

21 W 76/19
3-05 O 45/16 Landgericht Frankfurt
am Main

Zur Geschäftsstelle gelangt am
(Erlass): 3. November 2020

Justizangestellte
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle



OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchstellenverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung im Rahmen einer
Konzernverschmelzung ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Youniq AG

an dem hier beteiligt sind:

gegen

Antragsgegnerin und Beschwerdeführerin,

Verfahrensbevollmächtigte:

hat der 21. Zivilsenat durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht
die Richterin am Oberlandesgericht und die Richterin am
Oberlandesgericht für Recht erkannt:

Auf die Beschwerde der Antragsgegnerin wird der Beschluss des Landgerichts
Frankfurt am Main vom 25. April 2019 abgeändert.

Die auf die Heraussetzung der gewährten Abfindung gerichteten Anträge der
Antragsteller werden zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten des erstinstanzlichen Verfahrens und des
Beschwerdeverfahrens einschließlich der Auslagen des gemeinsamen
Vertreters trägt die Antragsgegnerin. Außergewöhnliche Kosten werden nicht
erstattet.

Der Geschäftswert des erst- und zweitinstanzlichen Verfahrens werden
einheitlich auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe

A.

Die Antragsteller waren Aktionäre der YOUNIQ Aktiengesellschaft (im Folgenden
YOUNIQ AG), deren Aktien im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse

(Prime Standard) notiert waren und seit dem 9. April 2015 im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse (Entry Standard) und der Börsen in Berlin, Düsseldorf und Stuttgart sowie im elektronischen Handelssystem XETRA und Tradegate gehandelt wurden. Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von 10.400.000 € war in 10.400.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt, von denen sich am 19. Februar 2016 noch 811.696 Aktien im Streubesitz befanden. Hauptaktionärin war die damalige Corestate Ben BidCo AG (im Folgenden B AG), deren Rechtsnachfolgerin mittlerweile auf die Antragsgegnerin verschmolzen ist. Die Antragsgegnerin befindet sich derzeit in Liquidation.

Die YOUNIQ AG mit Sitz in Frankfurt am Main war im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main eingetragen. Das Geschäftsjahr war das Kalenderjahr, der Gegenstand des Unternehmens bestand in dem Ankauf, Verkauf und der Vermittlung von Immobilien sowie der Vermittlung von Finanzierungen. Bei der Gesellschaft handelt es sich um eine Immobiliengesellschaft mit zahlreichen Tochtergesellschaften, deren maßgebliche „Geschäftsbereiche YOUNIQ Studentisches Wohnen“ und „Dienstleistungen“ waren, wobei die Gesellschaft einen wesentlichen Teil der gesamten Wertschöpfungskette abdeckte, nämlich vom Erwerb der Grundstücke über die Projektentwicklung inklusive Planung, Baurechtschaffung und Bau bis hin zum Halten und Bewirtschaften der realisierten Immobilien. Im Kerngeschäft YOUNIQ Studentisches Wohnen umfasste der bewirtschaftete Eigen- und Fremdbestand laut Halbjahresfinanzbericht der YOUNIQ AG insgesamt 2.597 Apartments, von denen sich 2.396 Einheiten in der Bewirtschaftung und 201 Einheiten im Bau bzw. in der Planung befanden. Von den 2.396 Wohnungen gehörten insgesamt 1.247 Einheiten zum Eigenbestand und 1.149 Einheiten zum Fremdbestand der YOUNIQ AG. Alle Einheiten wurden von der Gesellschaft selbst bewirtschaftet, wobei sich die Projekte in verschiedenen Hochschulstädten Deutschlands befanden. Bei dem Eigenbestand handelte es sich um Studentenwohnheime in Bayreuth, Frankfurt am Main, Mainz und Potsdam.

Am 10. November 2014 machte die B AG nach dem Erwerb der Kontrolle der Gesellschaft im Sinne von § 29 Abs. 2 WpÜG ein öffentliches Pflichtangebot in Höhe von 1,02 € je Aktie der YOUNIQ AG, das mit Blick auf insgesamt 290.031 Aktien

angenommen wurde. Hiernach verfügte die B AG über 92,2 % der Aktien der YOUNIQ AG.

Mit Schreiben vom 10. August 2015 erfolgte eine abstrakte Absichtserklärung der B AG, wonach sie eine Verschmelzung mit Ausschluss der Minderheitsaktionäre der YOUNIQ AG beabsichtige. Die Absicht wurde mittels Ad hoc Mitteilung am 4. September 2015 allgemein bekannt gegeben (vgl. S. 94 des Übertragungsberichts). Zum Zweck der Durchführung der beabsichtigten unternehmerischen Maßnahme beauftragte die Antragsgegnerin die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mit der Ermittlung des Unternehmenswertes der YOUNIQ AG und damit verbunden der Höhe der nach § 62 UmwG iVm § 327b AktG zu gewährenden Abfindung. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, bezüglich deren Ausführungen auf den zu den Akten gereichten Übertragungsbericht verwiesen wird (vgl. Anlage AG 1), ermittelte einen anteiligen Ertragswert von 1,42 € und einen Net Asset Value in Höhe von 1,49 € je Aktie. Dem Ertragswert lagen ein Basiszins in Höhe von 1,5 % nach Steuern, eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % nach Steuern und ein mittels einer Peer group ermittelter Betafaktor unverschuldet in Höhe von 0,3 sowie ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0 zugrunde.

Der umsatzgewichtete Börsenkurs 3 Monate vor der Ad hoc Mitteilung über die geplante Maßnahme am 3. September 2015 belief sich auf 1,70 € (vgl. Übertragungsbericht S. 94), weshalb eine Abfindung in dieser Höhe vorgeschlagen wurde. Die gerichtlich bestellte, sachverständige Prüferin, die

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestätigte den Wert als angemessen, wobei auf den als Anlage AG 2 zu den Akten gereichten Prüfbericht ergänzend Bezug genommen wird.

Daraufhin beschloss die Hauptversammlung der YOUNIQ AG am 10. Dezember 2015 den Ausschluss der Minderheitsaktionäre. Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre und die Verschmelzung ins Handelsregister erfolgten am 19. Februar 2016, die Bekanntmachung der Eintragung am gleichen Tag.

Die Antragsteller halten die gewährte Abfindung für zu niedrig. Sie haben daher mit erstmals bei Gericht am 9. März 2016 eingegangenen Schriftsatz ein Spruchverfahren eingeleitet mit dem Ziel, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Das angerufene Landgericht hat ein schriftliches Sachverständigengutachten zum Net Asset Value der Gesellschaft eingeholt, das sich auf 4 gesonderte Gutachten zu den jeweiligen Verkehrswerten von Studentenwohnheimen der Gesellschaft in Bayreuth, Potsdam, Frankfurt und Mainz stützt, wobei hinsichtlich der Ausführungen des Sachverständigen auf die gesondert zu den Akten gereichten Gutachten verwiesen wird. Ferner hat der Sachverständige ein Ergänzungsgutachten erstellt, hinsichtlich dessen Inhalt auf Bl. 1426 ff. d. A. Bezug genommen wird.

Sodann hat die Kammer mit der angegriffenen Entscheidung die angemessene Abfindung auf 2,40 € je Aktie der YOUNIQ AG festgesetzt. Zur Begründung hat das Landgericht auf den vom Sachverständigen ermittelten Net Asset Value abgestellt. Dabei handele es sich um das zutreffende Wertermittlungsverfahren bei einer Immobiliengesellschaft, wie sich nicht zuletzt aus der gesetzlichen Wertung des § 168 KAGB ergebe. Der NAV einer Immobiliengesellschaft werde aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens und der Verbindlichkeiten unter Abzug des Barwertes der Verwaltungskosten der Gesellschaft ermittelt. Zugrunde zu legen seien – trotz Bedenken im Einzelnen – die vom Sachverständigen ermittelten Werte. Dies ergebe sich unter anderem daraus, dass der vom Sachverständigen ermittelte Net Asset Value bereits 40 % über dem Börsenwert der Gesellschaft liege und ein noch weiteres Auseinanderfallen beider Werte in Anbetracht des Fehlens einer Markteinge unrealistisch sei. Entsprechend seien die Aktiva der Gesellschaft mit 103.153.000 € und die Passiva mit 69.974.000 € zu veranschlagen. Hiervon sei ein Barwert der Verwaltungskosten in Höhe von 8.748.000 € in Abzug zu bringen. Unter Berücksichtigung der Anzahl der Aktien ergebe sich hieraus ein Betrag pro Aktie in Höhe von 2,35 € zum 15. August 2015. Daraus folge nach einer entsprechenden Aufzinsung zum Bewertungsstichtag der ausgeurteilte Abfindungsbetrag.

Gegen die Entscheidung hat die Antragsgegnerin mit am 12. Juni 2019 beim Landgericht eingegangenen Schriftsatz befristete Beschwerde eingelegt (Bl. 1567

ff. d. A.) und zur Begründung vornehmlich vorgetragen, es handele sich um eine unzulässige Überraschungsentscheidung, die offensichtlich willkürlich sei und eine widersprüchliche und nicht tragfähige Begründung aufweise. Zudem sei die Methode des Net Asset Value zur Bewertung der Gesellschaft vorliegend ungeeignet. Schließlich sei der vom Sachverständigen ermittelte Net Asset Value unzutreffend. Der Sachverständige habe zu Unrecht die MPC Verträge der Gesellschaft, die Pachtverträge hinsichtlich 5 der von der YOUNIQ AG fremdverwalteter Objekte betreffen, mit einem Wert von 5,9 Mio. € angesetzt. Auch die restlichen Beteiligungen hätten in Anbetracht ihrer Verluste in der Vergangenheit nicht mit 1 Mio. € bewertet werden dürfen. Zu Unrecht habe der Sachverständige keinen Abzug für Anteile ohne beherrschenden Einfluss vorgenommen. Zudem sei die vom Sachverständigen vorgenommene Aufzinsung nicht sachgerecht.

Die Antragsteller verteidigen die angefochtene Entscheidung unter Bezugnahme und Vertiefung ihres erstinstanzlichen Vorbringens.

Das Landgericht hat der Beschwerde nicht abgeholfen, sondern das Verfahren mit Beschluss vom 27. Juni 2019 dem Oberlandesgericht zur Entscheidung vorgelegt. Der Senat hat den Beteiligten einen Hinweis erteilt und zugleich eine ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin eingeholt. Hinsichtlich deren schriftlicher Ausführungen wird auf das gesondert zu den Akten gereichte Gutachten vom 27. Juli 2020 verwiesen. Im Übrigen wird ergänzend auf die Schriftsätze der Beteiligten im Beschwerdeverfahren sowie die ihnen beigefügten Anlagen Bezug genommen.

B.

Die zulässige Beschwerde hat Erfolg. Das Landgericht hat zu Unrecht die gewährte Abfindung in Höhe von 1,70 € für unangemessen erachtet, weswegen die angefochtene Entscheidung abzuändern und die Anträge der Antragsteller zurückzuweisen sind.

I.

Das Rechtsmittel ist zulässig, insbesondere als befristete Beschwerde gemäß § 12 Abs. 1 SpruchG statthaft. Die Beschwerde ist zudem form- und fristgerecht (Bl. 1506 und 1564 d. A.) eingelegt worden. Ferner erreicht die Beschwerdeführerin den aufgrund der Nichtzulassung der Beschwerde gemäß § 61 Abs. 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG erforderlichen Beschwerdewert von über 600 € (vgl. dazu BGH ZIP 2018, 2219).

II.

Die Beschwerde ist zudem begründet. Auf der Grundlage der überzeugenden und nachvollziehbaren Ausführungen der sachverständigen Prüferin in deren ergänzenden Stellungnahme ist der Senat davon überzeugt, dass die gewährte Abfindung angemessen ist.

1. Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG iVm § 62 Abs. 5 UmwG kann die Hauptversammlung einer Gesellschaft innerhalb von 3 Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Dabei muss die vom Hauptaktionär festgelegte Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG).

Als angemessen in dem vorgenannten Sinne ist eine Abfindung anzusehen, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert seiner Beteiligung entsprechen (vgl. BVerfGE 14, 263, 284; 100, 289, 304 f.; BayObLG AG 1996, 127; Hüffer/Koch, AktG, 2020, § 327b Rn. 5). Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. BGHZ 138, 136, 140). Dabei stellt der Börsenkurs der Gesellschaft regelmäßig eine Untergrenze für die zu gewährende Abfindung dar (vgl. BVerfGE 100, 289).

Wenn die Abfindung nicht nach dem Börsenkurs der gehaltenen Aktie als Untergrenze der Abfindung bestimmt wird, ist in der Regel der anteilige Unternehmenswert zugrunde zu legen, wobei der Wert des Unternehmens im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln ist (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, juris Rn. 21; Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 33; BGHZ 147, 108, 116). Hierfür ist entscheidend, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die von dem Gericht vorzunehmende Schätzung geschaffen ist. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige (vgl. Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357), aber sowohl aus verfassungsrechtlicher (vgl. BVerfG NJW 2007, 3266, zit. nach juris Rn. 23) als auch aus einfachrechtlicher (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, zit. nach Juris 42; BGHZ 147, 108, zit. nach juris Rn. 20 am Ende) Sicht nicht notwendiger Weise bestmögliche Grundlage handelt. Dies bedeutet, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, ZIP 2016, 110 Rn. 33 mwN). Zudem muss das Gericht im konkreten Fall in Ausübung des ihm zugestandenen Ermessens von der Geeignetheit und Aussagekraft der von ihm zur Schätzung herangezogenen Methode überzeugt sein. Nicht erforderlich ist demgegenüber, dass sich das Gericht ein abschließendes Bild über die widerstreitenden Ansichten innerhalb der Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Methoden oder Parametern machen müsste. Ausreichend ist vielmehr eine Beurteilung der Tragfähigkeit der Schätzgrundlagen nach pflichtgemäßem Ermessen gemessen an dem Ziel einer zutreffenden Abbildung des "wahren" Wertes der Unternehmensbeteiligung, wobei nicht die Methode ermittelt werden muss, die das Bewertungsziel am (vermeintlich) besten erreicht (aA Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357; Fleischer AG 2016, 185, 195 f.). Anhand dieses Maßstabes ist sowohl die Frage nach der Geeignetheit einer Methode als auch die Frage nach der für die Anwendung der Methode notwendigen Parameterhöhe zu klären.

2. Unter Anwendung vorstehender Grundsätze ist die gewährte Abfindung in Höhe des umsatzgewichteten Börsenkurses drei Monate vor der Ankündigung der unternehmerischen Maßnahme angemessen im vorstehenden Sinne. Der Senat

vermag dem Landgericht bereits bei der gewählten Bewertungsmethode nicht zu folgen. Zwar kann sich der Net Asset Value (im Folgenden NAV) im Einzelfall als geeignet erweisen, den Wert einer Gesellschaft zu ermitteln (vgl. Senat, Beschluss vom 08.09.2016 – 21 W 36/15, juris). Dies ist aber nur unter bestimmten Voraussetzungen der Fall, die vorliegend nicht erfüllt sind. Der Senat hat daher den Wert der Gesellschaft anhand des Ertragswertverfahrens geschätzt. Dieser liegt, wie sich nicht zuletzt aus den ergänzenden Ausführungen der sachverständigen Prüferin ergibt, deutlich unterhalb des Börsenkurses, weshalb der Börsenkurs in Höhe von 1,70 € als verfassungsrechtlich garantierte Untergrenze die Höhe der angemessenen Abfindung bestimmt.

a) Zu Recht sieht die Antragsgegnerin die Geeignetheit des Net Asset Value im vorliegenden Fall zur Bewertung des (anteiligen) Unternehmenswertes als ungeeignet an.

Bei dem NAV handelt es sich um eine Methode vorwiegend für die Bewertung von Immobiliengesellschaften, die sich auf europäischer Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat und die in § 168 KAGB (Vorgängervorschrift § 36 InvG) für die Ermittlung des Wertes einer Beteiligung an einer vermögensverwaltenden bzw. Immobiliengesellschaft ihren gesetzlichen Niederschlag gefunden hat (vgl. OLG München, Beschluss vom 12.07.2019 – 31 Wx 213/17, juris Rn. 51; Doublier/Lemnitzer, KAGB, 2019, § 248 Rn. 56 ff.; Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG Rn. 88a). Hierbei wird der Wert einer Gesellschaft aus der Differenz der Marktwerte ihres Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ermittelt, wobei die Marktwerte der einzelnen Assets von deren jeweiligen voraussichtlichen Erträgen bzw. Zahlungsströmen abhängen (vgl. Senat, Beschluss vom 08.09.2016 – 21 W 36/15, juris Rn. 31; OLG München, Beschluss vom 12.07.2019 – 31 Wx 213/17, juris). Insoweit handelt es sich wie beim Liquiditäts- und Substanzwert um ein Einzelbewertungsverfahren, bei dem allerdings abweichend vom Liquidationswert ein Fortführungswert angesetzt wird (vgl. OLG München, Beschluss vom 12.07.2019 – 31 Wx 213/17, juris Rn. 51; Creutzmann, BewP 2017, 74, 75; Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte,

Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG Rn. 88a). Diese vereinfachte Form der Bewertung (vgl. Doublier/Lemnitzer, KAGB, 2019, § 248 Rn. 56) bietet sich daher vornehmlich dann an, wenn die Erträge der Gesellschaft im Wesentlichen aus Erträgen und Aufwendungen im Zusammenhang mit bestimmten Kapitalanlagen resultieren, bei denen möglichst keine Synergieeffekte zu verzeichnen sind (vgl. Creutzmann, BewP 2017, 74, 75; Knoll in: Heidel/Schall, HGB, 2020, Anhang zu § 342e Rn. 18) bzw. die Assets nicht arbeitsteilig und gemeinschaftlich zu einer gemeinsamen Wertschöpfung beitragen, sondern letztlich unverbunden nebeneinander den Gesamtwert ausmachen (vgl. Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG Rn. 88a), wie dies bei rein vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaften der Fall ist (vgl. Altenhofen, jurisPR-HaGesR 5/2017, Anm 6; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, Bewertungsmethoden in der Rechtsprechung Rn. 12171). Entsprechend stützte sich der Senat auf die NAV - Methode im Fall einer Beteiligungsgesellschaft, deren Geschäftstätigkeit sich auf die Investitionen in ein diversifiziertes Immobilienportfolio beschränkte (vgl. Senat, Beschluss vom 08.09.2016 – 21 W 36/15, juris).

Gleichwohl ist die Bewertungsmethode aber nur eingeschränkt anwendbar (vgl. Knoll in: Heidel/Schall, HGB, 2020, Anhang zu § 342e Rn. 18; generell kritisch: Pape in: Petersen/Zwirner/Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung, 2013, „Bewertung im Immobiliensektor“ Rn. 3). Denn je weniger es sich um eine rein vermögensverwaltende Gesellschaft handelt, umso umfangreichere Anpassungen sind erforderlich, damit aus dem NAV eine angemessene Abfindung abgeleitet werden kann. So ist grundsätzlich für die angemessene Abfindung auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft und nicht auf die Summe der singulären Überschüsse ihrer einzelnen Vermögenswerte abzustellen. Dazu aber gibt die NAV – Methode – ohne entsprechende Anpassungen – zunächst keine Auskunft, da sie nur die hypothetischen Veräußerungswerte der einzelnen Assets zum Bewertungsstichtag abbildet und damit in der Regel nicht sämtliche zu erwartenden Zahlungsströme des Unternehmens erfasst (vgl. Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper, AktG, 2017, Anh § 305 Rn. 64; Jaspers/Posch in: Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, 2019, Anh § 11 SpruchG Rn.

88a). Zwar sind zur sachgerechten Erfassung des Unternehmenswertes anhand des NAV Anpassungen möglich, etwa in Bezug auf nicht erfasste Verwaltungskosten, da diese Auszahlungen die finanziellen Überschüsse belasten und damit nicht bei der Ermittlung der abzufindenden Vermögensposition ausgeblendet werden dürfen. Je bedeutsamer die Anpassungen jedoch aufgrund der Ausrichtung der Gesellschaft für den Unternehmenswert sind, desto weniger vermag der NAV für die Zwecke einer Unternehmensbewertung zu überzeugen, da in diesem Fall der Unternehmenswert nur eingeschränkt von dem gesondert ermittelten Marktwert der einzelnen Vermögensgegenstände bestimmt wird.

Vor diesem Hintergrund weist die Antragsgegnerin zu Recht darauf hin, dass die YOUNIQ AG nicht nur Immobilienbestände gehalten hat. Vielmehr sind etwa die Hälfte der Immobilien und mehr als die Hälfte der Mietflächen, die von der Gesellschaft bewirtschaftet wurden, im Fremdbestand gewesen (vgl. Übertragungsbericht S. 20). Gerade der Umstand, dass ein wesentlicher Teil des Geschäfts der YOUNIQ AG in der Verwaltung fremden Immobilienbestandes lag, lässt an der Geeignetheit des Net Asset Value Verfahrens zur Bewertung der Gesellschaft Zweifel aufkommen. Denn insoweit wird der Wert der Gesellschaft nicht von der Summe der Einzelwerte der Immobilien bestimmt, sondern die Wertschöpfung resultiert zu einem wesentlichen Teil aus dem arbeitsteiligen Verbund im Rahmen der Verwaltung der Fremdimmobilien. Insbesondere die vom Sachverständigen vorgenommenen Modifizierungen mit Blick auf die Bewertung der Pachtverträge sowie die Berücksichtigung der Verwaltungskosten zeigen, dass der Net Asset Value jedenfalls in seiner klassischen Ausprägung vorliegend zu keinen sinnvollen Ergebnissen für die Bewertung der YOUNIQ AG führt (vgl. etwa Creutzmann, BewP 2017, 74, 79; Ruiz de Vargas in Bürger/Körber, AktG, 2017, Anh § 306 Rn. 64). Gleichzeitig vermögen die vom Sachverständigen vorgenommenen Anpassungen aber nicht zu überzeugen, da sie – wie der Sachverständige selbst einräumt – nur auf sehr rudimentär begründeten Einschätzungen beruhen. Auch die Rechtfertigung des Sachverständigen für die gesonderte Berücksichtigung der Marke der YOUNIQ AG bei der Wertermittlung spricht gegen die Geeignetheit der NAV – Methode im vorliegenden Fall. Denn der Sachverständige begründet den Wert vornehmlich mit angeblichen

Synergieeffekten zwischen den einzelnen Immobilienobjekten der YOUNIQ AG. Doch ist anerkannt, dass gerade beim Auftreten von Synergieeffekten der NAV kein geeigneter Ansatz für die Bemessung des Unternehmenswertes ist (vgl. Knoll in: Heidel/Schall, HGB, 2020, Anhang zu § 342e Rn. 18).

Die Anwendung der insoweit im vorliegenden Fall wenig geeigneten NAV – Methode ist auch rechtlich nicht geboten. Insbesondere ergibt sich aus § 168 KAGB keine Einschränkung des nach § 287 Abs. 2 ZPO analog dem Gericht eingeräumten Schätzungsermessens. Die Vorschrift ist auf die Gesellschaft bereits nicht anwendbar. Der Anwendungsbereich des KAGB beschränkt sich auf Investmentvermögen im Sinne von § 1 Abs. 1 KAGB. Zwar kann im Ausnahmefall auch eine Immobilienaktiengesellschaft in den Anwendungsbereich des KAGB fallen. Maßgeblich hierfür ist aber, dass das Unternehmen eine Anlagestrategie und nicht lediglich eine Unternehmensstrategie aufweist (vgl. Niewerth/Rybarz, WM 2013, 1154, 1157). Der sehr weit gefasste Unternehmensgegenstand der YOUNIQ AG ist nicht als Anlagestrategie zu verstehen, so dass das KAGB bereits nicht einschlägig ist. Darüber hinaus beschränkt sich die Tätigkeit der Gesellschaft nicht auf das Verwalten von eigenem Immobilienvermögen, sondern spielt das operative Geschäft in Form der Bewirtschaftung fremder Immobilien eine wichtige Rolle der Geschäftstätigkeit. Ein negatives Tatbestandsmerkmal zur Abgrenzung des Anwendungsbereichs des KAGB ist aber gerade, dass es sich um kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors handelt (vgl. Niewerth/Rybarz, WM 2013, 1154, 1156).

Allerdings hat das Landgericht bereits vier Gutachten zum Wert der im Bestand gehaltenen Studentenwohnheime, ein Gutachten zum Net Asset Value und ein weiteres Ergänzungsgutachten zum Net Asset Value eingeholt. Diese Ermittlungen von Amts wegen sind sämtlich nur sehr eingeschränkt von Wert, sofern der Senat die eigene Schätzung auf den Ertragswert der Gesellschaft stützt. Doch auch unter dem Gesichtspunkt der hieraus sich ergebenden Verfahrensdauer und der zusätzlichen Verfahrenskosten ist der zunächst vom Landgericht beschrittene Weg nicht fortzusetzen. Denn auch der vom Sachverständigen festgestellte NAV kann nicht als Schätzung des Unternehmenswertes übernommen werden, sondern auch

insoweit wären weitere Ermittlungen erforderlich. Vor diesem Hintergrund ist eine Abkehr von dem bisher verfolgten NAV – Ansatz gerechtfertigt. Dabei obliegt die Methodenauswahl zwar dem tatrichterlichen Ermessen (vgl. etwa BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14, juris Rn. 12; Katzenstein, AG 2018, 739, 740). Das Beschwerdegericht ist jedoch wie die Eingangsinstanz Tatsacheninstanz (vgl. § 65 Abs. 3 FamFG; vgl. auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 12 Rn. 12). Entsprechend ist sein Schätzungsermessen mangels entsprechender Vorschriften durch die erstinstanzliche Entscheidung nicht eingeschränkt (vgl. BGH NJW-RR 2016, 1478, zit nach juris Rn. 10 ff.; Halfmeier/Jacoby, ZIP 2020, 203, 205).

b) Bei seiner Schätzung bedient sich der Senat daher wie im Übertragungsbericht der allgemein anerkannten (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17, Juris; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, § 12 Rn. 12.3) Ertragswertmethode. Nach dem Ertragswertverfahren ergibt sich der anteilige Unternehmenswert aus den mit dem Kapitalisierungszins diskontierten zukünftigen Erträgen der Gesellschaft zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und sonstiger Sonderwerte. Die zu diskontierenden Ergebnisse leiten sich wiederum aus den erwarteten Erträgen unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttungen sowie der hierauf jeweils zu entrichtenden persönlichen Steuern ab. Anwendung findet – wie bereits im Übertragungsbericht (Prüfbericht S. 9) – der zum damaligen Zeitpunkt gültige Standard IDW S1 2008. Der Ertragswert ist im Übertragungsbericht mit 1,42 € ermittelt und von der sachverständigen Prüferin gebilligt worden. Die hiergegen gerichteten Einwendungen der Antragsteller sind weitgehend unbegründet und führen jedenfalls zu einem Wert, der deutlich unterhalb des Börsenkurses der Gesellschaft und damit unter der gewährten Abfindung liegt.

aa) Die im Übertragungsbericht ausgewiesenen, geplanten zukünftigen Erträge der Gesellschaft erweisen sich im Ergebnis als plausibel und damit nicht korrekturbedürftig. Ausgewiesen wurde eine Detailplanung für die Jahre 2015 bis 2020. Ab dem Jahr 2021 hat man bis zum Jahr 2027 eine – nicht gesondert ausgewiesene – Übergangsphase angenommen und sodann ab dem Jahr 2028 eine ewige, keinen Änderungen mehr unterfallende Rente unterstellt. Die zu

kapitalisierenden Nettozuflüsse bei den Anteilseignern belaufen sich nach persönlichen Steuern hiernach für die Jahre 2015 und 2016 jeweils auf 0 TEUR, für das Jahr 2017 auf 445,2 TEUR, für das Jahr 2018 auf 724,3 TEUR, für das Jahr 2019 auf 714,7 TEUR und für das Jahr 2020 auf 836,6 TEUR. In der aus Darstellungsgründen vereinfacht ab dem Jahr 2021 ausgewiesenen ewigen Rente betragen die Nettozuflüsse 819 TEUR. Den gegen die vorstehend skizzierte Ertragsplanung vorgebrachten Einwänden von Antragstellerseite sind im Ergebnis nicht überzeugend.

aaa) Nicht durchzudringen vermögen die Antragsteller mit dem Einwand, der Aufsichtsrat habe der vorgelegten Planung wegen des anstehenden Squeeze out nicht zugestimmt und daher sei im Anschluss eine anlassbezogene Planung erstellt worden. Die sachverständige Prüferin hat in ihrem Prüfbericht ausführlich und nachvollziehbar dargelegt, dass eine zunächst vom Vorstand im März 2015 vorgelegte Planung zwar vom Aufsichtsrat nicht gebilligt worden sei, dies aber nicht mit Blick auf den bevorstehenden Squeeze out erfolgt sei, sondern weil sich die Geschäftsausrichtung zwischenzeitlich geändert habe und die Planung an die neue, auf Studentenwohnheime fokussierte Geschäftstätigkeit habe angepasst werden müssen (Prüfbericht S. 26 f.). Die im Anschluss geänderte Planung sei – so die Antragsgegnerin sodann unwidersprochen (Bl. 1026 d. A.) – im Rahmen des jährlichen Planungs- und Budgetprozesses erstellt worden. Es besteht aus Sicht des Senats keine Veranlassung, an diesem Vortrag der Antragsgegnerin zu zweifeln, zumal er sich mit der Schilderung der sachverständigen Prüferin vom Planungsprozess deckt.

bbb) Nicht zu folgen ist dem weiteren Einwand, die Planung habe um eine zusätzliche Planungsphase ergänzt werden müssen, welche die außerordentlichen Faktoren für einen bestimmten Übergangszeitraum konkretisieren. Der Einwand geht bereits deshalb fehl, weil tatsächlich eine Übergangsphase für die Zeit von 2021 bis 2027 geplant wurde, diese lediglich aus Gründen einer übersichtlicheren Darstellung nur nicht gesondert ausgewiesen wurde (vgl. Übertragungsbericht S. 72). Dass die damit einhergehende Verdichtung der Planung rechnerisch

sachgerecht erfolgt ist, hat die sachverständige Prüferin bestätigt (Prüfbericht S. 36).

ccc) Ohne Erfolg wenden sich die Antragsteller weiterhin gegen die im Übertragungsbericht angesetzte jährliche Mietsteigerungsrate von 2,5 % in den Detailplanungsjahren und von 1,5 % in den Jahren ab 2028 (1030, 1116, 1138).

Der Planung zufolge werden damit Mietsteigerungsraten zugrunde gelegt, die deutlich über der in der Vergangenheit realisierten, im gesamten Mietmarkt durchschnittlich erzielten Mietsteigerungsrate von 1,2 % liegen. Bereits deshalb vermag das Argument, es seien die geringeren gesetzlichen Vorgaben bei Wohnraum für Studentenwohnheime im Vergleich zu denjenigen für Mietwohnraum im Allgemeinen nicht beachtet worden, nicht zu überzeugen. Zugleich ist die Analyse, bereits im Jahr 2015 sei ein vergleichsweise hohes Mietniveau erreicht worden und es sei mit einem zunehmenden Konkurrenzdruck zu rechnen, plausibel und damit nicht zu beanstanden.

Soweit einige Antragsteller dem entgegengehalten, höhere Mietsteigerungsraten würden sich aus einer Berücksichtigung weiterer Nachfragegruppen wie ausländischer Studenten, Flüchtlingen, Auszubildenden oder Berufspendler ergeben, stehen diesem Argument teilweise bereits institutionelle Gründe entgegen. So hat die Antragsgegnerin zu Recht darauf hingewiesen, dass bei einigen ihrer Studentenwohnheime eine ausschließliche Vermietung an Studenten Nebenbedingung zu deren Baugenehmigung war. Im Übrigen ist es aber auch aus rein wirtschaftlichen Überlegungen heraus gut nachvollziehbar, dass die genannten Nachfragegruppen zu keinen höheren Mietsteigerungsraten führen. Die Vorstellung, Flüchtlinge oder Berufspendler würden in bedeutendem Umfang Wohnungen in Studentenwohnheimen nachfragen, ist eher fernliegend. Ein einsetzender Verdrängungswettbewerb von einem Marktsegment zu dem hier maßgeblichen Segment für das Wohnraumangebot in Studentenwohnheimen mag zwar denkbar, aber keineswegs zwingend sein. Zudem war zum Bewertungsstichtag auch nicht mit einer massiven Zunahme ausländischer

Studenten zu rechnen, die die Nachfrage nach studentischem Wohnraum zwingend in die Höhe hätte treiben können.

Gleichfalls ist der Hinweis mit Blick auf die Angebotsseite, wonach – abweichend vom Übertragungsgericht – mit einem zunehmenden Konkurrenzdruck nicht zu rechnen sei, da kein der YOUNIQ AG vergleichbares Unternehmen habe identifiziert werden können, ebenfalls nicht überzeugend. Zwar war die YOUNIQ AG die einzige börsennotierte Anbieterin von Wohnräumen in Studentenwohnheimen. Daraus folgt aber nicht, dass sie die einzige Anbieterin solchen Wohnraums überhaupt war oder in Zukunft sein würde.

Soweit der gemeinsame Vertreter sodann noch auf ausgewählte, absolute Mietsteigerungen in dem Jahr 2014 gegenüber dem Jahr 2010 hinweist, hält die Antragsgegnerin diesem Argument zu Recht entgegen, dass die vom gemeinsamen Vertreter angeführten Zahlen einer absoluten Steigerung über 4 Jahre hinweg durchaus kompatibel sind mit dem im Übertragungsbericht unterstellten jährlichen prozentualen Anstieg von 2,5 %. Während der gemeinsame Vertreter etwa für Karlsruhe einen Preis von 10,7 €/m² im Jahr 2010 einem Mietpreis von 13,4 €/m² im Jahr 2014 gegenüberstellt, ergäbe sich bei einer jährlichen Steigerung von 2,5 % ein Mietpreis im Jahr 2014 von knapp 12 €/m². In Potsdam läge der sich bei einer jährlichen Preissteigerung von 2,5 % für das Jahr 2014 ergebende Mietpreis sogar knapp über dem vom gemeinsamen Vertreter angegebenen Preis, hingegen in München läge er darunter. Dies verdeutlicht, dass die Angaben des gemeinsamen Vertreters die Plausibilität der im Übertragungsbericht angenommenen Steigerungsrate nicht zu erschüttern vermögen, sondern hierdurch allenfalls eine plausible Steigerungsrate durch eine andere ersetzt würde, was aber im Rahmen des gerichtlichen Überprüfungsverfahrens zu unterbleiben hat.

ddd) Des Weiteren wenden sich die Antragsteller gegen die Planung der zukünftigen Erträge, soweit es die MPC Verträge anbelangt. Diese Verträge betreffen die fünf der insgesamt sieben fremdverwalteten Studentenwohnheime der YOUNIQ AG, nämlich derjenigen in Karlsruhe, Greifswald (zwei Objekte), München II und Frankfurt Riedberg II. Diese Objekte wurden an die MPC Capital AG verkauft

und in der Folge von der Gesellschaft im Rahmen eines Generalmietvertrags über eine Laufzeit von 14,5 Jahren zurückgepachtet (Übertragungsbericht S. 20). Bei der Planung ging die Gesellschaft davon aus, dass die Verträge nicht verlängert, sondern im Jahr 2026 bzw. 2027 auslaufen würden. Die geschlossenen Verträge seien in ihrer zum Bewertungsstichtag bestehenden Konstruktion nachteilig, da die kumulierten Aufwendungen aus der Objektbewirtschaftung sowie die zu leistenden Pachtzahlungen die prognostizierten Ertragspotentiale übersteigen würden (Übertragungsbericht S. 21). Gleichzeitig sei nicht davon auszugehen, dass die Pachtverträge zukünftig mit verbesserten oder nur gleichen Konditionen verlängert werden könnten (Übertragungsbericht S. 72). Hiergegen wenden sich die Antragsteller. Es fehle eine nachvollziehbare Darstellung dieser Annahme (Bl. 1117), weswegen auch das Absinken der Mieterträge von 11.856 TEUR im Jahr 2020 auf 8.844 TEUR in den Jahren ab 2021 ff. unplausibel sei.

Dieser Einwand der Antragsteller wird gestützt durch die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen im Rahmen seiner Berechnungen zum NAV, wonach er – wenngleich ohne detaillierte Begründung – den Pachtverträgen in Karlsruhe, Greifswald und München einen gesonderten Wert in Höhe von insgesamt 5,9 Mio. € beigemessen hat (Gutachten S. 45 ff.).

Gleichwohl vermag der Einwand vor dem Hintergrund der überzeugenden Erläuterungen der sachverständigen Prüferin in deren vom Senat eingeholten ergänzenden, schriftlichen Stellungnahme nicht zu überzeugen. So hat die sachverständige Prüferin zunächst auf die im Konzernabschluss der YOUNIQ AG vom 31. Dezember 2014 enthaltenen Drohverlustrückstellungen in Höhe von etwa 1.800 TEUR für erwartete Verluste aus den mit MPC geschlossenen Pachtverträgen hingewiesen. Hieraus ergibt sich die bereits zum damaligen Zeitpunkt bestehende Erwartung des Vorstands der Gesellschaft, die Verträge würden langfristig zu keinen Gewinnen für die Gesellschaft führen und seien daher nicht zu verlängern. Darüber hinaus hat die sachverständige Prüferin eine gesonderte Wirtschaftlichkeitsbetrachtung auf der Grundlage der seitens der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellten Zahlen angestellt. Hiernach ergibt sich zwar aus der Gegenüberstellung der direkt zuordenbaren Aufwände und Erträge ein positives

Ergebnis des Net Operating Income. Sofern man jedoch in einem zweiten Schritt die Personal-, Verwaltungs-, Vertriebs- und Marketingaufwendungen des Segments „Dienstleistungen“ anhand eines Ertragsschlüssels den Bereichen „MPC“ und „Übrige“ zuordnet, zeigt sich ein negativer Deckungsbeitrag bzw. ein negatives EBITDA der MPC-Verträge. Entsprechend kommt die sachverständige Prüferin zu dem gut nachvollziehbaren Schluss, dass ihre betriebswirtschaftliche Analyse die Unwirtschaftlichkeit der MPC-Verträge belegt und in Einklang mit der Indizfunktion der Drohverlustrückstellungen im geprüften Konzernabschluss der Gesellschaft stehe. Daher ist die im Übertragungsbericht unterstellte Annahme des Absehens einer Verlängerung der MPC-Verträge gut vertretbar und entgegen der Auffassung der Antragsteller nicht zu korrigieren.

eee) Darüber hinaus vermögen die Antragsteller auch mit dem weiteren Einwand, die in der Planung enthaltenen Bewirtschaftungskosten seien unüblich hoch, nicht durchzudringen. Zutreffend weist die Antragsgegnerin darauf hin, dass die Bewirtschaftungskosten sich aus einer umlegbaren und einer nicht umlegbaren Komponente zusammensetzen, wobei der umlegbare Teil 80 % der Gesamtkosten ausmache, was wiederum auf den Mietpauschalpreis zurückzuführen sei, der einen kalkulatorischen Anteil für die Betriebs- und sonstigen Kosten enthalte. Als Beispiele für die umlegbaren Kosten führt die Antragsgegnerin Kosten für Strom oder Wasser aber auch für Gemeinschaftsräume und Gemeinschaftseinrichtungen an. Vor dem Hintergrund dieser Erläuterungen sind die auf Seite 63 des Übertragungsberichts ausgewiesenen Planzahlen der Bewirtschaftungskosten nachvollziehbar und plausibel.

Entsprechendes gilt für die ebenfalls als von Antragstellerseite als zu hoch eingeschätzten (Rechts-)beratungskosten, zumal unabhängig davon die hohen Kosten, die ausschließlich in den Planjahren 2015 und 2016 anfallen (vgl. Übertragungsbericht S. 66), ohnehin den Unternehmenswert nicht maßgeblich beeinflussen.

fff) Nicht zu überzeugen vermag ferner der Einwand, die Wachstumsthesaurierung in Höhe von 114 TEUR in der ewigen Rente sei zu hoch. Hierzu hat die

sachverständige Prüferin dargelegt, dass zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate bezogen auf das Eigenkapital berücksichtigt worden sei (Prüfbericht S. 36). Die Berücksichtigung des Umstands erfolgte dem Übertragungsbericht zufolge ab dem Ende der Übergangsphase für die Jahre 2028 ff. (Übertragungsbericht S. 82), wobei sich der konkret ausgewiesene Wert aus der annuitätischen Umrechnung auf das Jahr 2021 ergibt. Eine Wachstumsthesaurierung in Höhe des Wachstumsabschlags bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital der Gesellschaft ist üblich und von der Rechtsprechung anerkannt (vgl. Senat, Beschluss vom 17.01.2017 – 21 W 37/12, Rn. 91 ff.; ausführlich Senat, Beschluss vom 8. September 2020 – 21 W 121/15, juris).

ggg) Nicht zu beanstanden ist ferner die für die Jahre ab 2017 angenommene Ausschüttungsquote von 50 %. Unmittelbar einleuchtend ist, dass für die Jahre 2015 und 2016 wegen der zu erwartenden negativen Jahresergebnisse keine Ausschüttung unterstellt wurde. Auch die ab dem Jahr 2017 angenommene Quote von 50 % unterliegt keinen Bedenken. Sie folgt einem marktüblichen Anteil, der zwischen 40 % und 60 % angesiedelt werden kann, wobei die von der Übertragungsprüferin vorgenommene Untersuchung der Quoten von zu der YOUNIQ AG vergleichbaren Unternehmen kein abweichendes Ausschüttungsverhalten zu Tage gefördert hat. Ferner weist die Antragsgegnerin zu Recht darauf hin, dass mangels entsprechender Planung auf von der Gesellschaft vorgesehene Werte nicht zurückgegriffen werden konnte und zudem das historische Ausschüttungsverhalten der YOUNIQ AG für die Zukunft aufgrund der grundlegenden Strukturänderung der Gesellschaft nicht zielführend war.

hhh) Soweit sodann von Antragstellerseite zunächst zu Recht der Satz der Abgeltungssteuer in der ewigen Rente, der mit 16,9 % und nicht mit den üblichen 13,19 % angegeben wird, problematisiert wird, führt auch dies zu keiner abweichenden Bewertung. Hierzu hat die sachverständige Prüferin nachvollziehbar in ihrer erläuternden Stellungnahme dargelegt, dass sich der Satz rechnerisch aus einer Verhältnisbildung der effektiven Veräußerungsgewinnsteuer in Höhe von 86 TEUR mit dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen in Höhe von 510 TEUR ergibt.

Allerdings handelt es sich bei dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen nicht um die hierfür relevante steuerliche Bemessungsgrundlage, weswegen es sich auch nicht um einen effektiven Steuersatz handelt. Dieser wurde im Übertragungsbericht hingegen wie üblich mit 12,5 % zzgl. Solidaritätszuschlag angesetzt, dann aber nicht nur auf den ausgewiesenen Wertbeitrag aus Thesaurierungen sondern auch auf die inflationsbedingte Wertsteigerung in Höhe von 145 TEUR in der ewigen Rente zur Anwendung gebracht. Dass gegen die Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen keine durchgreifenden Bedenken bestehen, hat der Senat kürzlich entschieden (vgl. Senat, Beschluss vom 8. September 2020 – 21 W 121/15, juris.) Hierauf wird Bezug genommen. Im Übrigen führt die Berücksichtigung der Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen aber vorliegend ohnehin nicht zu einem über der gewährten Abfindung liegenden anteiligen Unternehmenswert.

iii) Soweit der gemeinsame Vertreter die Planung insgesamt für verfehlt hält, weil die Gesellschaft – insoweit unstrittig – laut einer Pressemitteilung vom 28. Oktober 2016 knapp ein Jahr nach dem Bewertungsstichtag die in ihrem Eigenbesitz gehaltenen Studentenwohnheime von Frankfurt, Mainz, Potsdam und Bayreuth verkauft habe, steht auch dieser Umstand der Plausibilität der Planung nicht entgegen. Die Antragsgegnerin hat dargelegt, der Verkauf sei erst nach dem Bewertungsstichtag geplant gewesen. Entsprechend war er aufgrund des Stichtagsprinzips nicht zu berücksichtigen. Unabhängig davon erweisen sich die daran anknüpfenden Vermutungen des gemeinsamen Vertreters, der Wert der Eigenimmobilien habe sich auf etwa 150 Mio. € belaufen, als unzutreffend. Vielmehr hat der gerichtlich bestellte Sachverständige wie bereits im Übertragungsbericht den Wert auf ca. 80 Mio. € geschätzt, so dass sich jedenfalls hieraus keine Bedenken gegen die Höhe des ausgewiesenen Ertragswertes ableiten lassen.

Allerdings weist der gemeinsame Vertreter nicht völlig zu Unrecht auf die geringe Zeitspanne zwischen Bewertungsstichtag und Verkauf sowie die aufwändigen Vorbereitungen für einen solchen Verkauf hin. Hierzu hat die sachverständige Prüferin aber auf Bitten des Senats ausführlich Stellung genommen und nachvollziehbar dargelegt, dass sich ihr bei der Prüfung trotz mehrfach erfolgter Nachfragen kein Hinweis auf eine bereits zum Bewertungsstichtag bestehende

Veräußerungsabsicht ergeben habe. Auf die entsprechenden Ausführungen wird Bezug genommen (Ergänzende Stellungnahme S. 10 ff.). In Anbetracht dieser Ausführungen sieht der Senat keine Veranlassung zu weiteren Aufklärungen von Amts wegen, zumal die fehlende Veräußerungsabsicht zum Bewertungsstichtag bestätigt wird durch den Konzernzwischenabschluss der Gesellschaft zum 30. Juni 2015 sowie die hiernach im September und insbesondere noch am 25. November 2015 erfolgten Anschlussfinanzierungen der Objekte in Frankfurt, Mainz, Potsdam und Bayreuth, die jeweils eine Laufzeit bis in das Jahr 2020 aufwiesen.

bb) Die vorstehend erörterten zukünftigen Erträge der YOUNIQ AG sind mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Der im Übertragungsbericht ausgewiesene Kapitalisierungszins zwischen 10,02 % und 7,05 % in der Detailplanungsphase bzw. 4,98 % in der ewigen Rente begegnet keinen durchgreifenden Bedenken.

Dabei setzt sich der Kapitalisierungszins, mit dem die zukünftigen Erträge zu diskontieren sind, zusammen aus dem Basiszins, einem Risikozuschlag und - für die Zeit der ewigen Rente – einem Wachstumsabschlag.

aaa) Der Basiszinssatz repräsentiert eine (quasi-) risikofreie und fristenäquivalente Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Im Übertragungsbericht ist ein Basiszins von 1,5 % vor Steuern und 1,1 % nach Steuern veranschlagt. Der Zins ist ermittelt worden aus der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen, wobei auf die Datenbasis der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen wurde. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler wurden aus den vorangegangenen drei abgeschlossenen Monaten geschätzte Renditen periodenspezifischer Durchschnittszinssätze abgeleitet, wobei die Durchschnittszinssätze der drei Monate vor dem Abschluss der Bewertungsarbeiten am 29. Oktober 2015 zugrunde gelegt wurden.

Die Vorgehensweise im Übertragungsbericht bei der Bestimmung des Basiszinses entspricht grundsätzlich der ständigen Rechtsprechung des Senats (vgl. etwa Beschluss vom 17. Dezember 2012 - 21 W 39/11, juris Rn. 65; Beschluss vom 29.

April 2011 – 21 W 13/11, Juris Rn. 68). Das gilt insbesondere für den Ansatz, den Basiszins anhand der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für einen bestimmten Stichtag zu ermitteln und sodann einen Durchschnitt der unmittelbar davorliegenden neunzig Tage zu ermitteln (vgl. Senat, Beschluss vom 5. Dezember 2013 – 21 W 36/12, Juris Rn. 72 ff.).

Maßgeblich ist insoweit jedoch abweichend vom Übertragungsbericht (Übertragungsbericht S. 75; 1050) der Bewertungsstichtag und nicht der Tag des Abschlusses der Bewertungsarbeiten (vgl. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2015 – 21 W 26/13, Juris Rn. 42 ff.). Nur die Heranziehung von Daten des Bewertungsstichtages genügt dem Stichtagsprinzip, wobei die damit verbundenen organisatorischen Probleme überwindbar sind. Allerdings hat die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen, dass die Heranziehung der Durchschnittszinssätze der drei Monate unmittelbar vor der Hauptversammlung, also vom 10. September 2012 bis zum 10. Dezember 2012 ebenfalls zu einem gerundeten Basiszins von 1,5 % führt.

Die durchgeführte Rundung widerspricht der ständigen Rechtsprechung des Senats, sofern es sich um eine Aufrundung handelt (vgl. Senat, Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 54 ff.; Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11, juris Rn. 112; aA OLG München, Beschluss vom 06.08.2019 - 31 Wx 340, 17 juris, Rn. 50; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015 - 12a W 7/15, juris Rn. 80; Popp, WPg 2016, 926). Der über drei Monate ermittelte durchschnittliche, ungerundete Basiszins zum Bewertungsstichtag betrug nach den ergänzenden Angaben der sachverständigen Prüferin 1,4178 % und lag damit geringfügig unterhalb des im Übertragungsbericht herangezogenen Wertes. Dies führt jedoch nur zu einer vernachlässigswerten Erhöhung des anteiligen Ertragswertes der Gesellschaft.

Soweit die Antragsteller einwenden, es hätten jedenfalls in der Detailplanungsphase fristenadäquaten Zinssätze verwendet werden müssen, um ein exaktes Ergebnis zu erhalten, ist dieser Aspekt finanzmathematisch nicht völlig von der Hand zu weisen (vgl. etwa Franken/Schulte in: Fleicher/Hüttemann, Rechtshandbuch

Unternehmensbewertung, 2019, Rn. 6.30; zum Problem insbesondere in der Niedrigzinsphase Knoll/Kruschwitz/Löffler, DB 2016, 2305). Das Gegenargument der Antragsgegnerin, es müsse der Zinssatz betreffend die Investition insgesamt und damit einer unendlichen Laufzeit herangezogen, trifft nicht zu, da die Ausschüttungen zu verschiedenen Zeitpunkten vorgenommen werden. Jedoch hat bereits das Landgericht München I zutreffend darauf hingewiesen (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06), die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stelle eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474; vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 194). Die Verwendung eines typisierten, einheitlichen laufzeitkonstanten Basiszinssatzes anstelle von laufzeitspezifischen Zinsen entspricht der Empfehlung des IDW und somit einer anerkannten und gebräuchlichen Methode, die im Rahmen eines Bewertungsmodells, das notwendigerweise Vereinfachungen und Pauschalierungen enthalten muss, nicht zu beanstanden ist (vgl. auch OLG Düsseldorf, AG 2012, 797, juris Rz. 44; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006, 1005, 1015). Dieser Sichtweise hat sich der Senat bereits in früheren Entscheidungen angeschlossen (vgl. etwa Senat, Beschluss vom 18.12.2014 – 21 W 34/12, juris Rn. 72) und sieht auch derzeit keine Veranlassung, hiervon abzuweichen.

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller besteht zudem keine Veranlassung, die Kosten eines Credit Default Swaps bei der Ermittlung des Basiszinseszinses zu berücksichtigen. Auch hier gilt zunächst, dass eine Berücksichtigung sich auf das Ergebnis kaum auswirken würde, da deutsche Staatsanleihen auch ohne Swaps dem Idealbild der risikofreien Anlage sehr nahekommen. Darüber hinaus ist der Markt für solche Swaps im Vergleich zu dem für deutsche Staatsanleihen relativ eng, so dass der Preis kein optimales Abbild für die Absicherung des verbleibenden Restrisikos ist (vgl. Senat, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11, juris Rn. 110; LG München I, Beschluss vom 31. Juli 2015 – 5 HKO 16371/13, juris Rn. 284). Daher kann auch dahingestellt bleiben, ob der Preis für solche Swaps vornehmlich spekulationsgetrieben ist und bereits aufgrund des vornehmlichen Nachfragemotivs keinen Preis für das bei Staatsanleihen verbleibende Restrisiko darstellt.

Darüber hinaus begegnet der Abzug einer typisierten Einkommenssteuer in Höhe von 26,37 % keinen Bedenken (vgl. Senat, Beschluss vom 20. Juli 2016 – 21 W 21/14, Juris Rn. 89).

bbb) Der Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Der Senat hält in Einklang mit der sachverständigen Prüferin einen Risikozuschlag nach typisierter Einkommenssteuer in einer Höhe zwischen 8,91 % und 5,94 % in der Detailplanungsphase und von 4,9 % in der ewigen Rente für gerechtfertigt.

Der Grund für die Erhöhung eines Basiszinses um einen Risikozuschlag ist darin zu sehen, dass bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 159 f.). Bei der Ermittlung des Risikozuschlags anhand des vom Senat in ständiger Rechtsprechung gebilligten Tax CAPM wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen (Überrendite) ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie) mit einem unternehmensspezifischen Faktor, dem sogenannten Betafaktor multipliziert (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 158).

(1) Im Übertragungsbericht wird eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern unterstellt. Hiergegen ist entgegen der Auffassung der Antragsteller nichts zu erinnern.

Bei der Marktrisikoprämie handelt es sich um eine mit hohen Unsicherheiten behaftete Größe, die keiner endgültigen Klärung zugeführt werden kann. Vielmehr ist die Prämie im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Hierzu ist es sachgerecht, sich an den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer zu orientieren. Danach ist eine Risikoprämie von 5,50 % bis 7 % vor persönlicher Einkommenssteuer und von 5,00 % bis 6,00 % nach Einkommenssteuer für den

Bewertungsstichtag sachgerecht (vgl. FAUB Mitteilung vom 19. September 2012). Der ständigen Rechtsprechung des Senats zufolge begegnet der Mittelwert von 5,5 % nach Steuern keinen Bedenken (vgl. Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15, juris Rn. 76; vgl. auch LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Juni 2019 – 3-05 O 38/18, juris). Überzeugende Gründe, vorliegend von dieser Rechtsprechung abzuweichen, werden von den Antragstellern nicht angeführt und sind auch im Übrigen nicht ersichtlich.

(2) Die Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensindividuelle und branchenspezifische Risiko wird im CAPM sowie im Tax – CAPM durch den sogenannten Betafaktor ausgedrückt. Der Betafaktor ist ein Maß für das systematische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Börsenkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Börsenkurs sich im Durchschnitt unterproportional verändert. Maßgeblich für die Unternehmensbewertung ist das zukünftige Risiko der Gesellschaft, da der Betafaktor als Bestandteil des Kapitalisierungszinssatzes für die Diskontierung der zukünftigen Zahlungsströme des Unternehmens herangezogen wird.

Grundlage für die Schätzung des Betafaktors ist in erster Linie der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst. Ersatzweise können die Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder ausnahmsweise auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein (vgl. Senat, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11, juris Rn. 72; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 -, juris Rn. 163).

Im Übertragungsbericht ist – von der sachverständigen Prüferin gebilligt – auf der Basis einer Peer Group ein um das Finanzierungsrisiko bereinigter unlevered Betafaktor von 0,3 und ein sodann an die Finanzierungsstruktur der YOUNIQ AG angepasster relevered Betafaktor in der Detailplanungsphase zwischen 1,62 für das

Jahr 2015 und 0,89 für die Jahre ab 2021 angesetzt worden. Der Grund für das hohe levered Beta ist die gerade in der Detailplanungsphase sehr hohe Fremdverschuldung der Gesellschaft und das damit verbundene Kapitalstrukturrisiko. Demgegenüber ist das unlevered Beta als Ausdruck des operativen Risikos der Gesellschaft, der Immobilienbranche entsprechend, mit 0,3 deutlich unter dem Marktdurchschnitt.

Der Betafaktor der Gesellschaft fand keine Anwendung, weil der eigene Betafaktor keine statistische Signifikanz aufwies und insbesondere auch von keiner ausreichenden Liquidität im Aktienhandel der YOUNIQ AG ausgegangen werden konnte. Insoweit kann insbesondere auf die Darlegungen der sachverständigen Prüferin verwiesen werden (S. 53 ff. d. Prüfberichts). Dieser Ansatz unterliegt im Gegensatz zu der Auffassung der Antragsteller keinen Bedenken. Denn bei einem börsennotierten Unternehmen wie der YOUNIQ AG ist zur Ableitung des künftigen systematischen Risikos der Gesellschaft der historische unternehmensindividuelle Betafaktor grundsätzlich nur dann heranzuziehen, wenn dieser hinreichend aussagekräftig ist (vgl. Senat, Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12, Juris Rn. 83). Voraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist aber, dass sich die Aktienrenditen sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Wesentliche Bedingung für einen unverzerrten Anpassungsprozess ist neben institutionellen Gegebenheiten für einen liquiden Handel insbesondere ein hinreichender tatsächlicher Handel. Wie die hinreichende Liquidität eines Marktes zu bestimmen ist, ist zwar in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur nicht abschließend geklärt. Im Prüfbericht ist jedoch nachvollziehbar anhand der Daten für das Handelsvolumen, die Anzahl der Handelstage und die Geld – Brief - Spanne dargelegt worden, dass der Markt für Aktien der YOUNIQ AG im relevanten Zeitraum nicht hinreichend liquide war. Dabei spricht ein Handel an nur 53 % der Handelstage entgegen der Auffassung des gemeinsamen Vertreters gegen eine ausreichende Liquidität des Handels. Entsprechendes gilt für das extrem geringe Handelsvolumen der Gesellschaft, das gerade nicht dem durchschnittlichen Handelsvolumen der anderen Peer Group Unternehmen entspricht, sondern der Darstellung im Prüfbericht zufolge (S. 57 des

Berichts) weit darunterliegt. Entscheidend ist aus Sicht des Senats aber die Hohe Geld – Brief – Spanne von deutlich über 6 %.

Entsprechend war auf eine Peer Group zurückzugreifen. Hierzu ist zu konstatieren, dass es keine börsennotierten Unternehmen gibt, die in ihrer Gesamtheit unmittelbar mit der YOUNIQ AG vergleichbar oder auf demselben regionalen Markt vertreten sind (vgl. Prüfbericht S. 60). Es wurden daher einerseits Unternehmen herangezogen, die vorwiegend auf dem amerikanischen und britischen Markt wie die YOUNIQ AG Studentenwohnheime projiziert und anschließend vermietet, sowie andererseits Immobilienunternehmen betrachtet, die zwar in Deutschland tätig sind, dort aber Wohnimmobilien im Allgemeinen entwickeln, vermieten oder verkaufen.

Zwar haben die Antragsteller zahlreiche Einwände gegen die Auswahl der Vergleichsunternehmen erhoben. Alle Einwände beschränken sich jedoch darauf, vereinzelte Unterschiede zwischen den Vergleichsunternehmen und der Gesellschaft aufzuzeigen. Solche vereinzelten Unterschiede sind hingegen bereits aufgrund der singulären Stellung der YOUNIQ AG im deutschen Markt unvermeidbar. Sie führen dazu, dass eine Gruppe von Vergleichsunternehmen, vorliegend im Übertragungsbericht 10 und im Prüfbericht auf 13 erweitert, und nicht lediglich ein einzelnes Vergleichsunternehmen betrachtet wird. Die Unterschiede vermögen aber nicht die Einbeziehung der Unternehmen in die Gruppe der Vergleichsunternehmen in Frage zu stellen.

Ausgehend von der insoweit gut nachvollziehbar zusammengestellten Peer group wurden auf der Basis eines zweijährigen Betrachtungszeitraums und wöchentlicher Renditeintervalle die entsprechenden unverschuldeten Betas der Vergleichsunternehmen ermittelt, hieraus der Median und der Mittelwert abgeleitet und sodann das arithmetische Mittel beider Werte als der maßgebliche Wert für das unverschuldete Beta der YOUNIQ AG mit 0,3 veranschlagt.

Gegen dieses Vorgehen ist entgegen der Auffassung der Antragsteller nichts zu erinnern, wobei, anders als die sachverständige Prüferin, sich der

Übertragungsbericht der Rechtsprechung des Senats insoweit entsprechend an den raw Betas und nicht an den adjusted Betas orientiert hat (vgl. Senat, Beschluss vom 18.12.2014 – 21 W 34/12, juris Rn. 87)

Schließlich wurde aus dem unverschuldeten Beta unter Berücksichtigung der Finanzierungsstruktur der Gesellschaft das jeweilige verschuldete Beta entwickelt. Dies erfolgte unter den Annahmen, dass der Buchwert des Fremdkapitals dessen Marktwert entspricht und zudem der Wertbeitrag der Steuervorteile unsicher ist. Auch gegen diesen Ansatz bestehen keine Bedenken. Vielmehr hat das Vorgehen bereits mehrfach die Billigung des Senats gefunden (vgl. zuletzt Senat, Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 94).

ccc) Der so ermittelte Kapitalisierungszins ist für die Phase der ewigen Rente um einen Wachstumsabschlag zu ergänzen. Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2020, abgeleitet worden sind (vgl. WP-Handbuch 2008, S. 74). Er umfasst ganz maßgeblich eine inflationsbedingte sowie höchstens am Rande eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergeben kann (vgl. Senat, Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 133; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 juris Rdn. 84). Aufgrund des vorliegend allein maßgeblichen preisbedingten Bestandteils ist zu seiner Ermittlung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 – 5 W 52/09, juris Rn 72 f., Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rn. 1059).

Gleichwohl kann die Preissteigerung nicht mit der Wachstumsrate gleichgesetzt werden. Denn der Abschlag vom Kapitalisierungszins hängt davon ab, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. Senat 20.11.2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 134; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 189). Dabei kommt es maßgeblich nicht auf die

Preiserhöhung eines durchschnittlichen Warenkorb an, wie sie von der Inflationsrate angegeben wird, sondern auf die Preiserhöhungen auf den für das jeweilige Unternehmen maßgeblichen Faktormärkten. Insoweit handelt es sich beim Wachstumsabschlag stets um eine unternehmensspezifische Größe.

Im Vertragsbericht wie auch im Prüfbericht wurde ein Wachstumsabschlag von 1 % veranschlagt. Dieser Abschlag beruht auf einer von der Europäischen Zentralbank angestrebten langfristigen Inflationsrate von knapp unter 2 %, wobei die sachverständige Prüferin zudem von einem Anstieg der Wohnungsmieten als für die Gesellschaft relevanten Absatzmarkt von 1,35 % ausging (vgl. Prüfbericht S. 68). Darüber hinaus ist im Prüfbericht davon ausgegangen worden, dass die YOUNIQ AG in einer kapitalintensiven Branche mit starkem Wettbewerb tätig ist. Aufgrund des zunehmenden Alters der Immobilien sei langfristig daher davon auszugehen, dass die Gesellschaft nur teilweise inflationsbedingte Kostensteigerungen an die Kunden weitergeben könne. Daher ist der im Übertragungsbericht veranschlagte Abschlag von 1 % sogar oberhalb des aus Sicht der sachverständigen Prüferin zutreffenden Wertekorridors. Von dem Hintergrund dieser überzeugenden Ausführungen ist eine Korrektur des Wachstumsabschlags nach oben hin nicht geboten.

Soweit die Antragsteller im Gegensatz hierzu den Wachstumsabschlag für zu niedrig erachten, ist dieser Ansicht nicht zuletzt aufgrund einer Gesamtwachstumsrate, d.h. der Summe aus operativem und inflationsbedingtem Wachstum, in Höhe von knapp 4 % (s. Prüfbericht S. 70) nicht zu folgen. Dabei ergibt sich die Gesamtwachstumsrate aus der mit der Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % gewichteten Summe der verschuldeten Eigenkapitalkosten vor Steuern, d.h. vorliegend etwa 6,84 %, und der unternehmensspezifischen Inflationsrate, d.h. dem Wachstumsabschlag, der hier mit 1 % veranschlagt wird (vgl. zu der Formel Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 350).

ddd) Ausgehend von den vorstehenden Erörterungen und insbesondere unter Berücksichtigung des ungerundeten Basiszinses von 1,4178 % ergibt sich für die Detailplanungsphase unter Berücksichtigung eines stilisierten Steuersatzes von

26,37 % ein Kapitalisierungszins zwischen 10,01 % und 7,04 % in der Detailplanungsphase sowie in der ewigen Rente von 5,00 % jeweils nach Steuern, wie dies auch der nachstehenden Übersicht entnommen werden kann.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ff.
Kapitalisierungsfaktor	9,95%	9,02%	8,41%	7,64%	7,31%	6,98%	4,94%
Basiszins vSt	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%
Basiszins nSt	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%
Risikozuschlag nSt	8,91%	7,98%	7,37%	6,60%	6,27%	5,94%	4,90%
Marktrisikoprämie nSt	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta unverschuldet	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Verschuldung zu Marktwerten	440,00%	384,00%	345,00%	301,00%	279,00%	260,00%	196,00%
Betafaktor	1,62	1,45	1,34	1,2	1,14	1,08	0,89
Wachstumsabschlag							1,00%

cc) Nicht zu überzeugen vermögen schließlich die Einwände der Antragsteller gegen das im Übertragungsbericht veranschlagte gesondert hinzuzurechnende Vermögen. Berücksichtigt wurde bei der Ertragswertberechnung ein einkommenssteuerlicher Vorteil aus dem steuerlichen Einlagekonto in Höhe von 1.884 TEUR, der dem Ertragswert gesondert hinzugerechnet wurde und gegen dessen Höhe keine Bedenken seitens der Antragsteller angemeldet worden sind.

Soweit die Antragsteller rügen, steuerliche Verlustvorträge seien nicht berücksichtigt worden, trifft dies den unwidersprochen gebliebenen Angaben der Antragsgegnerin zufolge, die im Einklang mit dem Prüfbericht (vgl. S. 34) stehen, nicht zu. Die steuerlichen Verlustvorträge wurden unmittelbar im Rahmen der Ertragswertplanung berücksichtigt. Nicht betriebsnotwendige Liquidität oder weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen waren laut Angaben der sachverständigen Prüferin, an denen zu zweifeln kein Anlass besteht, nicht vorhanden.

dd) Die vorstehenden Erwägungen lassen sich anhand der nachfolgenden Tabelle nochmals verdeutlichen. Dabei orientiert sich die nachstehende Übersicht an der Notation im Prüfbericht. Hierbei werden die Zahlen bis auf den Barwertfaktor, die Anzahl der Aktien sowie die ermittelte Abfindungshöhe jeweils in Tausend Euro angegeben.

	2016	2018	2017	2018	2019	2020	2021 ff.
Jahresüberschuss	-2678	-686	585	952	939	1099	1196
Minderheitsanteile	134	22	30	49	48	56	61
Jahresüberschuss nach Minderheiten	-2544	-664	555	903	891	1043	1135
Wachstumsthesaurierung							114
Ausschüttungsfähiger Betrag	-2544	-664	555	903	891	1043	1021
Ausschüttung an Anteilseiger 50%	0,0	0,0	277,5	451,5	445,5	521,5	510,5
Abgeltungssteuer 26,38%	0,0	0,0	73,2	119,1	117,5	137,6	134,7
Nettoausschüttungen	0,0	0,0	204,3	332,4	328,0	383,9	375,8
Thesaurierter Gewinn	0,0	0,0	277,5	451,5	445,5	521,5	510,5
Ertragssteuer auf Thesaurierung und infl.-bed. Wachstum	0,0	0,0	36,6	59,6	58,8	68,8	86,3
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0,0	0,0	445,2	724,3	714,7	836,6	800,1
Berwertungsfaktor	0,9095	0,8342	0,7695	0,7148	0,6661	0,6226	12,6064
Barwert	0,0	0,0	342,6	517,8	476,1	520,9	10085,8
Ertragswert zum 31.12.2014	11.943						
Aufzinsung auf den 10.12.2015	1119,8						
Ertragswert zum 10.12.2015	13063						
Sonderwerte Steuern zum 10.12.2015	1884,0						
Unternehmenswert zum 10.12.2015	14947						
Anzahl Aktien	10.400.000						
Anteiliger Unternehmenswert	1,44						

Der Ertragswert zum 31. Dezember 2014 beläuft sich bei einer zugrunde gelegten Ausschüttungsquote von 50 % in der Detailplanungsphase und in der ewigen Rente auf gerundet 11.943 TEUR und aufgezinst zum Bewertungsstichtag auf 13.063 TEUR. Hinzu kommt ein Sonderwert in einer Höhe von etwa 1.884 TEUR. Dies führt zu einem Unternehmenswert am Bewertungsstichtag in Höhe von circa 15.000 TEUR. Bei 10.400.000 Stückaktien folgt hieraus ein anteiliger Wert von etwa 1,44 €. Dieser Wert liegt deutlich unterhalb der gewährten Abfindung in Höhe von 1,70 €.

ee) Eine Gesamtabwägung spricht nicht gegen den ermittelten anteiligen Ertragswert. Der Börsenkurs liegt zwar höher, ist aber im Ergebnis aufgrund geringer Liquidität und vorangegangener öffentlicher Angebote nicht hinreichend aussagekräftig, um ihn zur Schätzgrundlage für den Unternehmenswert zu machen. Unabhängig davon liegen aber der ermittelte anteilige Ertragswert und der relevante Börsenkurs in etwa in derselben Größenordnung. Soweit der gemeinsame Vertreter gemutmaßt hat, der Wert der Gesellschaft müsse deutlich höher liegen, weil die Gesellschaft vermutlich für etwa 150 Mio. ihre Studentenwohnheime habe verkaufen können, verfängt diese Vermutung – wie bereits dargelegt – nicht. Auch der gerichtlich bestellte Sachverständige hat, wie im Übertragungsbericht ausgewiesen, den eigenen Immobilien der Gesellschaft nur einen Wert von ca. 80 Mio. beigemessen. Schließlich liegen die von der Rechtsvorgängerin der

Antragsgegnerin beim Paketerwerb Ende Oktober 2014, dem nachfolgenden Pflichtangebot und dem späteren, im März 2015 erfolgten freiwilligen Erwerbsangebot gewährten Leistungen zwischen 0,92 € und 1,40 € und damit jedenfalls nicht über dem vorstehenden anteiligen Ertragswert.

ff) Auch die Überlegungen zum NAV geben im Rahmen der Gesamtabwägung keine Veranlassung, an der Richtigkeit des ermittelten Unternehmenswertes zu zweifeln. Zwar hat der gerichtlich bestellte Sachverständige unter Heranziehung der vom Landgericht favorisierten Bewertungsmethode einen anteiligen Unternehmenswert in Höhe von 2,40 € ermittelt. Insoweit ist jedoch bereits erläutert worden, dass der NAV vorliegend ohnehin nicht geeignet ist, um den Unternehmenswert der Gesellschaft realistisch abzubilden. Hinzu kommt, dass die Antragsgegnerin das Sachverständigengutachten nicht zu Unrecht in mehreren Punkten kritisiert. Dabei ist zu berücksichtigen, dass – wie sich aus der nachfolgenden Übersicht ergibt – der Sachverständige und die Übertragungsprüferin ausschließlich in den von der Antragsgegnerin beanstandeten, untenstehend grau unterlegten Punkte differieren.

	Ag	SV
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	83.250	83.500
Zur Veräußerung bestimmtes Vermögen	4.741	4.741
Langfristige originäre Finanzinstrumente	2.782	2.782
Sonstige Forderungen & sonstige Vermögenswerte	1.512	1.511
Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen	363	363
Flüssige Mittel	2.356	2.356
Wert der Marke Youniq		1.000
Wert der sonstigen Beteiligungen		6.900
Vermögenswerte	95.004	103.153
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	47.928	47.928
Sonstige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	13.116	13.116
Schulden im Zusammenhang mit der Veräußerung von Immobilien	5.457	5.457
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	3.473	3.473
Latente Schulden	2.091	-
Schulden	72.065	69.974
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	1.434	
NAV zum 30.06.2015	21.505	33.179
Latente Steuern	2.091	-
EPRA NAV zum 30.06.2015	23.596	33.179
Barwert Verwaltungskosten	8.748	8.748
Angepasster EPRA NAV zum 30.06.2015	14.848	24.431
Aufzinsung	631	489
Angepasster EPRA NAV zum 10.12.2015	15.479	24.920
Anzahl Aktien	10.400.000	10.400.000
Angepasster EPRA NAV je Aktie	1,49	2,40

Korrigiert man zumindest teilweise die streitigen Werte gelangt man zu einem NAV, der ebenfalls unterhalb der gewährten Abfindung liegt, so dass selbst diese Bewertungsmethode nicht zwingend auf einen höheren Unternehmenswert schließen lässt.

Zutreffend ist zwar, dass beim NAV – anders als beim Ertragswert – immaterielle Vermögensgüter und mithin auch der Wert der Marke zu berücksichtigen sind. Allerdings ist die Höhe des Wertes vom Sachverständigen ohne nähere Erläuterungen angegeben worden. Hinzu kommt, dass er den Wert mit bestehenden Synergieeffekten rechtfertigt, deren Bestehen aber – wie ausgeführt – gerade gegen den NAV als geeignete Bewertungsmethode sprechen.

Soweit es ferner den vom Sachverständigen angenommenen Wert der MPC Verträge, den er mit 5,9 Mio. € beziffert hat und der Teil der sonstigen Beteiligungen ist, betrifft, ist dieser Betrag in Anbetracht der ergänzenden Erläuterungen der sachverständigen Prüferin wenig plausibel.

Die Höhe des Wertes der übrigen Beteiligungen, die wie die MPC Verträge unter der Position sonstige Beteiligungen erfasst sind, hat der Sachverständige mit 1 Mio. € beziffert, sich aber auch insoweit nur dahingehend eingelassen, dass es sich um einen Erinnerungswert handele. Entsprechend kann auch dieser Schätzung keine allzu große Genauigkeit beigemessen werden.

Auf die weiterhin streitige fehlende Berücksichtigung der Anteile ohne beherrschenden Einfluss sowie die nach Ansicht der Antragsgegnerin zu Unrecht vorgenommene Aufzinsung kommt es nicht an. Selbst unter Berücksichtigung des Ansatzes des Sachverständigen würde der NAV deutlich unterhalb von 1,70 € liegen und gäbe keine Veranlassung, die gewährte Abfindung nicht als angemessen anzusehen.

3. Auf die weiterhin, letztlich bewertungsunabhängigen Verfahrensrügen der Antragsgegnerin kommt es nicht an.

4. Dem Antrag der Antragsteller zu 1) u.a. auf Anhörung des in erster Instanz gerichtlich bestellten Sachverständigen Schubert war nicht nachzukommen, da der Senat seine Entscheidung nicht auf den NAV und damit auch nicht auf die Gutachten des Sachverständigen hierzu stützt, worauf die Beteiligten auch zuvor hingewiesen worden sind. Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung ist entbehrlich, da bereits in erster Instanz mündlich verhandelt worden ist.

5. Die Kostenentscheidungen beruhen auf § 15 SpruchG. Die Gerichtskosten des Verfahrens vor dem Landgericht und des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten den Antragstellern aufzuerlegen. Dies gilt auch mit Blick darauf, dass die Anträge erfolglos blieben. Denn allein die

Erfolglosigkeit ist nicht ausreichend, um von der Ausnahmeregelung des § 15 Abs. 1 SpruchG Gebrauch zu machen, zumal vorliegend der Senat seine Entscheidung auf eine vom Landgericht abweichende Begründung gestützt hat. Gleichzeitig entspricht es in Anbetracht des Unterliegens der Antragsteller aber auch nicht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller trägt. Vielmehr tragen die Antragsteller wie auch die Antragsgegnerin ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen. Gegen die Entscheidung ist mithin kein ordentliches Rechtsmittel gegeben.

Die Festsetzung des Geschäftswertes erfolgt für das gesamte Verfahren einheitlich nach § 74 Abs. 1 Satz 1 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert dem Mindestwert in Höhe von 200.000 €.



Official seal of the Oberlandesgericht Wien (Austrian Higher Regional Court of Vienna) and a handwritten signature. The seal contains the text: "Oberlandesgericht Wien", "Abteilung für die Geschäftszweige", and "des obersten Gerichtes".