

Hanseatisches Oberlandesgericht

Az.: 13 W 44/20

412 HKO 156/16 (1)

LG Hamburg



Beschluss

In der Sache

beschließt das Hanseatische Oberlandesgericht - 13. Zivilsenat - durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht , die Richterin am Oberlandesgericht und den Richter am Oberlandesgericht 23.09.2021:

1.) Die Beschwerden der Antragsteller zu 6, 7, 9 - 17, 24 - 28, 38 - 66, 68, 69, 71 - 73, 91, 93 und der Antragsgegnerin gegen den Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 26.09.2019 werden zurückgewiesen.

2.) Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des gemeinsamen Vertreters nach einem Gegenstandswert von € 1.777.110,-. Im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt.

Gründe:

Wegen des Sach- und Streitstandes 1. Instanz wird auf den angefochtenen Beschluss Bezug genommen.

Die Entscheidung der Kammer wird von Antragsteller- und Antragsgegnerseite angegriffen.

Die **Antragsteller zu 7 und 24 - 27** wenden sich insbesondere gegen die Anwendung eines adjustierten betas; bei einer reinen Immobilienholding sei ein Streben des betas gegen 1 nicht plausibel.

Die **Antragsteller zu 6, 9 - 17 und 28** beantragen die Zurückweisung der Beschwerde der Antragsgegnerin: Basiszinssatz und MRP seien ohnehin zu hoch angesetzt worden.

Die **Antragsteller zu 38 - 66** rügen, dass der stichtagsgenaue Basiszinssatz anzusetzen sei, der sich auf 0,51 statt 0,80% belaufen habe. Die Methode der Durchschnittsglättung sei nicht

hinreichend definiert.

Die MRP sei insbesondere unter sachgerechter Berücksichtigung steuerlicher Effekte weit überhöht, korrekt sei sie ausgehend von einer Ausschüttungsquote von 36,9% in der Phase der ewigen Rente mit 5,19% zu bemessen; der Wachstumsabschlag mit 0,75% zu niedrig, der Ansatz unter Inflationsrate führe zu einem Schrumpfen des Unternehmenswertes.

Die **Antragsteller zu 68 und 69** sind der Auffassung, dass ein raw beta von 0,37 statt eines adjusted beta von 0,45 anzusetzen gewesen sei.

Die gerichtlicherseits auf 5,5% reduzierte MRP sei immer noch zu hoch, realistisch seien 5%. So habe der BGH - in Verfahren zum Energiewirtschaftsrecht - kürzlich eine MRP von 3,8% bestätigt. Damit habe der BGH nicht nur der angeblichen Expertenauffassung des FAUB des IdW eine Absage erteilt, sondern auch dem Total Market Return Ansatz, der zu Unrecht eine inverse Beziehung zwischen Basiszinssatz und MRP behaupte. Auch die Bundesnetzagentur vertrete für den Regulierungszeitraum 2016 - 2019 eine MRP von 3,8%.

Eine korrekte Umrechnung des Vorsteuer-Ansatzes des IdW in den Nachsteuer-Ansatz unter Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Ausschüttungsquote führe hier zu einem Wert von 5,16%. Die zum Stichtag geltende Empfehlung des IdW sei rechnerisch nicht konsistent und müsse tatsächlich bei 4,5 - 6% liegen.

Eine Adjustierung des betas sei nicht sachgerecht, da bei einem Immobilienunternehmen eine Diversifikation, die zu einer Bewegung des Risikos in Richtung des Marktdurchschnitts führen würde, nicht anzunehmen sei. Die Aussage des Prüfers hierzu in der mündlichen Verhandlung vor der Kammer sei falsch. Auch nach Auffassung des IdW seien Adjustierungen nicht die Regel, sondern vorsichtig vorzunehmen.

Unüblich sei auch die im Gutachten angenommene Veräußerungsgewinnbesteuerung von nachhaltig inflationsbedingten Wertsteigerungen bei Thesaurierungen; dieses Vorgehen sei unüblich; die entsprechenden Ausführungen im WP-Handbuch stammten von -Vertretern.

Der Wachstumsabschlag müsse auf mindestens 1% erhöht werden.

Weiter meinen sie, dass die Kammer den Gegenstandswert falsch bestimmt habe, indem sie nur auf die Zahl der von außenstehenden Aktionären in der Hauptversammlung vertretenen Aktien abgestellt habe.

Die Beschwerde der Antragsgegnerin sei zurückzuweisen: Auf den Net Asset Value-Ansatz könne nicht abgestellt werden - wie von den Gutachtern von (S. 78) richtig ausgeführt, würden verschiedene, für den wahren Wert wichtige Punkte beim NAV-Ansatz unter den Tisch fallen, so etwa Synergien, steuerlich nutzbare Verluste und auszuschüttendes freies Vermögen; tatsächlich habe die Deutsche Office laut Gutachten S. 58 am 31.12.2015 körperschaftssteuerliche Verlustvorträge von € 56.100.000 ausgewiesen, die in der Planungsphase steuermindernd berücksichtigt worden seien. Zudem lasse das NAV eine Berücksichtigung unternehmensspezifischer Aufwandsquoten nicht zu.

Die **Antragsteller zu 71 - 73 und 91** bringen vor, dass die Kammer zu Unrecht die Unzulässigkeit der Anträge der Antragsteller zu 71 - 73 angenommen habe. Diese hätten zwar das Abfindungsangebot angenommen, auf der Hauptversammlung der Deutsche Office AG am 12.07.2016 jedoch gegen den Formwechsel gestimmt - damit könne von einer vorbehaltlosen Annahme der Abfindung nicht die Rede sein. Tatsächlich wirke der erklärte Widerspruch auch nicht nur hinsichtlich der tatsächlich angemeldeten „(Widerspruchs-) Aktien“, sondern für alle Aktien des betroffenen Aktionärs.

In der Sache sei die MRP überhöht, wie insbesondere die Entscheidungen des BGH zum Energiewirtschaftsrecht in Sachen BGH EnVR 41/18 und 52/18 zeigten, der zur Einschätzung des FAUB des IdW ausgeführt hätten, dass es sich bei dessen Empfehlungen zur Vorzugswürdigkeit des raw beta um eine alternativ in Betracht kommende Berechnungsmethode handele, die dem von der Bundesnetzagentur gewählten Ansatz aber nicht klar überlegen sei. Das Gutachten von Castadello, auf das sich der FAUB stütze, sei etwa von Prof. Dres. Stehle und Betzer (Anl. Bf 1, B. 4271 - 4305 d.A.) regelrecht zerrissen worden. Insbesondere seien von Castadello, aber auch von Jonas/Rondorf, die gleichfalls für eine höhere MRP plädierten, Literatur und wissenschaftliche Entwicklungen im In- und Ausland nicht hinreichend zur Kenntnis genommen worden. Stehle/Betzer verwiesen insbesondere darauf, dass in Anbetracht der großen Zahl wissenschaftlicher Studien, die zu ganz unterschiedlichen Ergebnissen kämen, den drei von Joans/Rondorf zusammengetragenen übereinstimmenden Meinungen wenig Bedeutung zukomme.

Die Beschwerdeführer legen sodann dar (S. 13 - 15 ihres Schriftsatzes vom 30.10.2019, Bl. 4.265 - 4267 d.A.), welche wissenschaftlichen Studien und Veröffentlichungen ihrer Auffassung nach hätten berücksichtigt werden müssen.

Im Ergebnis sei es daher geboten, einen vom IdW unabhängigen Sachverständigen zu der Frage anzuhören ob nicht die MRP seit 1955 in Deutschland mit nicht mehr als 3% vor Steuern anzusetzen sei und dass sie sich seit der Finanzkrise seit 2007 nicht in den vom FAUB des IdW propagierten Bandbreiten bewegt habe.

Der **Antragsteller zu 92** wendet sich gleichfalls gegen eine MRP von 5,5% und die Adjustierung des beta-Faktors

Der **Antragsteller zu 93** wendet sich dagegen, dass seitens der Kammer statt des raw betas der zur Peer Group gehörenden Unternehmen tatsächlich adjustierte betas herangezogen worden seien. Eine Mittelung der raw betas mit einem durchschnittlichen Marktbeta sei nicht nachvollziehbar und führe den Vorgang der Adjustierung ad absurdum.

Jedenfalls habe die Frage der Adjustierung wegen der um sie bestehenden wissenschaftlichen Kontroverse grundsätzliche Bedeutung, weshalb die Rechtsbeschwerde zuzulassen sei.

Der **Gemeinsame Vertreter** unterstützt die Auffassung der beschwerdeführenden Antragsteller: die Adjustierung sei vorliegend nicht angemessen, da die pauschale Anpassung in Richtung des Marktdurchschnitts nicht begründbar sei. Dies gelte insbesondere mit Rücksicht auf die zum Stichtag ausgesprochen positiven Aussichten in der Immobilienbranche, vor allem den Büromarkt.

Der Gegenstandswert sei nach dem Protokoll der Hauptversammlung ausgehend von 1.967.901 Neinstimmen anzusetzen, zudem müssten auch die Anteile von Aktionären berücksichtigt werden, die zwar Widerspruch eingelegt, aber nicht mitgestimmt hätten (wie etwa ; der 200.000 Anteile gehalten habe).

Die Argumentation der Antragsgegnerin mit dem NAV sei untauglich, da dieses mit vereinfachten Prämissen arbeite, wie die Gutachter von Bl. 64 und auch Bl. 78 ihrer Gutachten dargestellt hätten.

Die **Antragsgegnerin** wendet sich mit ihrer Beschwerde gegen die Erhöhung der Barabfindung durch die Kammer: Diese sei zu Unrecht davon ausgegangen, dass die vom Unternehmen gewählten Ansätze für Basiszinssatz und MRP unvertretbar hoch gewesen seien. Auch bezogen auf diese Werte genüge im Rahmen der Ermittlung der Abfindung eine - von den gerichtlich bestellten Prüfern ausdrücklich bestätigte Vertretbarkeit der Ansätze. Dies werde insbesondere dadurch bestätigt, dass der FAUB in der Sitzung vom 22.10.2019 die Empfehlung zur MRP auf 6 - 8% angehoben habe (Anl. Bf 2 - Bl. 4334 d.A.). Diese Entwicklung sei zu berücksichtigen, da sie zum Bewertungsstichtag 12.07.2016 bereits angelegt gewesen sei.

Die NAV-Bewertung, die zu einem Wert von € 3,93 je Aktie geführt habe (Schriftsätze der Antragsgegnerin vom 19.10.2017, S. 159 f., 27.06.2018, S. 22 ff. und 21.06.2019, S. 6) ,sei sachgerecht und setze sich bei der Bewertung vor allem Immobilienvermögen haltender Unternehmen immer mehr gegenüber dem Ertragswert durch (etwa OLG München 12.07.2019, 31 Wx 213/17, OLG Frankfurt, 08.09.2016, 21 W 36/15; OLG Dresden, 31.01.2014, 11 W 503/13, und OLG Schleswig 17.09.2013, 9 Wx 86/11). Damit aber könne eine Abfindung nach dem Ertragswert, die - wie vorliegend mit € 4,68 je Aktie - den NAV-Wert deutlich übersteige, keinesfalls als unvertretbar niedrig angesehen werden.

II.

Die Beschwerden sind sämtlich unbegründet.

1.) Beschwerden der Antragsteller

a) Die Beschwerden der Antragsteller zu 71 - 73 sind unbegründet, da die Kammer deren Anträge nach dem SpruchG zu Recht schon als unzulässig angesehen hat.

Auf die vollständig überzeugenden Ausführungen der Kammer im Nichtabhilfebeschluss vom 20.04.2020 (dort S. 9, 10) wird Bezug genommen; mit der dortigen Argumentation haben sich die Antragsteller zu 71 - 73 nicht mehr auseinandergesetzt, weshalb ihr nichts hinzuzufügen ist.

b) Die Rügen verschiedener Antragsteller hinsichtlich des Basiszinssatzes dringen nicht durch.

Wie die Kammer hält auch der Senat die insbesondere angegriffene „Glättung“ des Basiszinses durch die Betrachtung eines Dreimonatszeitraumes - anknüpfend nicht an volle Monate, sondern an die 90 Tage unmittelbar vor dem Stichtag - für sachgerecht, da sie der Verhinderung von Zufallsergebnissen dient, die auch bezogen auf den Basiszinssatz durchaus denkbar sind (wie gerade der vorliegende Sachverhalt in Bezug auf die Auswirkungen des Brexit-Votums am 23.06.2016 zeigt).

c) Die Kammer hat die Marktrisikoprämie hier zutreffend mit 5,5% bestimmt.

Auch hinsichtlich der Bemessung der MRP gelten die vollständig zutreffenden Ausführungen der Kammer zu den Grundsätzen der Wertermittlung (S. 15/16 des angefochtenen Beschlusses) im Rahmen der Bestimmung der angemessenen Barabfindung nach § 207 UmwG: Die Bestimmung eines exakten, allein „richtigen“ Unternehmenswertes ist unmöglich, insbesondere kann eine exakte Bestimmung allein aufgrund wissenschaftlich exakter Ableitungen nicht erfolgen, vielmehr erfordert der Bewertungsprozess eine Vielzahl von Prognoseentscheidungen und Ableitungen von Werten, deren Bestimmung - wie insbesondere zur MRP - zahlreichen wissenschaftlichen Kontroversen unterliegt, die nicht durch die Gerichte entschieden werden können. Damit ist das Gericht gezwungen, auf eine Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zurückzugreifen. Vollkommen zutreffend hebt die Kammer hervor, dass hinsichtlich der meisten der zahlreichen einzelnen, in die Bewertung einfließenden Parameter, aber auch hinsichtlich des Endergebnisses letztlich entscheidend ist, ob sie bzw. es vertretbar und widerspruchsfrei hergeleitet wurden.

Dem Senat ist aus zahlreichen in den letzten zwölf Jahren von ihm entschiedenen Spruchverfahren bekannt, dass hinsichtlich der „Ableitung“ der Marktrisikoprämie diverse Studien zu ebenso diversen Ergebnissen gelangen und sich mithilfe einer angeblich rein empirisch/statistischen Ableitung nahezu beliebige Werte der Marktrisikoprämie mit enormen Spannbreiten begründen lassen. Dabei hängen die höchst unterschiedlichen Resultate insbesondere davon ab, welcher historische Zeitraum betrachtet wird und welche Konjunkturphasen damit in der Ableitung abgebildet werden und weiter von bestimmten methodischen Vorgaben in der Ableitung (insbesondere hochstreitig für den Ansatz des arithmetischen oder aber des geometrischen Mittels)(vgl. zu den Streitständen etwa Peemöller (Hrsg), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, S. 394 - 397; vgl. weiter tabellarische Darstellung bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 119 mit Werten von -2,50 - + 10,43% bei Ableitung

aus dem arithmetischen und $-4,80 - + 7,70\%$ bei Ableitung aus dem geometrischen Mittel, wobei im Nachgang zahlreiche weitere Studien mit stark differierenden Resultaten hinzugekommen sind).

Vor diesem Hintergrund hält der Senat daran fest, dass den Empfehlungen des FAUB des IdW in der Praxis der Unternehmensbewertung ganz erhebliche Bedeutung zukommt, da durch sie die Einschätzung des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer wiedergegeben wird, dessen Angehörigen nahezu stets die Ermittlung von Unternehmenswerten obliegt.

Mangels besserer Erkenntnismöglichkeiten ist es aus Sicht des Senats daher grundsätzlich im Rahmen der Schätzung des Unternehmenswertes entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO nicht zu beanstanden, wenn im Rahmen einer Unternehmensbewertung auf den jeweiligen Mittelwert der zum Bewertungsstichtag geltenden Empfehlung des FAUB des IdW zurückgegriffen wird - ein Verfahren losgelöst von den Empfehlungen des IdW, wie es verschiedenen Antragstellern vorschwebt, bietet keinerlei bessere Erkenntnismöglichkeiten, geschweige denn eine höhere Richtigkeitsgewähr. Vor diesem Hintergrund ist es auch nicht geboten, durch ein seitens des Senats in Auftrag zu gebendes Gutachten zur MRP den zahlreichen schon existierenden und unter den Parteien hinsichtlich ihrer Richtigkeit hochstreitigen Studien eine weitere hinzuzufügen.

Zugleich ist damit auch nicht der Auffassung der Antragsgegnerin zu folgen, dass der vom Unternehmen angesetzte und im Umwandlungsbericht und der Gutachtlichen Stellungnahme von [redacted] (S. 66 und Anlage 4, S: 103 ff.) sowie im Bericht der sachverständigen Prüfer von [redacted] bestätigte (S. 52 f.) Zinssatz von 5,75% hier angemessen sei und für die Absenkung der MRP durch die Kammer auf 5,5% keine Veranlassung bestanden habe.

Soweit verschiedene Antragsteller (Insbesondere die Antragsteller zu 71 - 73 und 91, Schriftsatz vom 30.10.2019, S. 9, Bl. 4261 d.A.) vorbringen, dass der BGH mit seinen zum Energiewirtschaftsrecht ergangenen Entscheidungen vom 09.07.2019 (BGH EnVR 41/18 und 52/18) den Empfehlungen des FAUB des IdW eine Absage erteilt habe, trifft dies nicht zu.

Ganz im Gegenteil führt der BGH vielmehr explizit aus, dass es sich bei dieser Empfehlung „um eine alternativ in Betracht kommende Bewertungsmethode (handele), die dem von der Bundesnetzagentur gewählten Ansatz nicht klar überlegen ist und zu deren ergänzender Heranziehung die Bundesnetzagentur mangels konkreter Anhaltspunkte für die Unangemessenheit des von ihr ermittelten Ergebnisses nicht verpflichtet war (BGH EnVR 52/18, Rn. 56).

Damit kann kein Zweifel daran bestehen, dass aus Sicht des BGH auch die Methodik des FAUB des IdW einen tauglichen Ansatz zur Ermittlung der MRP darstellt - es existieren lediglich auch andere taugliche Ansätze. Damit bleibt es dabei, dass nach Auffassung des Senats den Empfehlungen des FAUB zu Recht in der Bewertungspraxis erhebliche Bedeutung zukommt.

Dass die Anwendung der seinerzeitigen Empfehlung des IdW vorliegend etwa erkennbar fehlerhaft oder unplausibel wäre, da aus der Perspektive des Bewertungsstichtages tatsächlich künftig andere Einflüsse zu erwarten gewesen wären (im Sinne von IdW S 1, Tz. 91), ist nicht dargetan und auch sonst nicht ersichtlich.

Vielmehr haben auch offenbar nicht dem - von den Antragstellern durchweg skeptisch beurteilten - IdW nahestehende Autoren gerade unter den Bedingungen nach Eintritt der Finanzkrise retrograd aus realen Renditen des sog. Marktportfolios durchaus eine in etwa gleichbleibende Renditeerwartung der Anleger ermittelt, die bei sinkendem Basiszins die FAUB-Empfehlung zum Ansatz der Marktrisikoprämie nicht unrealistisch erscheinen lässt (vgl. Peemöller-Baetge /Niemeyer/Kümmel/Schulz, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, S. 396 unten, mit zahlreichen weiteren Nachweisen).

Da zudem nicht ersichtlich ist, weshalb gerade unter den Bedingungen der Finanzkrise Unternehmenswerte - wohlgerne nach dem CAPM ermittelte und damit in erster Linie aus der Ertragserwartung, nicht aus der Marktkapitalisierung abgeleitete Werte - durch die Bank bei allen zu bewertenden Unternehmen (nur aufgrund des sinkenden Basiszinssatzes) steigen sollten, erscheint die Einschätzung des FAUB, der von einer etwa gleichbleibenden Gesamterwartung und damit einer steigenden Marktrisikoprämie ausgeht, plausibel.

Andererseits ist auch nicht ersichtlich, weshalb seitens des Unternehmens vorliegend nicht der Mittelwert der Empfehlung des FAUB gewählt, sondern eine MRP von 5,75% hätte angesetzt werden sollen. Eine schlüssige Begründung findet sich insoweit in der Stellungnahme (Anl. 4, S. 106) nicht, es wird nur unsubstantiiert darauf hingewiesen, dass die Gutachter „vor dem Hintergrund unserer Analysen ... die MRP vor persönlichen Steuern mit 7%“ ermittelt hätten. Auch im Bericht (S. 53) findet sich nicht mehr Gehalt. Dass der sachverständige Zeuge in der mündlichen Verhandlung vor der Kammer (Sitzungsprotokoll vom 25.02.2019, S. 20 Mitte) darauf hingewiesen hat, dass seit der Abgabe der Empfehlung des FAUB der Basiszins weiter gesunken sei, rechtfertigt nach Auffassung des Senats den Ansatz von 0,25% über dem Mittelwert nicht, da diese Entwicklung den FAUB bis zum Bewertungsstichtag eben noch nicht zu einer Änderung seiner Empfehlung veranlasst hatte.

Damit kommt es - anders als verschiedene Antragsteller meinen - auf eine mathematisch exakte Umrechnung der Vorsteuer in die Nachsteuer-MRP nicht an: Die Kammer hat zutreffend begründet, weshalb der Ansatz des Mittelwertes der vom FAUB für die Nachsteuer-MRP angegebenen Spanne hier sachgerecht ist

Damit bleibt es bei der von der Kammer zutreffend auf 5,5% geschätzten MRP (zum Einwand der Antragsgegnerin im Hinblick auf den NAV-Ansatz s.u.).

c) Auch die von mehreren Antragstellern angegriffene Verwendung von adjusted betas der peer group- Unternehmen ist nicht zu beanstanden.

Wie von der Kammer ausführlich dargestellt, handelt es sich bei der Frage, ob mit raw oder adjusted betas zu arbeiten sei, um eine weitere in Wissenschaft und Praxis hochstreitige (Teil-) Frage zur konkreten Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes. Unstreitig ist immerhin, dass jedenfalls in einem Teil der Wissenschaft und offenbar auch empirisch gestützt (vgl. Aussage des sachverständigen Zeugen , aaO., S. 16 Mitte) das beta eines Unternehmens im Zeitverlauf eine regressive Tendenz Richtung Marktdurchschnitt zeigt. Damit ist der Ansatz eines adjusted beta jedenfalls nicht unvertretbar, überzeugende Gründe, weshalb eine solche Tendenz nun gerade bei dem zu bewertenden Unternehmen nicht in Betracht kommen könne, haben die beschwerdeführenden Antragsteller nicht aufgezeigt. Insbesondere ist es nicht überzeugend, dass gerade bei Immobilienholdings eine solche Tendenz nicht gegeben sein könne: Es mag sein, dass solche Unternehmen ihr Unternehmensmodell schwieriger umstellen oder diversifizieren können, als andere Unternehmen - dass sie in der Bewertung ihres individuellen Risikos nicht gleichwohl erheblichen Veränderungen (etwa aus dem Marktumfeld heraus, zu denken sei nur an Krisen auf dem Vermietungsmarkt für Büroimmobilien, wie etwa in den 10er-Jahren aufgetreten in den Niederlanden und Spanien) unterworfen sein könnten, die eine Entwicklung ihres betas in Richtung des neutralen Wertes „1“ bewirken könnten, ergibt sich daraus nicht.

d) Der Ansatz eines Wachstumsabschlages von 0,75% ist nicht zu beanstanden. Die sachverständigen Prüfer haben insoweit in der mündlichen Verhandlung schlüssig und überzeugend ausgeführt (aaO., S. 24/25), dass sie sich bei der Überprüfung dieses Ansatzes auf eine langfristig angelegte Studie gestützt hätten, die bei Büromieten zu Steigerungen von 0,5%

p.a. gelangt sei und dass insoweit auch Besonderheiten des Unternehmens, wie etwa Index- und Staffelmietverträge durchaus berücksichtigt worden seien. Damit ist der Wert von 0,75% n.p.a. jedenfalls nicht zum Nachteil der Antragsteller untersetzt.

e) Auch soweit mehrere Antragsteller sich gegen die steuerliche Behandlung bei der Ableitung des Terminal Value mit der Begründung wenden, dass die fiktive Besteuerung rein inflationsbedingten Wachstums in der Phase der ewigen Rente nicht sachgerecht und unüblich sei, dringt dies nicht durch.

Die sachverständigen Prüfer haben bestätigt, dass dieser Ansatz (wie näher ausgeführt in der nachgereichten Anlage zum Protokoll vom 25.02.2019, Bl. 4031 d.A.) sachgerecht sei. Der Senat folgt der Argumentation der Kammer, dass dieses Vorgehen schlüssig sei, da auch inflationsbedingtes Wachstum Kursgewinne erzeuge, die typischerweise auch - jedenfalls nach bestimmter Zeit - realisiert würden und dann ebenfalls zu versteuern wären (überzeugend hierzu: Ruhardt/Popp, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung - Entwicklungen im Jahr 2019, AG 2019, 196, 200/201).

2.) Auch die zulässige Beschwerde der Antragsgegnerin hat in der Sache keinen Erfolg.

a) Dass die MRP von der Kammer zutreffend auf 5,5% abgesenkt wurde, wurde oben bereits dargelegt. Dass der FAUB des IdW seine Empfehlung weit nach dem hier relevanten Stichtag (im Jahre 2019) weiter auf 6 - 8% angehoben hat, ist eben mit Rücksicht auf das Stichtagsprinzip ohne Belang; selbst wenn man eine etwa zeitnah zum Stichtag erfolgte Änderung der Empfehlung des IdW noch als erheblich ansehen wollte, da die fragliche Entwicklung, auf die der Ausschuss reagierte, wohl bereits „angelegt“ war, so kann dies doch keines Falls für eine Änderung der Empfehlung mehrere Jahre nach dem Stichtag gelten.

b) Auch die Argumentation der Antragsgegnerin, dass mit Rücksicht auf den NAV des Unternehmens von nur € 9,93 je Aktie der im Ertragswertverfahren ermittelte Wert von € 4,68 je Aktie keinesfalls unangemessen niedrig sein könne, greift nicht durch.

Das Unternehmen selbst hatte sich für eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren entschieden (vgl. S. 111 des Umwandlungsberichts vom 12.07.2016) und muss sich hieran festhalten lassen, weshalb sich ein direkter Rückgriff auf den NAV - den aber auch die Antragsgegnerin offenbar nicht anstrebt (vgl. Schriftsatz vom 29.10.2019, Bl. 4311 d.A.) - hier von vornherein verbietet.

Der Net Asset Value-Ansatz kann auch nach Auffassung des Senats jedenfalls in Verfahren, in denen das Unternehmen sein Abfindungsangebot nicht nach diesem Verfahren ermittelt hat, allenfalls herangezogen werden, um das im „klassischen“ Ansatz ermittelte Ergebnis auf Plausibilität zu überprüfen.

Allerdings handelt es sich beim NAV-Verfahren um eine seit langem akzeptierte Methode zur Bewertung gerade von Immobilienunternehmen (vgl. etwa Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2010, S. 535 ff.), was die Anknüpfung an diese Methode in Spruchverfahren durchaus nahelegt; ausschlaggebend kann sie jedoch nur sein, wenn die zu überprüfende Unternehmensbewertung tatsächlich nach dieser Methode erstellt wurde (so bei OLG München, 31 Wx 213/17, Beschluss vom 12.07.2019, Rnrrn. 9, 52 f.).

Allerdings führt die Absenkung von Basiszinssatz und MRP durch die Kammer hier zu einem Abfindungsbetrag, der erheblich über dem (nicht im Detail durch die gerichtlichen Sachverständigen überprüften - vgl. Bericht , S. 63 - 67) NAV-Wert liegen.

Diese Abweichung ist jedenfalls nach dem theoretischen Ansatz des NAV-Modells, wonach die kumulierten Einzelbewertungen ebenfalls grundsätzlich zukunftsbezogen nach Vergleichs- bzw. Ertragswertverfahren erfolgen und damit - abgesehen von steuerlichen Effekten, die hier nicht berücksichtigt werden können - jedenfalls näherungsweise zu ähnlichen Ergebnissen führen sollten, wie die Gesamtbewertung des Unternehmens unter Ertragswertgesichtspunkten, zunächst durchaus erstaunlich.

Diese Diskrepanz lässt sich jedoch ohne Weiteres auf die im Rahmen von Vergleichs- und auch Ertragswertbewertungen von Immobilien - wie dem Senat aus der Befassung mit Immobilienbewertungen im Rahmen von KapMuG- und Anlageverfahren bekannt - bestehenden Unsicherheiten zurückführen. Nur beispielsweise sei darauf hingewiesen, dass die im Rahmen einer Immobilienbewertung erforderlichen Ansätze zu aktuellem Sach- (insbesondere Boden-) Wert, Entwicklung der Marktmieten, Instandhaltungskosten, Vermietungsquote, Revitalisierungskosten und insbesondere Liegenschaftszins jeder für sich mit ganz erheblichen Unsicherheiten und Spielräumen behaftet sind.

Insoweit ist seitens der sachverständigen Prüfer ausweislich ihrer Stellungnahme (S. 63) nur eine eher cursorische Überprüfung erfolgt; zudem haben sie unter Darstellung der Abweichungen zum vorliegend angewandten Bewertungsverfahren überzeugend ausgeführt, dass die Ableitung des NAV nur sehr eingeschränkt zur Überprüfung der Angemessenheit der vorliegend angebotenen Barabfindung geeignet sei (Bericht S. 64).

Damit ist der geringere Wertansatz nach dem NAV hier nicht geeignet, die zutreffenden Erwägungen der Kammer zur Senkung von Basiszinssatz und MRP zweifelhaft erscheinen zu lassen.

Allenfalls liefert er ein gewisses (weiteres) Indiz dafür, dass auch die von den Antragstellern erstrebte noch stärkere Anhebung der Barabfindung ebenfalls nicht in Betracht kommen kann.

3.) Den Gegenstandswert hat die Kammer im Nichtabhilfebeschluss zutreffend auf € 1.777.110,- angehoben; auf die zutreffende Argumentation S. 12 des Beschlusses wird Bezug genommen.

4.) Die Nebenentscheidungen beruhen auf §§ 6 Abs. 2, 15 SpruchG.