderweitige Kostenverteilung unter Billigkeitsgesichtspunkten zu erkennen.

#### 155

2. Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens ist gemäß § 74 Satz 1 GNotKG mit 200.000,00 Euro anzusetzen, da gegenüber der angebotenen Abfindung kein zusätzlicher Betrag festgesetzt wird. Eine zusätzliche Berücksichtigung des Werts der Anschlussbeschwerde, die nur die außergerichtlichen Kosten des Verfahrens betrifft, findet nach § 37 Abs. 1 GNotKG nicht statt.

#### 156

Der für die Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

#### 157

3. Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen, da die Sache keine grundsätzliche Bedeutung hat und auch die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts nicht erfordert, § 17 Abs. 1 SpruchG, § 70 Abs. 2 Satz 1 FamFG.