Landgericht München I
Az. 5HK 13182/15

In dem Spruchverfahren

gegen

wegen Barabfindung

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichterin und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 1.9.2016 und 9.12.2016 am 30.6.2017 folgenden

Beschluss:

I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der DAB Bank AG zu leistende Barabfindung wird auf € 6,59 festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 29.7.2015 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.

III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre wird auf € 7,5 Mio. festgesetzt.

Gründe:

A.

1. a. Die Hauptversammlung der DAB Bank AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) fasste am 29.5.2015 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung in Höhe von 4,78 € je Aktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionär mit einem Anteil von rund 91,69 % am Grundkapital der Gesellschaft zu übertragen. Bereits zuvor hatten die Antragsgegnerin und die Gesellschaft am 13.4.2015 einen notariell beurkundeten Verschmelzungsvertrag abgeschlossen, durch den die DAB Bank AG ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 4 ff., 60 ff. UmwG auf die damals als firmierende Antragsgegnerin übertragen sollte, die danach bis zur nunmehrigen Bezeichnung als firmierte. Die Gesellschaft verfügte über ein in 90.976.275 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 90.976.275,--. Ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft (Anlage AG 1) lag ihr Unternehmensgegenstand im Betrieb von Bankgeschäften jeder Art gemäß § 1 Abs. 1 KWG mit Tätigkeitsschwerpunkt im Wertpapieranlage- und Depotgeschäft – mit Ausnahme von Investmentgeschäften gemäß § 1 Abs. 1 Ziff. 6 KWG; dabei durfte die Gesellschaft alle Geschäfte betreiben, die geeignet sind, dem Gesellschaftszweck unmittelbar und mittelbar zu dienen, sowie Zweigniederlassungen errichten und sich an gleichartigen oder anderen Unternehmen im In- und Ausland beteiligen.

Die DAB Bank AG hatte am 31.7.2014 mittels Ad hoc-Mitteilung darüber informiert, dass sich und die Antragsgegnerin über den Verkauf der bisher von gehaltenen Anteile von 81,4 % an die Antragsgegnerin verständigt hätten. Sodann veröffentlichte die Antragsgegnerin am 15.9.2014 die Angebotsunterlage für ein freiwilli-

ges öffentliches Übernahmeangebot, in dem sie allen Aktionären der DAB Bank AG eine Gegenleistung von € 4,78 je Aktie anbot, wobei eine Fairness Opinion der die Angemessenheit der Gegenleistung bestätigte. Mit einer weiteren Ad hoc-Mitteilung vom 17.12.2014 gab die DAB-Bank AG bekannt, dass die Antragsgegnerin nunmehr insgesamt 83.417.013 Aktien und folglich 91,69 % des Grundkapitals und der Aktien der Gesellschaft halte. Am selben Tag stellte die Antragsgegnerin das Squeeze out-Verlangen an die DAB Bank AG. In einem Zeitraum von drei Monaten vor dieser Bekanntgabe am 17.12.2014 ermittelte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einen gewichteten Durchschnittskurs von € 4,78 je Aktie.

b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 29.5.2015 erstellte die (im Folgenden:) im Auftrag der Antragsgegnerin eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert und zur angemessenen Barabfindung zum 29.5.2015 (Anlage CC 2). Dabei gingen die Bewertungsgutachter von in Anwendung der Ertragswertmethode von einer die Jahre 2015 bis 2018 umfassenden Detailplanungsphase aus; sodann verlängerten sie die Planungsrechnung bis zum Jahr 2027 und rechneten diese Projektion unter Berücksichtigung eines der nachhaltigen Wachstumsrate entsprechenden Wachstums barwertäquivalent in eine Ergebnisrechnung für die Jahre der Ewigen Rente ab 2019 ff. um, weil noch nicht alle Sachverhalte den Zielzustand am Ende des Jahres 2018 abbildeten. So gelangten die Bewertungsgutachter zu Konzernjahresüberschüssen von € 5,513 Mio., € 10,036 Mio., € 17,087 Mio. und € 30,529 Mio. während der Detailplanungsphase sowie von € 29,066 Mio. im Terminal Value. In der Detailplanungsphase gingen sie von Ausschüttungsquoten von 99 % im Jahr 2015, 91 % im Jahr 2016 sowie von 89 % im Jahr 2018 aus, während im Jahr 2017 der Jahresüberschuss vollständig thesauriert werden sollte. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse gingen die Wirtschaftsprüfer von von einem Basiszinssatz von 1 % vor Steuern und einem in Anwendung des (Tax-)CAPM unter

Heranziehung einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach persönlichen Steuern und eines aus zwei Teil-Peer Groups abgeleiteten Beta-Faktors von 1,1 ermittelten Risikozuschlag von 6,05 % aus. In der Ewigen Rente ab 2019 ff. legten die Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag von 1 % zugrunde. Sonderwerte wurden nicht angesetzt, weil das steuerliche Einlagenkonto für eine steuerfreie Ausschüttung herangezogen wurde und die daraus abgeleiteten Effekte bei der Ableitung des Ertragswertes einflossen. Der Unternehmenswert der DAB Bank AG wurde demzufolge im Bewertungsgutachten mit € 332 Mio. angegeben.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 16.1.2015, Az. 5HK O 759/15. zur Abfindungsprüferin bestellte

hinzuziehen konnte, gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 27.3.2015 (Anlage CC3) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin auf der Basis des durchschnittlichen Börsenkurses ermittelte Barabfindung von € 4,78 je Stückaktie stelle sich als angemessen dar.

c. Der Beschluss über den Squeeze out wie auch der Verschmelzungsvertrag wurden am 27.7.2015 in das Handelsregister der DAB Bank AG wie auch der Antragsgegnerin eingetragen und sodann am 28.7.2015 gemäß § 10 HGB im gemeinsamen Registerportal der Länder veröffentlicht. Im Zeitpunkt der Eintragung des Verschmelzungsvertrages am 27.7.2015 waren die Antragsteller zu 1) bis 62) und zu 64) bis 94) Aktionäre der DAB Bank AG.

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 28.10.2015 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse es zu einer Erhöhung der Barabfindung kommen, weil diese nicht angemessen sei.

a. Die Notwendigkeit einer Erhöhung resultierte bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Annahmen zur Planung der Gesellschaft.

(1) Bereits allgemeine Planansätze seien unzureichend, weil die Planungen in den Jahren der Vergangenheitsanalyse nicht die erforderliche Zuverlässigkeit aufgewiesen hätten und von einer Einflussnahme der Antragsgegnerin bzw. deren Muttergesellschaft auf Inhalte der Planung über ihre Mitglieder im Aufsichtsrat ausgegangen werden müsse. Der Anpassungsbedarf beruhe zudem auf einer Aussetzung der Planung für das Geschäftsjahr 2014. Unklar sei der Umfang der Bereinigung von Ergebnissen in der Vergangenheit um Einmaleffekte im Jahr 2012 aus Kursgewinnen infolge opportunistischer Wertpapierverkäufe sowie die Auswirkungen der Auflösung des „Upstream Exposure" im Jahr 2014 mit außerordentlichen Erträgen in Höhe von rund € 25 Mio. und deren Berücksichtigung in der Planung.

(2) Die Umsatzplanung selbst vernachlässige insgesamt in nicht hinnehmbarer Weise die Ergebnisse des ersten Quartals des Jahres 2015 sowie der Monate April und Mai 2015, woraus die Notwendigkeit ihrer Anpassung resultiere. Beim Zinsüberschuss bleibe unberücksichtigt, dass der Tiefpunkt des Zinsniveaus bereits im April 2015 erreicht und seit diesem Zeitpunkt ein starker Anstieg des Zinsniveaus für deutsche und ausländische Staatsanleihen in der Euro-Zone zu beobachten gewesen und die Wirtschaft im ersten Quartal des Jahres 2015 stark angestiegen sei mit der Folge einer anziehenden Inflation. Ebenso missachte die Planung die Entwicklung der Zinsüberschüsse losgelöst vom Zinsniveau am Markt und die Margenneutralität von Zinsänderungen. Diese Tendenz zeige sich auch an der divergierenden Entwicklung der Zinsüberschüsse zum Zinsniveau. Ebenso hätte die Planung stärker berücksichtigen müssen, dass der Margengewinn durch eine verzögerte Weitergabe des nied-

rigen Zinses an Kunden infolge der Fristentransformation erfolge. Auch habe die Forcierung des B2B-Geschäfts zu einem Margengewinn wegen des höheren anfallenden Aufschlags im Vergleich zum Privatkundengeschäft geführt. Ebenso führe die uneingeschränkte Kreditvergabe an Großkunden zu höheren Margen. Bei der Zinsentwicklung bleibe der weitere Ausbau des klassischen Bankengeschäfts im B2C-Geschäft mit einem Anstieg des Volumens für Dispositionskredite und der Ausweitung der Effektenkreditvolumina zu sehr außer Betracht. Der Einbruch der Zinsüberschüsse im Jahr 2015 stehe in Widerspruch zur Entwicklung der steigenden Neukundenzahlen und dem zugleich erfolgenden Anstieg der Marketingaufwendungen. Aus der ertragsoptimierenden Umschichtung des bankeigenen Anlageportfolios müsse ein Mehrertrag generiert werden, dessen Abbildung in der Planung fehle. Auch lasse der Ansatz beim Zinsüberschuss das Bestehen des Margendrucks bereits im Jahr 2013 unberücksichtigt, nachdem es im Jahr 2014 eine deutliche Erhöhung trotz Anhalten niedrigen Zinsniveaus gegeben habe. Die Planung vernachlässige die Möglichkeit der Kompensation des durch das niedrige Zinsniveau hervorgerufenen Absinkens der Zinsüberschüsse durch den deutlichen Anstieg riskanterer Geschäfte wie Aktiengeschäfte mit höheren Renditen. Zudem weise das Online-Geschäft eine stark steigende Tendenz auf.

Bei der Planung der Provisionsüberschüsse müsse angesichts des guten Ergebnisses im ersten Quartal des Jahres 2015 und der Vergangenheitszahlen mit einem Anstieg von 29 % in 2015 und sodann mit 7,79 % Wachstum gerechnet werden. Dem Argument des Margendrucks stehe das Ausscheiden anderer Marktteilnehmer entgegen. Auch bedeute die Entwicklung des Provisionsüberschusses einen Widerspruch zu steigenden Zahlen von Neukunden und von Marketingaufwendungen.

Die sinkende Planung bei dem auf Mittelwerten der Vergangenheit beruhenden Handelsergebnis vernachlässige stille Reserven aus der Available for Sale-Reserve sowie des geplanten moderaten Zinswachstums. Auch bedeute dieser Ansatz einen Widerspruch zu steigenden Personalaufwendungen, weil diese wie kaum eine andere Position der G + V-Rechnung mit dem Personalbestand verknüpft sei.

Weiterhin lasse die Planung zu stark außer Betracht, dass die Direktbanken der am schnellsten wachsende Bereich der Kreditwirtschaft mit einem Vorsprung gegenüber den etablierten Geschäftsbanken sei. Demgemäß vernachlässige die Planung das Ertragspotenzial aus der Neukundengewinnung um rund 5 % in der Vergangenheit sowie die damit verbundenen Cross Selling-Effekte für die Zukunft ebenso wie die Marktführerschaft in Österreich im Online Brokerage-Segment sowie die sehr gute Marktstellung in Deutschland. Ebenso zeige die allgemeine Branchenentwicklung und Markteinschätzung, dass der Rückgang im Jahr 2015 in Widerspruch zur Bedeutung des Online- und Mobile-Banking stehe. Auch profitiere ein Discount-Broker über inflationsbedingt steigende Zinsen durch ein verbessertes Anlageergebnis. Ebenso müsse das Angebot als Erstbank für Privatkunden eine Erhöhung des Jahresüberschusses nach sich ziehen.

(3) Die Aufwandsplanung stelle sich als widersprüchlich dar, weil in der Detailplanungsphase im Gegensatz zum Zeitraum der Vergangenheitsanalyse nicht mehr gelten solle, es komme zu Kostenreduktionen bei steigenden Transaktionszahlen und auch früher Kosten- und Margendruck kompensiert worden sei. Ebenso müsse ein Widerspruch darin gesehen werden, dass es in der Vergangenheit mit stagnierenden oder leicht rückläufigen Personalaufwendungen nicht zu einer Erhöhung gekommen sei und dies von bestehenden Plattformen und verbesserter Technologie nunmehr aufgefangen werden

könne. Der Korrekturbedarf resultiere danach auch aus der Entwicklung im ersten Halbjahr 2015 mit stark steigenden Provisionsüberschüssen und sinkendem Personalaufwand.

Unplausibel sei die Erhöhung des Marketingaufwands um fast 26 % in Phase I, weil kein gegenüber den Vorjahren signifikant höheres Kundenwachstum geplant sei. Auch könne diese Entwicklung angesichts der Einführung der Gesellschaft und ihres Internet-Order-Modells nicht nachvollzogen werden. Die fehlende Plausibilität resultiere zudem aus der fehlenden Planung bezüglich einer Ausweitung des Geschäftsmodells oder neuartiger Werbeaktionen. Angesichts der Integration in die Unternehmensgruppe der müsse eine Kundenvermittlung der dortigen Unternehmen untereinander mit der Folge eines geringeren Marketingaufwandes möglich sein und in die Planung einfließen.

Bei einer Prägung des IT- und Kommunikationsaufwandes durch die Zahl der Wertpapiertransaktionen könne es nicht gerechtfertigt sein, bei einer jährlichen Steigerung der Wertpapiertransaktionen um 9,48 % in der Detailplanungsphase einen Anstieg des Aufwandes für IT und Kommunikation um jährlich 5,26 % angesichts der rückläufigen Entwicklung in der Vergangenheit bei einer prozentual höheren Steigerung der Wertpapiertransaktionen anzusetzen. Auch bedeute dies einen Widerspruch zum erfolgreichen Kostenmanagement in der Vergangenheit und zur Innovationsführerschaft der DAB Bank AG. Nicht nachvollzogen werden könne der Bedarf nach mehr computergestützter Infrastruktur bei steigender Kundenzahl und einer aktuell sich auf dem neuesten Stand befindlichen IT-Infrastruktur. Auch könne die Gesellschaft anfallende Kosten durch die Integration in dem größeren Konzern senken.

Der Anstieg der Aufwendungen für die Kunden- und Kontenverwaltung falle unplausibel aus, weil bei einem Anstieg von 12,49 % im Jahr 2015 und 5,99 % p.a. im Durchschnitt der Detailplanungsphase

der Kundenzuwachs höher angesetzt werden müsse, nachdem in der Vergangenheit ein CAGR von 27,88 % zu verzeichnen gewesen sei. Zudem missachte der geplante Anstieg die Einführung eines neuen Gebührenmodells schon zum Stichtag der Hauptversammlung, das zusätzliche Gebühren für die Eintrittskarten bestellenden Aktionäre vorsehe. Der Ansatz der steigenden Back Office-Aufwendungen übersehe das Bestehen von Skaleneffekten bei einem Ordervolumenanstieg. Zudem gebe es Doppelerfassungen mit den sonstigen Verwaltungsaufwendungen angesichts der Ausführungen im Prüfungsbericht zu den Verwaltungsaufwendungen im Back Office.

Nicht nachvollziehen lasse sich die Verkürzung der Reinvestitionszyklen und damit auch der Abschreibungsdauer der neuen Softwareapplikationen bei der Tochtergesellschaft direktanlage.at AG. Unklar seien zudem die wesentlichen Inhalte der Investitionsplanung ebenso wie das geplante Kreditvolumen und dessen Risikostruktur. Zudem bestehe keine Notwendigkeit zur Kreditrisikovorsorge auf dem hohen Niveau, weil unklar sei, wie es angesichts der Absicherung der von der DAB Bank AG abgeschlossenen Kredite durch Lombardkredite und Wertpapierdepots zu dieser Risikostruktur kommen könne.

(4) Die bereits vor dem Squeeze out angelegte Kooperation mit der müsse zu weiteren Synergien führen, was auch für die zum Bewertungsstichtag bereits angelegte Kooperation mit gelte. Ebenso hätten Synergien durch die Vereinfachung von Konzernstrukturen berücksichtigt werden müssen.

(5) Stille Reserven aus Anlageverkäufen und daraus resultierende Veräußerungsgewinne hätten in der Detailplanungsphase viel stärker als mit € 1 Mio. in die Planung einfließen müssen nach der Aufdeckung stiller Reserven von insgesamt € 17,4 Mio. im Jahr 2014; ebenso

fehle eine Berücksichtigung der stillen Reserven aus dem Firmenwert der direktanlage.at AG. Die Planung vernachlässige die aktuell im Vergleich zum internationalen Durchschnitt geringe Zahl an Aktionären in Deutschland, weil diese stärker steigen würde. Die Planung stelle sich auch als widersprüchlich dar, weil einbehaltene Gewinne langfristig für ein höheres Wachstum sorgen und niedrigere Verbindlichkeiten Ausgaben für Zinsen reduzieren würden, während sich andererseits die Position „Sonstige Erträge/Aufwendungen" verschlechtern solle.

(6) Unklar bleibe die Grundlage für den Ansatz eines Kapitalerhaltungspolsters oder eines Schwankungspuffers von 2 % über den Mindestanforderungen nach Basel III, zumal die Höhe nicht sachgerecht sei. Diesem Ansatz stehe zudem entgegen, dass die Gesellschaft trotz geplanter Ausweitung des Kreditgeschäfts keine Universalbank sei und folglich nicht wie diese aufgrund hoher Refinanzierungskosten auf die Verbesserung ihres Rankings angewiesen sei. Der Vergleich mit der Postbank zeige, dass eine nahezu identische Eigenkapitalquote angesichts der sehr viel größeren, systemrelevanten Postbank mit ihrem Baufinanzierungsgeschäft nicht erforderlich sei. Das Vorhalten des Schwankungspuffers sei überflüssig, weil mit einer Leverage Ratio von 3,5 % entsprechend dem Geschäftsbericht für 2014 diese regulatorische Kennzahl bereits übererfüllt sei. Zudem stehe der Schwankungspuffer in Widerspruch zum Geschäftsmodell der explizit um Kunden, die ihre Anlagenentscheidung selbst treffen, werbenden DAB Bank AG, die zudem eine Erstbank ohne hohes Risiko sei. Ab dem 1.1.2019 genüge eine Kernkapitalquote von 7,5 %, weil der Wert von 10,5 % die Gesamtkapitalquote einschließlich Tier1- und Tier2-Anleihen umfasse.

(7) Bei der Ewigen Rente müsse hinterfragt werden, inwieweit im Jahr 2018 tatsächlich schon ein eingeschwungener Zustand vorliege. Der

Ansatz eines im Vergleich zum letzten Planjahr rückläufigen EBIT müsse angesichts der Marktpositionierung und des erfolgreichen Geschäftsmodells mit einem immer stärkeren Trend zum Online-Banking als fehlerhaft bezeichnet werden. Das Absinken des EBIT lasse das Bestehen von Mengen- und Skaleneffekten außer Betracht. Auch gebe es Anhaltspunkte für höhere Reserven als € 1 Mio. im Finanzanlagebestand. Angesichts des seit April 2015 steigenden Zinsniveaus könne die Verringerung des Zinsfußes nicht hingenommen werden.

(8) Der Ansatz einer Steuerquote von 13,1875 % für die thesaurierten Gewinne bedeute eine mit Art.14 Abs. 1 GG nicht in Einklang stehende und damit unzulässige Typisierung, nachdem es bereits an der Orientierung an einem typischen Fall fehle; ein privater inländischer Anteilseigner stelle sich als Minderheit dar, weshalb darauf keine typisierende Betrachtung gestützt werden könne. Für das thesaurierungsbedingte Wachstum verbiete sich ein entsprechender Einbehalt im Terminal Value.

b. Anpassungsbedarf bestehe daneben vor allem angesichts eines viel zu hoch angesetzten Kapitalisierungszinssatzes.

(1) Der Basiszinssatz müsse zum Bewertungsstichtag hin angepasst werden, wobei eine Rundung zum Nachteil der Minderheitsaktionäre nicht vorgenommen werden dürfe. Bei seiner Ermittlung müsse auf 9 bis 10-jährige Bundesanleihen abgestellt werden. Zudem widerspreche der festgesetzte Basiszinssatz von 1 % vor Steuern der Zinsrealität. Die Ableitung aus der Zinsstrukturkurve verkenne die tatsächliche Lage der Gesellschaft mit Kreditlaufzeiten von fünf bis zehn Jahren.

(2) Sofern überhaupt ein Risikozuschlag angesetzt werden dürfe, sei jedenfalls der gewählte Ansatz von 6,05 % nach Steuern viel zu hoch. Das (Tax-)CAPM stelle sich bereits als ungeeignet dar. In jedem Fall aber könne eine über das arithmetische Mittel mit einjährigem Wiederanlagehorizont abgeleitete Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht angesetzt werden; aus der Finanzmarktkrise könne keine Begründung für diese Erhöhung abgeleitet werden. Überhöht angesetzt sei der über Peer Groups ermittelte Beta-Faktor, weil die herangezogenen Unternehmen bereits wegen ihrer unterschiedlichen Risikostrukturen nicht vergleichbar seien. Vor allem aber hätte auf den originären Beta-Faktor der DAB Bank AG abgestellt werden müssen.

(3) Der Wachstumsabschlag müsse erhöht werden, weil das Geschäftsmodell der DAB Bank AG als etabliertes Unternehmen im Markt und angesichts seiner Stellung als Marktführer und darauf beruhend mit attraktiven Konditionen auch auf längere Sicht höhere Wachstumsraten erzielen werde. Das höhere Wachstumspotenzial resultiere weiterhin aus dem nicht erforderlichen Filialnetz. Zudem werde übersehen, dass die Finanztransaktionssteuer auch auf die Kunden umgelegt werden könne und die Bankenabgabe für den EU-Abwicklungsfonds nach Auffüllung im Jahr 2026 entfallen werde.

c. Die Unternehmensbewertung lasse den fehlerhaft als unwesentlich bezeichneten steuerlichen Verlustvortrag in Höhe von € 14 Mio. außer Betracht. Ebenso hätten stille Reserven bei den Wertpapieren und Beteiligungen in Höhe von € 30,057 Mio. berücksichtigt werden müssen. Auch fehle eine eigenständige Bewertung der Marke „DAB", die dann auch als Sonderwert hätte ausgewiesen werden müssen.

d. Die Notwendigkeit der Erhöhung der Barabfindung ergebe sich aus dem zugrunde zu legenden letzten festgestellten Börsenkurs, bei dem jeden-

falls der herangezogene Referenzzeitraum korrigiert werden müsse. Zudem bedürfe es der Aufklärung über die Höhe der maßgeblichen zuletzt gezahlten Vorerwerbspreise. Der Liquidationswert müsse in jedem Fall als Untergrenze herangezogen werden.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge angesichts der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Zum einen sei ein Teil der Anträge bereits unzulässig, weil es bezüglich des Antragstellers zu 63) am Nachweis seiner Aktionärsstellung fehle um pauschale Rügen, wie sie namentlich von den Antragstellern zu 31) bis 39) sowie 54) und 55) vorgebracht worden seien, nicht den an sie zu stellenden Anforderungen genügen würden. Die Antragstellung von Aktionären mit engen persönlichen oder rechtlichen Beziehungen zueinander diene ausschließlich der Vereinfachung von Gebührenansprüchen und stelle sich daher als rechtsmissbräuchlich dar. Dasselbe gelte wenn nur eine Aktie oder Aktien in äußerst geringer Stückzahl gehalten würden. Einer Erbengemeinschaft fehle die Beteiligtenfähigkeit. Zum anderen aber sei die festgesetzte Barabfindung in jedem Falle angemessen und könne daher nicht erhöht werden.

   a. Die Planannahmen der DAB Bank AG seien hinreichend plausibel und folglich einer Anpassung nicht zugänglich, wobei die Bewertung der Aktien durch sowie die Abfindungsprüfer nach dem Standard IDW S1 anerkannt sei. Da der Ertragswert der Gesellschaft auf Basis der konsolidierten Planungsrechnung der DAB Bank AG erfolgt sei, müsse die österreichische direktanlage.at AG nicht gesondert bewertet werden.

      (1) Von einer unzulässigen Anlassplanung könne nicht gesprochen werden; die Gesellschaft habe auf die sorgfältige und den gesetzlichen Vorgaben entsprechende Planung zurückgegriffen und vor allem auch nicht den Planungsprozess unterbrochen. Aus Abweichungen in der Vergangenheit könne man angesichts der ausführlich und zu-

treffend dargelegten Gründe hierfür nicht auf die mangelnde Plausibilität der Planung schließen.

(2) Die Planung des Zinsüberschusses als Teil der Umsatzplanung sei plausibel erfolgt; sie lege sachgerecht eine steigende Zinsstrukturkurve zugrunde und bedürfe auch keiner Anpassung an die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angesichts der Erhöhung der geplanten Durchschnittsverzinsung des Portfolios von 2015 bis 2018 um rund 50 Basispunkte. Bereits im zweiten Quartal des Jahres 2015 seien die Zinsüberschüsse im Vergleich zum ersten Quartal rückläufig gewesen. Die einmaligen Erträge aus der vorzeitigen Auflösung des Upstream Exposures zur seien zutreffend im Zinsüberschuss und im Handelsergebnis 2014 berücksichtigt worden. Die Gegenwerte aus der Auflösung seien von der DAB Bank AG zur marktüblichen Verzinsung wieder angelegt worden und die Erträge daraus im Ertragswert abgebildet.

Den Ansätzen zum Provisionsüberschuss liege eine plausible Prognose zugrunde, die sich aus den zur Entwicklung relevanten Werttreibern der Provisionserträge aus dem Wertpapiertransaktionsgeschäft und den Bestandsprovisionen für Wertpapiere ableiten lasse. Anfang Mai 2015 habe sich abgezeichnet, dass die positive Börsensituation von Anfang 2015 nicht dauerhaft zu höheren Provisionsüberschüssen führen werde. Auch berücksichtige die Planung das komplexe Zusammenwirken von Marketingaufwendungen, den Auf- und Ausbau der Kundenbeziehungen und den daraus folgenden Erlös- und Kostenstrukturen.

Ein steigender Zinsüberschuss rechtfertige nicht den Rückschluss auf ein zwingend steigendes Handelsergebnis. Das für die Jahre 2016 bis 2018 geplante Handelsergebnis bewege sich auf dem bereinigten Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2014. Auch verfüge die

Gesellschaft weder über einen Eigenhandelsbereich noch die Organisationsstrukturen für eine Ausweitung der Handelstätigkeiten.

Die Planung stehe zudem nicht in Widerspruch zur allgemeinen Branchenentwicklung und Markteinschätzung. Ebenso wenig könne von eine uneingeschränkten Kreditausgabe an Großkunden mit der Folge einer Realisierung von Kosten- und Ertragssynergien ausgegangen werden. Der Gewährung von Sonderkonditionen nach dem Absenken von Refinanzierungskonditionen für Interbankengeschäfte mit der stehe das Aufsichts- und Aktienrecht ebenso entgegen wie steuerrechtliche Vorgaben. Die Wiederanlage thesaurierter Gewinne werde im Zinsüberschuss, nicht aber bei den sonstigen Erträgen/sonstigen Aufwendungen abgebildet.

(3) Bei der Planung des Verwaltungsaufwandes gebe es angesichts der plausiblen Annahmen bei den einzelnen Kostengruppen keinerlei Änderungsbedarf.

Die Planung des Personalaufwands baue auf den bekannten Mitarbeiter- und Gehaltsdaten des Jahres 2014/2015 auf, woraus dann mittels Hochrechnung aller Gehaltsbestandteile für die Folgeperioden der Aufwand abgebildet worden sei. Zudem komme es aufgrund regulatorischer Vorgaben trotz Effizienzsteigerungen zu einem moderaten Personalaufbau von gruppenweit bis zu 6,0 FTE. Das deutlich stärkere Wachstum der Provisionserträge um durchschnittlich 6,8 % im Vergleich zu dem Wachstum der Personalaufwendungen von unter 2 % zeige zudem die Auswirkung von Skaleneffekten.

Die Realisierung von Kundenzuwächsen erfordere steigende Marketingaufwendungen, zumal im Bereich „Banking" zum Erreichen eines höheren Bekanntheits- und Marktdurchdringungsgrades höhere initiale Aufwendungen notwendig seien. Zudem müsse für die steigende Marktdurchdringung mit steigendem Marketingaufwand und sinkenden Grenzerträgen gerechnet werden.

Der historische Rückgang der IT- und Kommunikationsaufwendungen lasse sich nicht fortschreiben, weil weitere wesentliche Kosteneffizienzen und -einsparungen nicht zu erwarten seien und die variablen IT-Kosten durch die geplanten steigenden Kundenzahlen und -aktivitäten kostenerhöhende Effekte nach sich zögen.

Bei den Aufwendungen für das Back Office im Sinne der Aufwendungen für die ausgelagerten administrativen und logistischen Wertpapierdienstleistungen sowie für Porto und Dokumententransport gebe es keine Doppelerfassungen in der Planung. Die Entwicklung dieser Kosten beruhe auf verwalteten Kundeneinlagen sowie den gesetzlichen und regulatorischen Entwicklungen.

Das Niveau der Abschreibungen liege mit etwa € 12,2 Mio. in Phase I und rund € 11,7 Mio. im Terminal Value leicht unter dem Niveau der Jahre 2012 bis 2014 und umfasse vor allem immaterielle Vermögenswerte wie vor allem die IT-Software. Der Planungszeitraum enthalte bei den Investitionen nur kleinere laufende Investitionen, dagegen keine größeren IT-Anpassungen.

Die angesetzte Kreditrisikovorsorge korreliere mit dem geplanten Anstieg des Kreditvolumens und berücksichtige überproportional hohe Ausfallvolumina bei ungesicherten Dispositionskrediten; ungeachtet dessen gehe die Gesellschaft von sinkenden Risikokostenquoten in Höhe von rund 19 Basispunkten bezogen auf das Forderungsvolumen aus dem Kundenkreditgeschäft aus.

(4) Die Ansätze in der Ewigen Rente seien sachgerecht erfolgt, wie die detaillierte Erläuterung in der gutachtlichen Stellungnahme zeige, die auch vom Abfindungsprüfer anhand eigener Analysen überprüft und gebilligt worden sei.

(5) Der Planung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals könne nicht entgegengehalten werden, dass es um rund 2 Prozentpunkte über den

aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen liege. Es wäre praxisfern und aufsichtsrechtlich bedenklich, ein Kreditinstitut so zu steuern, dass es die Mindestkapitalanforderungen stets exakt oder knapp oberhalb erfülle. Die weitere Festlegung der Zielquote berücksichtige auch über die Anforderungen des Art. 92 CRR hinausgehende Kapital- und Kapitalerhaltungspuffer nach §§ 10 c bis 10 i KWB. Der Zuschlag von 2 % werde auch benötigt, um bei Schwankungen der Bemessungsgrundlage die jederzeitige Einhaltung der regulatorischen Anforderungen zu gewährleisten.

(6) Die Ermittlung des Unternehmenswertes im Rahmen einer solchen aktienrechtlichen Strukturmaßnahme erfolge auf einer Stand alone-Basis, weshalb nur solche Synergien zu berücksichtigen seien, die die Gesellschaft auch ohne den Squeeze out realisieren könne. Vorliegend werde ein Großteil der Synergien erst nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre erwartet.

(7) Die Typisierung der Besteuerung der Thesaurierung sowie der nachhaltigen inflationsbedingten Wertsteigerungen widerspreche nicht den Vorgaben der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts. Der Ansatz des hälftigen normalen Steuersatzes zuzüglich Solidaritätszuschlags entspreche der üblichen Vorgehensweise bei der Unternehmensbewertung und könne folglich nicht beanstandet werden.

b. Auch beim Kapitalisierungszinssatz bestehe keine Notwendigkeit zur Herabsetzung zugunsten der Minderheitsaktionäre.

(1) Der auf der Grundlage der Svensson-Methode geschätzten Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank abgeleitete Basiszinssatz von 1 % vor Steuern müsse nicht angepasst werden, nachdem insbesondere auch eine entsprechende Rundung statthaft sei. Aus der Aktualitätserklärung von ergebe sich das Fehlen eines Anpassungsbedarfs zum Stichtag. Der Ansatz einer Laufzeit von fünf

bis zehn Jahren entsprechend der Kreditlaufzeit verstoße gegen das Prinzip der Laufzeitäquivalenz zwischen Alternativanlage und den finanziellen Überschüssen. Ein einheitlicher Basiszinssatz bedeute auch keinen Zirkelschluss.

(2) Ebenso zutreffend erfolgt sei die Ermittlung eines notwendigerweise anzusetzenden Risikozuschlags mit Hilfe des (Tax-)CAPM als einer der gängigsten Methoden bei der Bestimmung von Kapitalkosten. Die Prognose der Marktrisikoprämie müsse die durch die Finanzmarktkrise geänderten Einflussparameter und dabei vor allem die veränderte Risikotoleranz berücksichtigen, was zu einer Erhöhung ab dem Jahr 2012 führe. Dies zeige sich vor allem anhand der Entwicklung impliziter Marktrisikoprämien und der impliziten Kapitalkosten. Der Ansatz eines Beta-Faktors von 1,1 müsse angesichts der zutreffenden Ableitung aus einer Peer Group nicht infrage gestellt werden, weil die Prüfer unter Verwendung einer von abweichenden Peer Group unter Verwendung eines Raw-Beta-Faktors über einen Zeitraum von fünf Jahren auf monatlicher Basis gleichfalls einen Beta-Faktor von 1,1 ermittelt hätten. Die Erstellung zweier Peer Groups mit „Diversifizierten Banken" einerseits und „Investment Bank/Brokerage" andererseits entspreche dem Stand der Wissenschaft. Der unternehmenseigene Beta-Faktor der DAB Bank AG könne aufgrund mangelnder statistischer Signifikanz gegenüber dem lokalen Index und des geringen Free Float keine sachgerechte Grundlage zur Ableitung des Risikozuschlags bilden.

(3) Eine Erhöhung des Wachstumsabschlags von 1 % müsse ausscheiden. Dies lasse sich bereits nicht mit einer erheblich höheren Inflationsrate begründen, weil es hier primär auf die zu erwartende Fähigkeit ankomme, inflationsbedingte Preissteigerungen an die Kunden weitergeben zu können, weshalb es auf das zu erwartende weitere nominelle Wachstum der finanziellen Überschüsse und nicht auf die

Inflationsrate ankomme, die allenfalls einen ersten Anhaltspunkt liefern könne.

c. Entbehrlich sei der Ansatz nicht betriebsnotwendigen Vermögens sowie von Sonderwerten. Der DAB Bank AG habe nur die Hälfte des steuerlichen Verlustvortrages zugestanden; der wahrscheinlichkeitsgewichtete verbleibende Vorteil mache einen Betrag von unter € 1 Mio. aus und damit weniger als 0,2 % des Unternehmenswertes. Die Gesellschaft verfüge über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Angesichts der Bewertung auf Basis einer nach IFRS erstellten Planungsrechnung könne man auch keine stillen Reserven bei Wertpapieren und Beteiligungen ansetzen.

d. Über den Börsenkurs lasse sich keine höhere Barabfindung erzielen, weil der Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zutreffend gewählt worden und ein gewichteter Durchschnittskurs, kein Stichtagskurs heranzuziehen sei. Angesichts der geplanten Fortführung der Gesellschaft könne der Liquidationswert nicht maßgeblich sein, weshalb auf dessen Darstellung und Ableitung verzichtet werden dürfe, zumal angesichts der bei einer Liquidation anfallenden Kosten dieser ohnehin unterhalb des Ertragswerts liegen werde.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 22.2.2016 (Bl. 191 d.A.) zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 192 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt im Wesentlichen die mangelnde Plausibilität der Planungsrechnung, weil diese erheblich von der Mittelfristplanung aus dem Jahr 2013 abweiche, was auf dem Wechsel der bisherigen Aufsichtsratsmitglieder beruhe, der eine Fremdbestimmung der Planung nach sich gezogen habe. Auch vernachlässige die Planung die längst vor dem Stichtag bestehenden und auf dem Wechsel zu einem der größten europäischen Bankun-

ternehmen beruhenden Synergieeffekte. Auch sei die Eigenkapitalquote zur Erfüllung aufsichtsrechtlicher Anforderungen nicht erforderlich. Der gemeinsame Vertreter hält weiterhin den Kapitalisierungszinssatz in all seinen drei Elementen als für die Minderheitsaktionäre nachteilig und somit fehlerhaft angesetzt. Der Werteffekt aus dem Verlustvortrag werde fehlerhaft vernachlässigt. Mit Beschluss vom 21.4.2017 (Bl. 592 d.A.) hat das Gericht neu zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestellt; der Vorsitzende hat mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 593 d.A.) die Veröffentlichung dieses Beschlusses im Bundesanzeiger veranlasst.

b. In der mündlichen Verhandlung vom 1.9.2016 und vom 9.12.2016 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von

und

– mündlich angehört. Ferner hat das Gericht mit Beschlüssen vom 1.9.2016 (Bl. 422 d.A.), vom 2.9.2016 (Bl. 431/436 d.A.), vom 9.12.2016 (Bl. 557 d.A.) und vom 19.12.2016 (Bl. 559/560 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, in ergänzenden schriftlichen Stellungnahmen zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen mit geänderten Parametern vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der schriftlichen und mündlichen Anhörung der Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 1.9.2016 (Bl. 393/423 d.A.) und vom 9.12.2016 (Bl. 530/558 d.A.) sowie die allen Verfahrensbeteiligten zugestellten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer vom 7.11.2016 (Bl. 443/467 d.A.), vom 17.11.2016 (Bl. 476/486 d.A.) und vom 13.2.2017 (Bl. 565/572 d.A.).

c. Die Antragsteller zu 92) bis 94) haben mit Schriftsätzen vom 26.10.2015, 28.10.2015 und 16.10.2015 an das Landgericht München I die Festsetzung einer angemessenen Barabfindung beantragt. Die 38. Zivilkammer

des Landgerichts München hat sich mit Beschlüssen jeweils vom 25.11.2015 (Bl. 10/13 d.A. im Verfahren 38 O 19143/15, Bl. 6/9 d.A. im Verfahren 38 O 19399/15 und Bl. 17/20 d.A. im Verfahren 38 O 18919/15) jeweils für funktionell unzuständig erklärt und die Verfahren an die zuständige 5. Kammer für Handelssachen verwiesen. Diese hat die Verfahren jeweils mit Beschlüssen vom 30.11.2015 – wie alle anderen unmittelbar bei dieser Kammer eingegangenen Verfahren auch – zu diesem führenden Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5HK O 13182/15 hinzuverbunden.

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 1.9.2016 (Bl. 393/423 d.A.) und vom 9.12.2016 (Bl. 530/558 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet, weil diese auf € 6,59 festzusetzen ist.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der DAB Bank AG im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärsstellung kann dabei an-

gesichts der Besonderheiten eines auf § 62 Abs. 5 UmwG gestützten Squeeze out-Beschlusses nicht die Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister der DAB Bank AG sein; vielmehr ist bei dem hier gegebenen verschmelzungsrechtlichen Squeeze out die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses in das Handelsregister der Antragsgegnerin maßgeblich, die am 27.7.2015 erfolgte. Erst durch diese Eintragung verlieren die Minderheitsaktionäre ihre Stellung als Aktionäre, was sich aus der Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 1 und Satz 7 UmwG ergibt. Der Squeeze out wird nach diesen zwingenden rechtlichen Vorgaben nämlich erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft, mithin der Antragsgegnerin wirksam.

a. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden rechtzeitigen Vortrag der Antragsteller zu 1) bis 62) sowie zu 64) bis 94) entweder von Vornherein nicht bestritten oder im weiteren Verlauf des Verfahrens unstreitig gestellt. Dementsprechend gilt der Sachvortrag dieser Antragsteller zum maßgeblichen Zeitpunkt ihrer Aktionärseigenschaft gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.

b. Der Antragsteller zu 63) hat den Nachweis seiner Aktionärsstellung am maßgeblichen Stichtag durch die mit Schriftsatz vom 23.9. erfolgte Vorlage einer Bankbescheinigung der vom 15.9.2016 nachgewiesen. Aus diesem gemäß § 3 Satz 3 SpruchG einzig zugelassenen Beweismittel ergibt sich, dass der Antragsteller zu 63) bereits vor dem 1.7.2015 Aktionär der DAB Bank AG und sodann durchgehend bis zur Ausbuchung aufgrund des Squeeze out am 30.7.2015 war. Daraus ergibt sich ohne jeden Zweifel, dass er auch im Zeitpunkt der Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft am 27.7.2015 Aktionär der DAB Bank AG war.

2. Die Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Mo-

naten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses als wesentliches Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte und auf das bezüglich des maßgeblichen Datums der Bekanntmachung abgestellt werden muss, erfolgte am 28.7.2015, weshalb die Frist dann am 28.10.2015 endete. An diesem Tag gingen ausweislich der Gerichtsakten alle Anträge zumindest per Telefax und damit fristwahrend beim Landgericht München I ein. Dies gilt auch für den am 16.6.2015 bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e GVG funktionell zuständigen Zivilkammer des Landgerichts München I eingegangenen Antrags der Antragstellerin zu 92) bis 94). Daher kann auch insoweit an der Fristwahrung kein Zweifel bestehen, auch wenn der Verweisungsbeschluss der 38. Zivilkammer an die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I erst nach dem Ende der Antragsfrist erfolgte.

3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG ordnungsgemäß begründete Anträge gestellt, wie es von § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG verlangt wird.

   a. Dies gilt zunächst für die von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG geforderte Darlegung der Antragsberechtigung, selbst wenn eine Vielzahl von Antragstellern dargelegt hat, im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses Aktionär der DAB Bank AG gewesen zu sein, obwohl rechtlich maßgebend für den Verlust der Aktionärsstellung erst die Eintragung des Verschmelzungsvertrages sein kann. Dabei dürfen an die Tiefe der Darlegung keine überzogenen Anforderungen gestellt werden. Bei einem Spruchverfahren handelt es sich – ungeachtet der sich vor allem aus §§ 8 Abs. 3, 9 SpruchG ergebenden teilweisen Annäherung an zivilprozessuale Grundsätze – um ein solches der freiwilligen Gerichtsbarkeit, für das auch kein Anwaltszwang besteht. Dieser Umstand muss bei der Auslegung dieser Antragsschriftsätze berücksichtigt werden. Das maßgebliche Verfahrensrecht verweist in § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG auf die Antragsberechti-

gung des ausgeschiedenen Aktionärs, wenn auf die Regelungen in § 1 Nr. 3 SpruchG über die Statthaftigkeit des Spruchverfahrens nach einem Squeeze out verwiesen wird. Entscheidend ist demgemäß die Darlegung des Aktionärs, durch einen Squeeze out die Aktionärseigenschaft verloren zu haben. Zwar musste der Gesetzgeber diese gesetzlichen Regelungen nicht anpassen, weil sich aus der Gesetzessystematik aus § 62 Abs. 5 UmwG ergibt, dass zwingend die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses maßgeblich sein muss, nachdem – wie bereits ausgeführt – erst hierdurch die Aktionärseigenschaft verloren geht. Die Kenntnis dieses Zusammenspiels unterschiedlicher materiell-rechtlicher und verfahrensrechtlicher Vorschriften kann aber namentlich von anwaltlich nicht vertretenen Antragstellern nicht erwartet werden. Zudem ist bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen zu berücksichtigen, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366, 369 f. = NJW 1992, 105; BGH NJW-RR 2010, 357; Vollkommer/Geimer in: Zöller, ZPO, 31. Aufl., Einleitung Rdn. 99). Demgemäß muss es genügen, wenn sich aus der Antragsschrift jeweils ergibt, dass der Antragsteller oder die Antragstellerin infolge der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme eines Squeeze out die Aktionärsstellung verloren hat. Dies haben alle Antragsteller hinreichend dargelegt.

b. Die Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG auch konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind.

(1) Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in

die Antragsbegründung aufzunehmen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.

Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken (vgl. nur Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puszkajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puszkajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 10b). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüf-

fer/Koch, AktG, 12. Aufl., Anh. § 305 § 4 SpruchG Rdn. 8). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.;2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996; ZIP 2013, 1664, 1665; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126 f.; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 22 f.; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 4 SpruchG Rdn. 10 a f.).

Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsrüge generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht. Sie überspannt die Anforderungen an die Antragsteller, nachdem vielfach auch in den – einander ähnlichen – Bewertungsgutachten die näheren Daten zur Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht offen gelegt werden und zur Begründung häufig im Wesentlichen auf die Erkenntnisse des Fachausschusses Unternehmensbewertung (FAUB), wie sie im aktuellen IDW S 1 und anschließenden Verlautbarungen des IDW niedergelegt wurden, verwiesen wird. Dann aber von den Antragstellern fast schon wissenschaftlich fundierte Widerlegungen und Berechnungen zu fordern, übersteigert die Anforderungen an eine zulässige Bewertungsrüge und wäre namentlich auch mit dem aus dem Rechtsstaatsprinzip abgeleiteten und damit verfassungsrechtlich abgesicherten Justizgewährleistungsanspruch des Grundgesetzes nicht vereinbar. Es genügt, wenn einzelne Parameter mit einer nachvoll-

ziehbaren Begründung in Frage gestellt werden. Dies ist hier von allen Antragstellern zumindest in Bezug auf einen Bewertungsfehler in den jeweiligen Antragsschriften geschehen.

(2) Diesen Anforderungen werden alle Antragsschriften gerecht.

(a) Die Antragstellerin zu 25) verweist auf die fehlerhaft vorgenommene Bereinigung der Vergangenheitszahlen und namentlich dabei auf die Realisierung von Kursgewinnen aus Wertpapierverkäufen sowie aus den Investitionen aus der Übernahme der Gesellschaft durch die Antragsgegnerin von der

Zudem rügt diese Antragstellerin die unterbliebene Verwendung des unternehmenseigenen Beta-Faktors mit Auswirkungen auf die Höhe der Abfindung, weil dieser deutlich niedriger liege als der aus der Peer Group ermittelte und angesetzte Beta-Faktor. Da hierzu gerade im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfungsbericht keine detaillierten Aussagen getroffen wurde, kann eine vertiefendere Darstellung durch die Antragstellerin zu 25) keinesfalls verlangt werden.

(b) Ausreichend sind auch die von den Antragstellern zu 31) bis 36) erhobenen Rügen. Zum einen wird der angesetzte Referenzzeitraum als unzutreffend bezeichnet. Bei der Marktrisikoprämie wird das herangezogene (Tax-)CAPM als ungeeignet beschrieben und mit entsprechenden Äußerungen aus der Rechtsprechung untermauert. Zudem verweisen diese Antragsteller auf Untersuchungen über eine im Vergleich zur Aktienrendite günstigere Entwicklung von Rentenpapieren. Ebenso muss der Hinweis auf die nicht erreichte Inflationsrate als noch ausreichend angesehen werden, um eine hinreichend konkrete Einwendung gegen den Ansatz des Wachstumsabschlags anzunehmen.

(c) Dieses Ergebnis gilt auch in Bezug auf die Antragsteller zu 37) bis 39). Sie rügen den Basiszinssatz unter Hinweis auf die aktuell zum Stichtag der Hauptversammlung erzielten Renditen als zu niedrig und kritisieren darüber hinaus den angesetzten Beta-Faktor; die hierzu angegebene Begründung über den vernachlässigten Beta-Faktor von zwei weiteren Banken sowie die Notwendigkeit des Ansatzes des unternehmenseigenen Beta-Faktors muss als ausreichend bezeichnet werden, weil auch hier keine wissenschaftlich fundierte Stellungnahme verlangt werden kann. Zudem kritisieren auch sie den angenommenen Börsenkurs als fehlerhaft gebildet angesichts des zuletzt festgestellten Kurses von € 4,902. Da zudem die Antragsgegnerin die Ausführungen zum Beta-Faktor nicht als unzureichend kritisiert, kann selbst nach dem eigenen Vortrag der Antragsgegnerin der Antrag nicht unzulässig sein, nachdem für einen zulässigen Antrag eine hinreichend erhobene Rüge ausreichend sein muss.

(d) Der letztgenannte Aspekt trifft bereits bei den Antragstellern zu 54) und zu 55) zu, nachdem diese sich in ihrer Auseinandersetzung mit der Planung vor allem mit den steigenden Aufwendungen von IT und Kommunikation beschäftigt haben, ohne dass die Antragsgegnerin dies als unzureichend konkret bezeichnet hätte. Beim Kapitalisierungszinssatz verwiesen sie bezüglich des Basiszinssatzes auf das durch die Existenz von Credit Default Swaps manifestierte Ausfallrisiko auch deutscher Staatsanleihen und leiten daraus die Notwendigkeit des Absinkens ab. Auch legen sie dar, warum die Stehle-Studie zur Ableitung der Marktrisikoprämie ungeeignet sei und verweisen auf die Notwendigkeit des Heranziehens des unternehmenseigenen Beta-Faktors anstelle einer willkürlich zusammengesetzten Peer Group. Die Überlegungen zum Wachstumsabschlag mit

Verweis auf die Fähigkeit, inflationsbedingte Kostensteigerungen überwälzen zu können und die Vorteile aus inflationsbedingt steigenden Zinsen ziehen zu können, müssen gleichfalls als ausreichend eingestuft werden.

4. Für eine rechtsmissbräuchliche Einleitung des Spruchverfahrens bestehen keine Anhaltspunkte. Die Rechtsfigur des Rechtsmissbrauchs hat zur Folge, dass der Berechtigte ein ihm formal zustehendes Recht nicht ausüben darf; sie ist eine Ausprägung des die gesamte Rechtsordnung beherrschenden, in § 242 BGB für das Verhalten des Schuldners im Rahmen von Schuldverhältnissen geregelten Grundsatzes von Treu und Glauben. Ein individueller Rechtsmissbrauch wird indes nur dann angenommen, wenn der Berechtigte kein schutzwürdiges Eigeninteresse verfolgt oder überwiegende schutzwürdige Interessen der Gegenpartei bestehen und die Rechtsausübung im Einzelfall zu einem grob unbilligen und mit der Rechtsordnung nicht mehr vereinbaren Ergebnis führen würde (vgl. BSG NJW 2010, 1485, 1486 = DStR 2009, 2263, 2264; Schubert in: Münchener Kommentar zum BGB, 7. Aufl., § 242 Rdn. 243; Palandt-Grüneberg, BGB, 76. Aufl., § 242 Rdn. 40; Olzen/Looschelders in: Staudinger, BGB, Neubearb. 2015, § 242 Rdn. 217; Jauernig/Mansel, BGB, 16. Aufl., § 242 Rdn. 37). Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze kann bei keinem der von der Antragsgegnerin als rechtsmissbräuchlich bezeichneten Fälle ein Rechtsverstoß gegen die Grundsätze von Treu und Glauben angenommen werden. Es kann insbesondere nicht davon ausgegangen werden, die Spruchverfahren seien missbräuchlich eingeleitet worden und dienten verfahrensfremden Zwecken (vgl. Jauernig/Mansel, BGB, a.a.O., § 242 Rdn. 37).

   a. Dies gilt zunächst für die von der Antragsgegnerin als „Familienanträge" bezeichnete Konstellation, in der Antragsteller mit demselben Familiennahmen identische Anträge stellen und dabei vor allem die Eltern zugleich für ihre minderjährigen Kinder als Antragsteller auftreten. Bei einem Teil dieser Antragsteller den Vorwurf des Rechtsmissbrauchs zu bejahen wür-

de bedeuten, dass diese nur wegen familiärer Verbundenheit ihre verfahrensrechtlichen Positionen nicht geltend machen dürften. Auch minderjährige Aktionäre sind durch eine gegebenenfalls zu niedrig und folglich unangemessene Barabfindung in ihrem durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Eigentumsgrundrecht betroffen. Dann aber muss ihnen in gleicher Weise wie jedem anderen Antragsteller auch das Recht zugestanden werden, einen Antrag zu stellen, selbst wenn ihre Eltern dies in gleicher Weise getan haben. Jeder Minderheitsaktionär ist aufgrund der Regelung in § 3 Nr. 3 SpruchG im Falle eines Squeeze out berechtigt, die Höhe der festgelegten Kompensation gerichtlich überprüfen zu lassen; wenn andere Aktionäre – auch aus derselben Familie – dies in gleicher Weise tun, kann der eigene Antrag deshalb nicht rechtsmissbräuchlich sein (vgl. LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; LG Hamburg, Beschluss vom 23.2.2016, Az. 403 HK O 152/14).

b. Auch wenn Anträge von Kapitalgesellschaften und ihren Organmitgliedern gestellt werden, kann nichts anderes gelten. Beide Aktionäre sind in ihrem Grundrecht aus Art.14 Abs. 1 betroffen. Die Tatsache, dass anwaltlich vertretene Antragsteller gegebenenfalls einen Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsgegnerin haben, ist Folge der gesetzlichen Regelung in § 15 SpruchG und vermag den Rechtsmissbrauch nicht zu begründen. Es muss nämlich auch in einem Verfahren ohne Anwaltszwang möglich sein, sich durch einen Rechtsanwalt vertreten zu lassen, ohne dass daraus der Vorwurf des Rechtsmissbrauchs abgeleitet werden kann.

c. Ein Rechtsmissbrauch kann auch nicht aus dem Umstand abgeleitet werden, dass einzelne Antragsteller ihre Anträge wortgleich oder nahezu wortgleich begründen. Die gesetzliche Regelung in § 4 Abs. 2 SpruchG sieht nur vor, dass ein Antrag begründet werden muss. Der Regelung kann allerdings nicht entnommen werden, es sei eine eigene Geistesleistung erforderlich, sondern es muss nur hinreichend deutlich zum Ausdruck kommen, aus welchem konkreten Grund der Antragsteller die Barabfin-

dung als unangemessen ansieht (so ausdrücklich LG Hamburg, Beschluss vom 23.2.2016, Az. 403 HK O 152/14; Wasmann in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 17).

d. Allein der Umstand, dass eine Reihe von Antragstellern nur über eine ganz geringfügige Anzahl von Aktien verfügt, vermag die Unzulässigkeit der Anträge im Sinne eines Rechtsmissbrauchs nicht zu begründen. Das Spruchverfahrensgesetz schreibt für den Antrag auf Durchführung eines Spruchverfahrens gerade kein bestimmtes Quorum oder eine Mindestanzahl gehaltener Aktien vor – anders als bei einer Reihe anderer Normen des Aktienrechts, die in gleicher Weise wie das Spruchverfahren dem Minderheitenschutz dienen; so sehen beispielsweise §§ 122 Abs. 1 Satz 1, 142 Abs. 2 Satz 1, 147 Abs. 2 Satz 2, 148 Abs. 1 Satz 1 AktG entsprechende Quoren vor. Demgemäß kann beim Spruchverfahren der Besitz einer Aktie genügen. Davon geht auch der Gesetzgeber selbst durch die Regelung in § 31 Abs. 1 RVG aus, wonach dann, wenn ein Antragsteller die Zahl der von ihm gehaltenen Aktien nicht mitteilt, davon ausgegangen werden muss, er habe lediglich eine Aktie im maßgeblichen Zeitpunkt gehalten. Zudem berücksichtigt diese Regelung auch den Umstand der Größe des Aktienanteils der Antragsteller, wenn sich der Gegenstandswert für die anwaltliche Tätigkeit nach dem Bruchteil des für die Gerichtsgebühren geltenden Geschäftswerts errechnet, der sich aus dem Verhältnis der Anteile des Antragstellers zur Gesamtzahl der Anteile aller Antragsteller ergibt. Dann aber wird die Anzahl gehaltener Aktien bereits vom Gesetzgeber angemessen berücksichtigt. Aus einem vom Gesetz dann vorgesehenen Kostenerstattungsanspruch eines im Grund antragsberechtigten Aktionärs kann ein Rechtsmissbrauch der Antragstellung dann nicht abgeleitet werden.

5. Die Beteiligtenfähigkeit der Antragstellerin zu 5) in einem Spruchverfahren muss bejaht werden. Nach §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sind beteiligtenfähig Vereinigungen, soweit ihnen ein Recht zustehen kann. Der BGH hat

zwar bezüglich der Partei- und Rechtsfähigkeit einer Erbengemeinschaft wiederholt entschieden, dass diese zu verneinen sei, weil die Miterbengemeinschaft nicht auf Dauer, sondern auf Auseinandersetzung angelegt sei und nicht über eigene Organe verfüge, durch die sie im Rechtsverkehr handeln könnte; deshalb soll sie kein eigenständiges, handlungsfähiges Rechtssubjekt sein, sondern lediglich eine gesamthänderisch verbundene Personenmehrheit, der mit dem Nachlass ein Sondervermögen zugeordnet ist (vgl. BGH NJW 2002, 3389, 3390 = WM 2002, 393, 394 = WuM 2002, 601, 602 = NZM 2002, 950, 951 = FamRZ 2002, 1621 f. = RPfleger 2002, 625 f. = ZMR 2002, 907, 908 = MDR 2002, 81; NJW 2006, 3715 f. = WuM 2006, 695 = NZM 2006, 944, 945 = FamRZ 2007, 41, 42 = DNotZ 2006, 134, 135 = RPfleger 2007, 75, 76 = ZMR 2007, 26, 27; Staudinger-Löhnig, BGB, Neubearb. 2016, § 2032 Rdn. 4; Palandt-Weidlich, BGB, a.a.O., Einf v § 2032 Rdn. 1; Erman-Bayer, BGB, 14. Aufl., § 2032 Rdn. 1; a.A. Grunewald AcP 197 [1997], S. 305 ff.; Eberl-Boges ZEV 2002, 125, 127 ff.). Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, inwieweit der von der überwiegend vertretenen Auffassung zur fehlenden Rechts- und Parteifähigkeit einer Miterbengemeinschaft zu folgen ist. Die vom BGH im Zivilprozessrecht entwickelten Grundsätze lassen sich nämlich angesichts der Besonderheiten des Aktienrechts nicht auf die Beteiligtenfähigkeit im Spruchverfahren übertragen. Die über die Verweisungsnorm des § 17 Abs. 1 SpruchG anwendbare Regelung des § 8 Nr. 2 FamFG geht nämlich von einem im Vergleich zur Parteifähigkeit des § 50 ZPO weiteren Begriff der Beteiligtenfähigkeit aus, der dazu führt, dass angesichts der Besonderheiten des materiellen Aktienrechts eine Miterbengemeinschaft Beteiligte eines Spruchverfahrens sein kann. Es ist weithin unstreitig, dass eine Miterbengemeinschaft Aktien halten kann, wie dies insbesondere von § 69 Abs. 1 und Abs. 3 Satz 2 AktG vorausgesetzt wird (vgl. nur Staudinger-Löhnig, BGB, a.a.O., § 2032 Rdn. 31; Cahn in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 69 Rdn. 6; Bezzenberger in: Schmidt/Lutter, 3. Aufl., § 69 Rdn. 3; Lohr in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 69 Rdn. 4). Steht eine Aktie mehreren Berechtigten zu, so können sie die Rechte aus der Aktie gemäß § 69 Abs. 1 AktG nur durch einen gemeinschaftlichen Vertreter ausüben. Zudem muss auch aus der Regelung

über die Empfangszuständigkeit von Willenserklärungen gegenüber mehreren Erben in § 69 Abs. 3 Satz 2 AktG die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Erbengemeinschaft vom Regelungsgehalt des § 69 AktG erfasst sein muss. Die weitere Voraussetzung des § 69 Abs. 1 AktG in Form der Bestellung eines gemeinsamen Vertreters durch die Antragstellerin zu 5) ist gleichfalls zu bejahen, weil in einem Rechtsstreit ein gemeinsamer Verfahrensbevollmächtigter zugleich deren Vertreter gegenüber der Gesellschaft oder nach einer das Aktieneigentum berührenden Strukturmaßnahme wie einen Squeeze out gegenüber dem Hauptaktionär sein kann (vgl. Bezzenberger in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 69 Rdn. 7). Dann aber kann der Erbengemeinschaft ein Recht zustehen. Als Aktionärin hat sie nämlich einen Anspruch auf eine angemessene Kompensation. Damit einhergehen muss aber die verfahrensrechtliche Möglichkeit, die Angemessenheit der von der Hauptversammlung beschlossenen Kompensation in einem Spruchverfahren gerichtlich überprüfen zu lassen. Folglich muss die Erbengemeinschaft auch beteiligtenfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG sein.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 6,59 je Aktie beträgt. Dieser Betrag ist seit dem 29.7.2015 unter Anrechnung geleisteter Zahlungen mit einem Zinssatz in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

Aufgrund von §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermit-

teln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 281), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der DAB Bank AG zugrunde gelegt werden kann. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

   Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren" Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP

2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513711).

a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Gesellschaft, die mittels der „seasonal projection" fortgeschrieben wurden, keiner Korrektur.

(1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung zugrunde lagen und die von den Abfindungsprüfern entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag untersucht wurden.

(a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt vor allem den Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognosen plausibel sind. Bei ihren Analysen zur Feststellung der Planungstreue nahmen die gerichtlich bestellten Prüfer eine Bereinigung der Vergangenheitszahlen um Einmalereignisse vor, wie sie bereits im Prüfungsbericht auf Seite 21 darstellten, wonach die Bereinigungen im Jahr 2012 im Wesentlichen das Handels- und Finanzanlageergebnis betrafen. Im Jahr 2013 kam es zur Bereinigung von Erträgen aus der Realisierung von Kursgewinnen sowie bei Steuern und Abgaben. Das Jahr 2014 war geprägt von Bereinigungen des Zinsüberschusses wie auch des Handels- und Finanzanlageergebnisses im Zusammenhang mit einmaligen Erträgen, die sich aus der vorzeitigen Auflösung des Upstream Exposures der DAB-Gruppe mit der ergaben. Zudem gab es in diesem Jahr erhebliche Aufwendungen für Beratungsdienstleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme durch die Antragsgegnerin. Bezüglich des Upstream Exposure kam es bereits im Jahr 2014 zur Auflösung in vollem Umfang und Erträgen in Höhe von rund € 25 Mio., weshalb dieser außerordentliche Ertrag dann auch in der Planung so nicht mehr berücksichtigt werden durfte, weil die Planung naturgemäß in die Zukunft gerichtet ist und in der Vergangenheit abgeschlossene

Vorgänge des Jahres 2014 dann keinen Einfluss mehr haben können.

Sachgerecht erfolgte auch die Bereinigung der Ergebnisse in der Vergangenheit um Kursgewinne infolge opportunistischer Wertpapierverkäufe. Da es sich bei der Gesellschaft gerade nicht um ein Handelshaus handelt, gehören derartige Verkäufe auch nicht zu ihrem Hauptgeschäft; allerdings wurden solche Geschäfte bei entsprechender Gelegenheit auch gerne wahrgenommen. Die Bereinigung im Handels- und Finanzanlageergebnis bezog sich ausschließlich auf derartige außerordentliche Geschäfte, wie die Abfindungsprüfer im Termin vom 1.9.2016 erläuterten. Dies wird bestätigt durch den Vergleich der Zahlen der G+V-Rechnungen der Jahre 2012 bis 2014 mit den bereinigten Zahlen als Basis der Prüfung der Planungstreue. Dies konnte seitens der gerichtlich bestellten Prüfer insbesondere anhand der Prüfungsberichte der Abschlussprüfer sowie der Geschäftsberichte der Gesellschaft ebenso verifiziert werden wie durch Fragen an den Vorstand, wie die Prüfer es im Prüfungsbericht dargestellt und im Termin zur mündlichen Verhandlung ergänzend erläutert haben. Auf der Grundlage der bereinigten Planzahlen konnten sie sich von einer vergleichsweise guten und sich vor allem im Laufe der Jahre verbessernden Planungstreue überzeugen. Soweit die Planzahlen nicht restlos eingehalten werden konnten, erklärte dies nachvollziehbar für die Zinsüberschüsse mit der Entwicklung der Zinsen; dieser Teil des Ergebnisses wird nämlich maßgeblich von externen Faktoren beeinflusst, die die Gesellschaft nur wenig beeinflussen kann. Größer ist der Einfluss der Gesellschaft beim Provisionsüberschuss, wobei hier nach der Aussage der gerichtlich bestellten Prüfer tendenziell stets etwas optimistisch geplant wurde.

(b) Für eine unzulässige, insbesondere auch durch Vorgaben der Antragsgegnerin beeinflusste Planung gibt es zur Überzeugung der Kammer keine Anhaltspunkte. Dafür spricht bereits der Ansatz einer kombinierten bottom up-/top down-Planung.

beschrieb den Planungsprozess bei der DAB Bank AG dergestalt, dass die einzelnen Marktbereiche sowie die Kosten bottom up geplant und dann erst in einem top down-Prozess gegebenenfalls vom Management ergänzt werden. Wenn zunächst bottom up geplant wird, erschwert dieser Umstand deutlich die Berücksichtigung von Vorgaben seitens der Antragsgegnerin. Dabei verlief nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer der Planungsprozess zudem genau wie in den Vorjahren – der einzige Unterschied lag darin, dass infolge der Übernahme der Mehrheit durch die Antragsgegnerin von der es zu einer Verzögerung des Beginns der Planung kam.

Der Umstand der durch den Übernahmeprozess und die damit verbundene Aussetzung der Planung zwischen dem regulären Beginn des Planungsprozesses im August 2014 entsprechend den Vorjahren und dem tatsächlichen Beginn im Dezember 2014 führt nicht zur Annahme einer unzulässigen Anlassplanung. Die Struktur der Planung änderte sich nicht – es kam lediglich zu einer zeitlichen Verschiebung um rund drei Monate nach hinten. Sodann wurde die Planung vom Vorstand am 13.3.2015 und vom Aufsichtsrat am 17.3.2015 verabschiedet; infolge der Entwicklung der Zahlen in dem Zeitraum bis zur Hauptversammlung kam es zu einer Anpassung durch den Vorstand, was den Prüfern in einem Gespräch vom 20.5.2015 zeitnah zur Hauptversammlung erläutert wurde. Aufgrund dieser Anpassungen an die tatsächliche Entwicklung kommt es zu besseren Erkenntnissen zum Zeitpunkt der Hauptversammlung. Eine besonders kritisch zu sehende Anlassplanung (vgl. hierzu

OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 f.; OLG Karlsruhe AG 2016, 672, 673) kann daraus nicht abgeleitet werden, wenn es zu einer Aktualisierung der Planungsansätze aufgrund neuerer Entwicklungen kommt und die innerhalb der Planungssystematik und des -turnus' liegen.

Die Verschiebung des Planungsbeginns um etwa drei Monate muss auch tatsächlichen und rechtlichen Gründen als notwendig angesehen werden. Zum einen gab es geringere Kapazitäten beim Personal, das in die Planerstellung eingebunden ist, weil namentlich die Finanz- und Risikoabteilung an den Abläufen zum Übernahmeangebot beteiligt war. Zum anderen musste die Genehmigung der Kartellaufsicht wie auch der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eingeholt werden. Wenn es zu einer Verweigerung der Genehmigung oder auch nur zu Auflagen gekommen wäre, hätte dies zur Konsequenz gehabt, dass die Planung so nicht zur Grundlage auch der Ermittlung des Unternehmenswertes hätte gemacht werden können, weil sie dann mit hoher Wahrscheinlichkeit von falschen Tatsachengrundlagen zumindest in Teilbereichen ausgegangen wäre und unter Bindung entsprechender Kapazitäten dann wiederum an die veränderten Gegebenheiten hätten angepasst werden müssen.

Die Grundstruktur der Planung bottom up/top down entspricht einer vielfach zu beobachtenden Vorgehensweise, wie

erläutert hat. Bei Anpassungen top down mussten die gerichtlich bestellten Prüfer auch keine gesonderten Erkenntnisse dazu gewinnen, ob und in welchem Umfang es Veränderungen zu der bottom up erfolgten Vorlage gekommen ist. Entscheidend für die Unternehmensbewertung und deren Plausibilität ist nämlich die verabschiedete und gegebenenfalls ent-

sprechend danach eintretender Entwicklungen modifizierte Planung, nicht einzelne Schritte auf dem Weg zur verabschiedeten Planung. Die Planungsrechnungen entsprachen insgesamt der Beschlusslage der Gesellschaft.

(c) Der Unternehmensbewertung lag demzufolge gerade nicht die Planung des Jahres 2013 zugrunde, die die Übernahme durch die Antragsgegnerin denknotwendig noch nicht berücksichtigen konnte. Grundlage der Planung war vielmehr die im Dezember 2014 begonnene, im März 2015 verabschiedete und dann nochmals aufgrund aktueller Geschäftsentwicklungen angepasste Planung. Angesichts dessen kann nicht von einer aufsichtsrechtlich unzulässigen Planung ausgegangen werden, zumal der Verfahrensbevollmächtigte der Antragsgegnerin im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 1.9.2016 unwidersprochen darauf hinwies, der gesamte Prozess mit den Verhandlungen zur Übernahme wie auch der Planung sei in enger Abstimmung mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht erfolgt. Für den maßgeblichen Inhalt und die Plausibilität der Planung kann es zudem nicht darauf ankommen, wann aufsichtsrechtlich die Planung für 2015 hätte vorgelegt werden müssen. Wenn die in die Planung eingeflossenen Planzahlen des Jahres 2015 inhaltlich plausibel sind, können sie der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt werden.

(d) Die gerichtlich bestellten Prüfer gewannen keine Erkenntnisse dahingehend, dass die Bewertungsgutachter von auf die Inhalte der die Detailplanungsphase betreffenden Planung Einfluss genommen haben könnten. Sie verwiesen zur Begründung darauf, dass sie aus den Besprechungen bei der Gesellschaft diesbezüglich keinerlei Anhaltspunkte gewinnen konnten. Allein der Umstand, dass die Prüfer eine Beratung durch

nicht ausschließen konnten, führt indes nicht dazu, dass die Planung nicht zugrunde gelegt werden könnte. Selbst wenn dies der Fall gewesen sein sollte, ändert dies nämlich nichts an der Tatsache, dass die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planung eine solche des Vorstands der DAB Bank AG ist. Das Gespräch vom 20.5.2015 mit den Abfindungsprüfern zeigt nämlich, dass sich der Vorstand Anregungen der Wirtschaftsprüfer von – sollte es tatsächlich solche gegeben haben – zu eigen gemacht hätte, weshalb sich der Sachverhalt entscheidend von dem unterscheidet, der dem Beschluss des OLG Düsseldorf vom 11.12.2015 (AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f.) zugrunde lag, weil sich der Vorstand die von den Bewertungsgutachtern vorgenommenen Änderungen der Planung – anders als hier – gerade nicht zu eigen gemacht hat.

(e) Die Kammer hat keinen Zweifel daran, dass das richtige Bewertungsobjekt bewertet wurde. Angesichts des Stichtagsprinzips konnte die Bewertung der Gesellschaft nicht so erfolgen, als wäre sie nicht bereits Teil des -Konzerns. Ebenso ist die grundlegende Bewertung der in Österreich ansässigen direktanlage.at AG nicht zu beanstanden. Gegenstand der Planung ist die DAB Bank AG einschließlich der konsolidierten Anteile der direktanlage.at AG. Dabei floss in den Ertragswert der Gesellschaft auch der 100 %-ige Anteil an der österreichischen Tochtergesellschaft ein, wobei die Planung auf der Basis einer Plan-G+V-Rechnung und Planbilanzen zum aufsichtsrechtlichen Kapital auch bei der direktanlage.at auf Einzelgesellschaftsbasis erfolgt und dann konsolidiert wird. Demgemäß enthält die gutachtliche Stellungnahme von auch jeweils den Ausweis für die beiden Einzelgesellschaften – DAB Bank AG und direktanlage.at AG als Unterpunkt zu dem Gesamtumsatz. Da aber das Bewertungsobjekt die gesamte Gruppe ein-

schließlich der Tochtergesellschaft ist, an der die Minderheitsaktionäre nicht unmittelbar beteiligt sind, konnte und musste die Bewertung ausschließlich für den gesamten DAB Bank-Konzern erfolgen, dessen Jahresüberschüsse einheitlich ermittelt werden unter Einschluss der Überschüsse der Tochtergesellschaft. Eine gesonderte Bewertung in Anwendung österreichischer Methoden musste vorliegend nicht erfolgen, weil Bewertungsobjekt ausschließlich die in Deutschland ansässige Konzernobergesellschaft DAB Bank AG ist und nicht getrennt davon auch die direktanlage.at AG.

(f) In Bezug auf die direktanlage.at AG mussten auch keine stillen Reserven aus dem Firmenwert dieser Gesellschaft in die Unternehmensbewertung einfließen, wie die gerichtlich bestellten Prüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 7.11.2016 erläutert haben. Der Unternehmenswert der Gesellschaft beruht auf ihrer Ertragskraft, die sich wiederum aus der Fähigkeit und Eigenschaft ergibt, zukünftig finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dabei sind sämtliche Ertragsquellen einschließlich der künftigen Ertragskraft der direktanlage.at AG eingeflossen. Daher können stille Reserven bei diesem Unternehmen nicht berücksichtigt werden, weil es anderenfalls zu einer unzulässigen Doppelerfassung der Ertragskraft käme.

(g) Allein aus der Dauer der Detailplanungsphase lässt sich kein Rückschluss auf eine unzulässige Anlassplanung mit einer Einflussnahme auf Planinhalte durch die Antragsgegnerin ableiten. Die um ein Jahr auf vier Jahre verkürzte Phase I beruht auf der Übernahme durch die -Gruppe, weil dort gleichfalls mit einem vierjährigen Planungszeitraum gerechnet wird, während alle zur -Gruppe gehörenden Gesellschaft eine fünfjährige Planungsphase hatten. Eine Dauer von vier Jahren

für Phase I stellt sich zudem nicht als außergewöhnlich dar, nachdem – wie der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt ist – bei der Mehrzahl der Gesellschaften eine Detailplanungsphase mit einer Dauer von drei bis fünf Jahren angesetzt wird. Für Zwecke der Konzernsteuerung ist es nachvollziehbar, wenn eine neu erworbene Gesellschaft wie die DAB Bank AG nach der Übernahme den Planungshorizont von fünf Jahren auf vier Jahre verkürzt.

(h) Die Planung der Gesellschaft vernachlässigt in ihrer Gesamtschau nicht die aktuell im Vergleich zum internationalen Durchschnitt noch vergleichsweise geringe Zahl an Aktionären in Deutschland. Die DAB Bank AG erwartet bei allen von der Aktionärsquote beeinflussten Größen ein deutliches Wachstum. Die Gesamtkundenzahl soll von rund 650.000 im Jahr 2014 auf etwa 818.000 Kunden im Jahr 2018 und folglich im Durchschnitt um 5,9 % pro Jahr steigen, was deutlich über den Werten der Jahre der Vergangenheitsanalyse liegt. In gleicher Weise geht die Planung von einem mit einer jährlichen Wachstumsrate von 5,1 % steigendem Einlagenvolumen aus. Zudem weist das Depotvolumen in den vier Jahren der Phase I eine mit 10,3 % deutlich höher geplante Wachstumsrate auf als das Einlagevolumen, nachdem das durchschnittliche Depotvolumen je Kunde von € 47.900,– im Jahr 2014 auf € 56.500,– im Jahr 2018 ansteigen soll. Damit aber geht die Gesellschaft von einer Verschiebung des Kundenvermögens von Einlagen- in Depotkonten aus. Allerdings kann eine steigende Zahl von Aktionären als gegenläufigen Effekt eine Verringerung des Zinsüberschusses zur Folge haben. Abgesehen davon wiesen die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 7.11.2016 darauf hin, dass unter Berücksichtigung der Entwicklung in den Jahren vor allem ab 2012 die Zahl der Aktionäre in Deutschland eher

eine sinkende Tendenz aufweise und nach einer Studie des Deutschen Aktieninstituts Kapitalanleger in Deutschland traditionell eine konservative Anlagestruktur und eine geringe Risikoneigung aufweisen. Angesichts dessen kann in diesem Zusammenhang die Planung keinesfalls als zu pessimistisch und folglich unplausibel eingestuft werden.

(2) Die Umsatzplanung mit den vorgenommenen Anpassungen entsprechend der Erläuterungen im Gespräch vom 20.5.2015 muss nicht korrigiert werden.

(a) Die Ergebnisse des ersten Quartals des Jahres 2015 und die des am Stichtag der Hauptversammlung schon zu fast 2/3 abgelaufenen zweiten Quartals dieses Jahres flossen sachgerecht in die angepasste Planung ein. Das erste Quartal des Planjahres 2015 war im Ist sehr gut – infolge der Situation am Kapitalmarkt stiegen die durchgeführten Wertpapiertransaktionen sehr stark an, was einen im Vergleich zum Budget um 20 % höheren Provisionsüberschuss nach sich zog. Im Vergleich zum selben Quartal des Vorjahres betrug der Anstieg 32 %. Im Gegenzug muss aber andererseits das gesunkene Zinsniveau berücksichtigt werden, weshalb ein im Vergleich zu der im März 2015 verabschiedeten Planung niedrigeres Zinsergebnis angesetzt wurde. Bei der Anpassung konnte eine Hochrechnung auf dem Niveau des ersten Halbjahres nicht vorgenommen werden.

verwies dabei auf die vom Vorstand gegebene Begründung, die Entwicklung des Kapitalmarktes werde nicht dauerhaft anhalten – diese Einschätzung hat sich durch die tatsächliche Entwicklung dann auch bestätigt. Die Ist-Zahlen der Monate April und Mai 2015 zeigten beim Provisionsüberschuss bereits eine Normalisierung der Transaktionen, weshalb die vom Vorstand vorgenommene und der Planung dann zugrunde zu

legende „seasonal projection" als plausibel bezeichnet werden muss. Diese Vorgehensweise ist dadurch charakterisiert, dass auf der Grundlage der herangezogenen Zahlen des Monats April 2015 antizipiert wurde, wie sich die Gesellschaft bis Ende 2015 entwickeln werde. Dem stark angestiegenen Provisionsüberschuss wurde dabei dadurch Rechnung getragen, dass ein deutlich höheres Provisionsergebnis angesetzt wurde. Andererseits musste der Vorstand auch auf das gesunkene Zinsniveau reagieren, in dem von einem niedrigeren Zinsergebnis für das Jahr 2015 ausgegangen wird.

Eine darüber hinausgehende Anpassung der Planung war trotz eines höheren Transaktionsvolumens und auch unter Berücksichtigung der Entwicklung des Zinsniveaus nicht geboten. Das Zinsniveau sank bei den für die Gesellschaft relevanten Zinssätzen wie dem 3-, 6- und 12-Monats-Euribor als Referenzzinssatz für Termingelder im Interbankengeschäft ebenso wie beim Eonia als dem Zinssatz, zu dem auf dem Interbankenmarkt im Euro-Währungsraum ungesicherte Anleihen in Euro von einem Target-Tag auf den nächsten gewährten werden. Der 3-Monats-Euribor stellte sich für die darauf beruhenden Teile des Treasury-Portfolio, das Staats-, Unternehmens- sowie Bankanleihen umfasst so dar, dass er von Ende 2013 mit 0,236 % über 0,055 % Anfang Februar 2015 auf minus 0,012 % am 20.5.2015 zurückging. Von Anfang Februar 2015 bis hin zu dem wenige Tage vor der Hauptversammlung stattfindenden Aktualisierungsgespräch kam es somit zu einem Rückgang um 7 Basispunkte. Über 60 % des Treasury-Portfolios der DAB Bank AG sind variabel angelegt und demzufolge stark von der Entwicklung des Euribor abhängig. Beim Eonia-Zinssatz war die Entwicklung zu beobachten, dass dieser von Anfang Februar 2015 von minus 0,034 % auf minus 0,105 zum Zeitpunkt der Aktualitätsprüfung und auf minus 0,08 % am Stichtag der

Hauptversammlung fiel, wobei der Wert am Tag vor und nach der Hauptversammlung bei minus 0,104 bzw. minus 0,106 lag, weshalb der Wert am Tag der Hauptversammlung als Ausreißer bezeichnet werden kann, wobei dieser immer noch die sinkende Tendenz bestätigt. Der in der Treasury-Planung der Gesellschaft hinterlegte Eonia-Zinssatz lag bei 0 %, also um 8 Basispunkte höher als das am Tag der Hauptversammlung beobachtbare Zinsniveau. Angesichts dieser Entwicklung der für die Gesellschaft wesentlichen Zinssätze muss die Prognose, es müsse zum Stichtag eher von sinkenden als von steigenden Zinsen ausgegangen werden, als plausibel bezeichnet werden.

Allein aus dem Umstand, dass die allgemeine Umlaufrendite von Staatsanleihen zum Stichtag nach einem Tiefpunkt im April wieder angestiegen ist, lässt sich noch nicht die mangelnde Plausibilität der Planung zu diesem Komplex ableiten. Dieser Zinssatz prägt nämlich nicht zentral das Zinsergebnis der DAB Bank AG, sondern ist ein Zinssatz aus einer Reihe von Zinssätzen, die für die Gesellschaft von Bedeutung sind, weshalb eine isolierte Betrachtung eines einzigen Zinssatzes nicht statthaft sein kann, worauf bei ihrer Anhörung hingewiesen hat. Zinsänderungen schlagen unmittelbar auf das Zinsergebnis durch, wobei es auch nachvollziehbar ist, dass diese nicht immer an die Kunden übergewälzt werden können, was dann niedrigere Erträge zur Folge hat. Daher können Zinsänderungen nicht einmal als margenneutral angesehen werden.

Eine Kompensation von Zins- und Provisionsüberschüssen wurde von den gerichtlich bestellten Prüfern mit den Verantwortlichen der Gesellschaft eingehend erörtert, wobei sie dann einen Vergleich zwischen den Anpassungsalternativen erhielten, aus dem sich dann indes auf Jahresebene nur mehr ge-

ringfügige Unterschiede zwischen dem Forecast und dem Budget ergaben.

Hinsichtlich der Schnelligkeit und der Auswirkungen von Marktzinsanpassungen in der ersten fünf Monaten des Jahres 2015 auf den Zinsüberschuss führten die Abfindungsprüfer aus, dass der Bestand an Anleihen mit dem Zinsniveau von Anfang 2015 mit dem Anleihebestand zum Vergleichszeitraum April/Mai 2015 zurückgegangen sei – für das gesamte Planjahr folgte daraus ein Minus von nahezu € 4,3 Mio.

(b) Die Zinsüberschüsse bedürfen keiner weiteren Anpassung als im Rahmen der „seasonal projection" vorgenommen. Der wesentliche Teil der Erträge resultiert dabei aus den Marktzinssätzen, die für das Treasury-Portfolio sowie für die Zinsen aus Krediten erzielt werden. Bei der DAB Bank AG mit dem Deutschlandgeschäft geht die Planung für das Jahr 2015 von einem Zinssatz von 0,59 % aus, der dann über 0,66 % im Jahr 2016 und 0,78 % im Jahr 2017 auf 1,06 % am Ende der Detailplanungsphase ansteigen soll, während bei der direktanlage.at AG die Werte für diese Jahre 0,78 %, 0,76 %, 0,88 % sowie 1,17 % betragen. Die Zinssätze für Effektenkredite steigen von 4,44 % im Jahr 2015 linear bis auf 5,4 % im Jahr 2018 an, während die Dispositionskredite im selben Zeitraum konstant mit 7,82 % geplant wurden. Die bei der Bank als Zinsaufwand zu verrechnenden Vergütungen wurden durchgehend mit 0,1 % für Girokonten und mit 0,02 % für Wertpapierverrechnungskonten geplant. Für Tagesgeld legte die Planung im Jahr 2015 0,59 %, im Jahr 2016 0,4 %, im Jahr 2017 0,55 % sowie im Jahr 2018 0,8 % zugrunde, während bei Festgeld ein Zinssatz von 0,83 % im Jahr 2015, von jeweils 0,7 % in den beiden Folgejahren und von 1 % im Jahr 2018 angenommen wurde. Bezüglich dieser Zinssätze sind keine Anpassungen veranlasst.

(aa) Ein solcher Anpassungsbedarf lässt sich nicht aus der Erwägung ableiten, dass der Zinsüberschuss im ersten Quartal des Jahres 2015 nur um 35 % gesunken sei, das Zinsniveau dagegen um 50 %. Hier muss gesehen werden, dass der Zinsüberschuss von einer Reihe von Variablen abhängig ist – namentlich dem Zeitpunkt und der Dauer der Anlage, der Vereinbarung fester oder variabler Zinsen, weshalb es nicht möglich sein kann, eine direkte Verknüpfung zwischen der Umlaufrendite und dem Zinsüberschuss herzustellen. Zudem müssen auf der Passivseite der Bilanz auch negative Zinsen berücksichtigt werden; sinkende Zinsen wirken sich auf der Aktivseite indes viel stärker aus.

(bb) Die für 2015 gerechnete Simulation mit Veränderungen beim Zinsüberschuss im Vergleich zu der im März 2015 verabschiedeten Planung berücksichtigt Effekte aus der Fristentransformation durch die zeitlich verzögerte Weitergabe. Die Bank selbst erzielt auf der Anlagenseite niedrigere Zinserträge, was auch die Folge der von ihr nicht zu beeinflussenden Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ist. Auf der Zinsaufwandsseite zahlt sie niedrigere Zinsen an ihre Kunden. Gerade wenn der Betrag auf der Aktivseite in der Summe wesentlich größer ist als auf der Passivseite, ergibt sich insgesamt ein negativer Effekt, weil dieser auf der Kundenseite nicht kompensiert werden kann.

(cc) Aus der Forcierung des Geschäftskundengeschäftes kann nicht auf einen größeren Margengewinn geschlossen werden. Bei der DAB Bank AG betrifft dieser B2B-Bereich ausschließlich Finanzintermediäre, die entsprechende Kredite der DAB Bank AG an vermögende Kunden vermit-

teln, aber nicht aus unmittelbar an Firmenkunden vergebenen Krediten. Die von der Gesellschaft ausgereichten Kredite sind nach den Erläuterungen von
durch Wertpapiere gesicherte Effektenkredite an Privatkunden, Dispositionskredite an Privatkunden sowie die Effektenkredite, die von Finanzintermediären vermittelt werden. In diesem Bereich soll der Zinsertrag in der Detailplanungsphase von € 9,69 Mio. auf € 13,508 Mio. ansteigen. In dem so beschriebenen Geschäftskundenbereich besteht stets die gleiche Besicherungsstruktur entsprechend der Risikoklasse nach dem Kreditwesengesetz. Deshalb werden sie auch bezüglich der Bewertung des Ausfallrisikos gleich behandelt, so dass nicht von einem höheren Ausfallrisiko ausgegangen werden kann. Die Effektenkredite haben ebenso eine ähnliche bis nahezu gleiche Marge.

(dd) Auch ein weiterer Ausbau des Geschäfts mit Dispositionskrediten rechtfertigt keinen stärkeren Anstieg des Zinsergebnisses. Das Geschäftsmodell der DAB Bank AG, das als unternehmerische Entscheidung auch den Planannahmen und damit den Ansätzen in einem Spruchverfahren zugrunde zu legen ist, sieht nämlich vor, dass das Kreditvolumen unter Risikogesichtspunkten nur maßvoll ausgeweitet werden soll, wobei die Darlehen durch Wertpapiere besichert sein sollen. Bei den sonstigen Krediten soll eine Ausweitung allenfalls über die SKW-Bank erfolgen, damit kein eigenes Risiko in den Büchern mit allen Folgen für die Eigenkapitalausstattung aufgenommen werden muss.

(ee) Die rückläufige Entwicklung des Zinsüberschusses mit einem starken Rückgang im Jahr 2015 steht nicht in Widerspruch zu der geplanten Zahl der Neukunden und den Ansätzen zum Marketingaufwand, der gleichfalls steigen soll. Das Gewinnen von Neukunden im Wettbewerb erfordert zum einen höhere Aufwendungen für das Marketing. Andererseits bedeutet ein Zugewinn an Neukunden nicht zwingend einen gleichzeitig ansteigenden Zinsüberschuss. Die Zinsentwicklung hängt nämlich – wie bereits oben erwähnt – wesentlich von der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ab, nicht von Entscheidungen der Gesellschaft. Zudem wird nicht jeder Neukunde auch einen Dispositionskredit aufnehmen, weshalb er die Gesellschaft zunächst Geld kostet, nachdem für die Kontoführung keine Gebühren verlangt werden. Die Bank kann mit Neukunden erst dann Geld verdienen, wenn sie Handelsaktivitäten durchführen.

(ff) Die Auswirkungen der Auflösung des Upstream Exposure im Jahr 2014 wurden sachgerecht umgesetzt. Angesichts der Übernahme der DAB Bank AG durch die Antragsgegnerin war eine Anlage der Mittel, die aus dem Erwerb von Bons und der Ausweitung von Darlehen in Höhe von insgesamt rund € 1,721 Mrd. mit einem daraus resultierenden Ertrag von € 25 Mio. bei der wirtschaftlich sinnvoll nicht mehr möglich, weil infolge des Wegfalls des Gruppenprivilegs aus Art. 113 Abs. 6, 400 der VO (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 das Upstream Exposure mit Eigenkapital hätte unterlegt werden

müssen und zudem auch höhere Eigenkapitalkosten die Folge gewesen wären. Daher war in dem Aktienkaufvertrag ein außerordentliches Kündigungsrecht vereinbart, von dem auch Gebrauch gemacht wurde. Da die Erlöse in Höhe von € 25,6 Mio. bereits im Jahr 2014 und damit vor Beginn der Detailplanungsphase realisiert wurden, konnten sie nicht mehr in die Planung einfließen. Zum 1.1.2015 wurden die Ergebnisse thesauriert und sind bilanziell sowie aufsichtsrechtlich in den Eigenmitteln enthalten. Die daraus resultierende Liquidität wurde wieder angelegt und produziert demgemäß in der Planung abgebildete Zinsergebnisse. Dabei wurde die Anlage dessen, was aufgelöst wurde, bei der -Gruppe zu marktüblichen Konditionen angelegt. Allerdings war der Zinssatz gesunken und die Anlage bei sollte so erfolgen, dass dies bei der Gesellschaft nicht mit Eigenkapital zu hinterlegen war. Unter Beachtung des gruppeninternen Eigenkapital-Portfolios kam es zu einer Unterlegung mit anderen Sicherheiten der Muttergesellschaft, wobei allerdings in Abstimmung mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine Übersicherung um 20 Prozentpunkte vereinbart war. Die Anlage bei erfolgte bezüglich der Besicherung mit dem Wertpapierportfolio und Termingeldern zu identischen Konditionen.

Der Ertrag von € 25,6 Mio. resultiert aus dem Fair Value der Bestände und kann nicht als Vorfälligkeitsentschädigung angesehen werden, wobei dieser Betrag der Unterschied zwischen dem Fair Value und dem Nominalwert ist, aber positiv ist, weil diese Geschäfte zu einem Zeitpunkt abgeschlossen wurden, als die Zinsen höher lagen und zum Teil auch feste Zinssätze vereinbart waren, woraus sich dann die positive Wertdifferenz errechnete.

(gg) Die Abschreibungen auf Kundenkredite mussten in die Planung einfließen und demzufolge nicht als einmaliges Ereignis eliminiert werden. Die Ursache hierfür lag tatsächlich im Planungszeitraum und nicht im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse. Sie ist in der im ersten Quartal des Jahres 2015 erfolgten Fixierung des Kurses des Schweizer Franken zu sehen, nachdem die Gesellschaft auch Darlehen in dieser Währung ausgegeben hat. Zusätzliche Margen werden daraus nicht zu erlangen sein, weshalb die Abschreibungen nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer zwingend notwendig waren. Eine Abänderung der Planung über den vorgenommenen Umfang sah der Vorstand nachvollziehbar als nicht erforderlich an.

(hh) Aus der Entwicklung der Zinsstrukturkurve zwischen den Jahren 2013 und 2015 kann nicht auf eine mangelnde Plausibilität der Planannahmen zum Zinsüberschuss geschlossen werden. Auch wenn sie als Indikator für die Entwicklung des Zinsniveaus in Deutschland bzw. am Kapitalmarkt herangezogen werden kann, hat sie keinen unmittelbaren Einfluss auf die Planannahmen der DAB Bank AG, weil sich in ihrem Anleihenportfolio unterschiedlich verzinsliche Wertpapiere befinden und von diversen weiteren Zinssätzen sowie dem allgemeinen Zinsniveau am Markt beeinflusst werden. Im Jahr 2015 kam es ausweislich der ergänzenden Stellungnahme der gerichtlich bestellten Prüfer vom 17.11.2016 insgesamt zu einer weiteren Abflachung der Zinsstrukturkurve mit negativen Zinssätzen für Laufzeiten bis zu vier Jahren. Auch wenn die Unternehmensplanung die Erwartungen der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag abbildet und daher die historischen Veränderungen der Zinsstrukturkurve nur implizit

einfließen, zeigt die auch grafische Gegenüberstellung der unterschiedlichen Zinsstrukturkurven in der ergänzenden Stellungnahme die deutliche Reduktion des Zinsniveaus von 2013 bis hin zum Bewertungsstichtag, weshalb die Erwartung eines niedrigeren Zinsergebnisses aus dem Treasury-Portfolio auch mit allgemeinen Entwicklungen vereinbar ist und demzufolge als plausibel eingestuft werden muss.

(ii) Die fehlende Plausibilität der Planung des Zinsüberschusses lässt sich nicht aus einem Hinweis auf einen bereits 2013 existierenden Margendruck und einer in 2014 eingetretenen deutlichen Erhöhung des Zinsüberschusses ableiten, nachdem diese Entwicklung mit dem Geschäftsmodell der DAB Bank AG zu erklären ist. Diese basiert im Bereich des Zinsüberschusses im Wesentlichen auf Zinsaufwendungen für Kundeneinlagen, mithin dem Guthabenzins für Kapital auf verzinsliche Konten wie Tagesgeldkonten einerseits und den Zinserträgen aus der Anlage dieser Kundeneinlagen im Treasury-Portfolio andererseits. Daher sind die wesentlichen Einflussgrößen des Zinsüberschusses das Einlagenvolumen sowie die Zinsdifferenz zwischen Zinsaufwand für Kundengelder und Zinserträge aus dem Treasury-Portfolio. Im Jahr 2013 kam es zu einer Erhöhung des zur Anlage zur Verfügung stehenden Volumens von rund € 2,7 Mrd. auf rund € 3,5 Mrd. oder rund 30 %, während gleichzeitig der realisierte Zinssatz aus den Anlagen im Treasury-Portfolio um etwa 35 % sank. Folglich überwog im Jahr 2013 der negative Effekte. Im Jahr 2014 erhöhte sich das Volumen im Treasury-Portfolio nochmals um rund 15 % auf € 4,1 Mrd. während sich der Rückgang des Marktzinsniveaus noch weiter verstärkte

und zu einer Reduzierung des realisierten Anlagezinssatzes von rund 15 % führte. Aus diesen beiden gegenläufigen Entwicklungen kam es zu einer Erhöhung des Zinsüberschusses von € 38,6 Mio. auf bereinigt € 48 Mio. im Jahr 2014. Die realisierte Erhöhung des Zinsüberschusses im Jahr 2014 beruht folglich vor allem auf dem Anstieg der Kundeneinlagen. Da die Planung der Gesellschaft sowohl auf einer detaillierten Planung des Kundeneinlagevolumens wie auch der Zinssätze beruht, muss die Planung des Zinsüberschusses als plausibel bezeichnet werden.

(jj) Der Planansatz beim Zinsüberschuss ist nicht deshalb korrekturbedürftig, weil sich aus inflationsbedingt steigenden Überschüssen ein verbessertes Anlageergebnis ergeben müsse. Zwar ist die Höhe der Zinserträge von dem künftig erwarteten Marktzinsniveau abhängig, das auch durch Inflationserwartungen beeinflusst sein kann und somit eine mittelbare Abhängigkeit von der Höhe der künftigen Inflation besteht. Auf der anderen Seite aber sind die von der Bank angebotenen Zinssätze für Kundenanlagen gleichfalls mittelbar von der erwarteten künftigen Inflation abhängig. Diese Zinssätze stellen für die DAB Bank AG Zinsaufwendungen dar und reduzieren dementsprechend auch den realisierten Zinsüberschuss als Differenz zwischen Zinsertrag und -aufwand. Ein inflationsbedingt steigendes Marktzinsniveau muss auch in den den Kunden angebotenen Zinssätzen für deren Einlagen abgebildet werden. Würde dies unterbleiben, würden die Kunden der Gesellschaft ihre freien Kapitalvermögen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem Wettbewerber transferieren, um so höhere Einkünfte aus Kapitalvermögen zu erwirtschaften. Diese hohe Wechselbereitschaft ist Folge der hohen

Preistransparenz auf dem Markt dieser Banken. Daher hätten die künftige Entwicklung der Preissteigerungsrate und die darauf beruhende Anhebung der Zinssätze auf den Zinsüberschuss allenfalls einen geringen Einfluss, weshalb dieses Argument der Plausibilität der Planannahmen nicht entgegengesetzt werden kann.

(kk) Aus dem Interbankengeschäft mit dem Mutterkonzern kann kein höherer Zinsüberschuss abgeleitet werden. Dem stehen zum einen die Vorgaben des Aufsichtsrechts aus § 15 Abs. 1 Satz 1 KWG über Organkredite entgegen, wonach diese nur durch einstimmigen Beschluss aller Geschäftsleiter zu marktmäßigen Bedingungen und nur mit einstimmigem Beschluss des Aufsichtsorgans gewährt werden dürfen; aufgrund von § 15 Abs. 1 Satz 4 KWG wird sodann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei nicht zu marktmäßigen Bedingungen gewährten Krediten ermächtigt, eine Unterlegung mit hartem Kernkapital nach Art. 26 CRR zu verlangen. Aktienrechtlich müssen die Geschäfte zwischen einem herrschenden und einem beherrschten Unternehmen bei einem faktischen Konzern die Schutzmechanismen aus §§ 311 ff. AktG berücksichtigt werden. Aufgrund von § 1 Abs. 1 AStG muss bei Geschäftsbeziehungen mit einer nahestehenden Person im Sinne des § 1 Abs. 2 Nr. 1 AStG ebenso wie aufgrund von Art. 5 des Doppelbesteuerungsabkommens zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Frankreich der Fremdvergleichsgrundsatz beachtet werden, der gleichfalls verhindert, dass zwischen den beiden Konzerngesellschaften Geschäfte getätigt werden, die sich durch eine (unzulässige) Vertragsgestaltung auf den

Zinsüberschuss zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirken.

(c) Beim Provisionsergebnis muss von plausiblen Annahmen im Rahmen der „seasonal projection" ausgegangen werden.

(aa) Der Anstieg der Transaktionszahlen im ersten Quartal des Jahres 2015 um 31,6 % von rund 1,5 Mio. auf etwa 2 Mio. im Vergleich zum letzten Quartal des Jahres 2014 führt nicht zur Notwendigkeit einer deutlichen Steigerung für das gesamte Jahr 2015. Da die Zahlen bereits in den Monaten April und Mai 2015 wieder rückläufig waren, konnte der Vorstand nachvollziehbar von der Annahme ausgehen, die Trading-Aktivitäten würden das ganze Jahr auf diesem Niveau verbleiben. Dabei konnte und durfte der Vorstand auch das traditionell deutlich schwächere Geschäft in den Sommermonaten berücksichtigen und im zweiten Halbjahr des Jahres 2015 von einem rückläufigen Transaktionsvolumen ausgehen. Die Ursache für den Anstieg der Transaktionszahlen lag entsprechend den Analysen der Abfindungsprüfer, die sie durchgeführt und dann im Rahmen ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 17.11.2016 näher erläuterten, in der erhöhten Volatilität des Kapitalmarktes sowie dessen positiver Entwicklung, wobei aber diese kurzfristigen Entwicklungen nicht auf die nachfolgenden Planjahre übertragen werden können. Das erste Quartal des Jahres 2015 zeigte beim DAX einen deutlichen Anstieg von Januar bis März um etwa 22 % und ein Allzeithoch am 10.4.2015, was danach bis zum Zeitpunkt der ergänzenden Stellungnahme nicht mehr erreicht wurde. Etwas anderes kann auch nicht aus der Entwicklung des VDAX abgeleitet werden, über den die

implizite Volatilität des DAX über 30 oder 45 Tage in Prozentpunkten angegeben wird. Da die Anzahl der Wertpapiertransaktionen nur ein Tages- bzw. Jahreswert ist, kann die Verknüpfung beider Größen nur eine Momentaufnahme darstellen und zudem die Anzahl der Wertpapiertransaktionen von deutlich mehr Faktoren abhängt, lässt sich aus dem VDAX kein Rückschluss auf die tatsächlichen Wertpapiertransaktionen ziehen.

(bb) Der Beurteilung der Entwicklung des Provisionsüberschusses als plausibel kann nicht die Argumentation des Ausscheidens von Wettbewerbern entgegengehalten werden. Die gerichtlich bestellten Prüfer wiesen in diesem Zusammenhang für die Kammer überzeugend darauf hin, dass der Margendruck zum einen seine Ursache in dem entsprechend dem Geschäftsmodell der Gesellschaft sehr transparenten Preis hat – jeder potenzielle Kunde kann das Preis-Leistungsverzeichnis der DAB Bank AG wie auch alle Preise der Wettbewerber ohne großen Aufwand online einsehen. Zum anderen unterscheiden sich die angebotenen Dienstleistungen von Online-Banken allenfalls geringfügig voneinander, weshalb für einen rational handelnden Kunden der Preis das entscheidende Kriterium ist, mit welchem Anbieter dieser Dienstleistungen er kontrahieren möchte. Wenn aber der Preis das einzige Differenzierungsmerkmal der Wettbewerber auf diesem Markt der Online-Banken ist, resultiert daraus nachvollziehbar ein entsprechender Margendruck, weil sich die Wettbewerber im Kampf um Kunden weitgehend nur über den Preis positionieren und differenzieren können. Aber selbst wenn ein Wettbewerber als Folge eines zu hohen Preisniveaus und damit mangelnder Wettbewerbsfähigkeit aus

dem Markt ausscheiden sollte, bleibt der Gesamttatbestand, dass der Wettbewerb zwischen den einzelnen Banken nahezu ausschließlich über den Preis geführt wird und folglich auch das Ausscheiden einzelner Wettbewerber keine Entspannung auf dem Markt der Online-Banken mit zunehmendem Preis- und Margendruck bringen wird, bestehen.

(cc) Die Planansätze zum Provisionsüberschuss müssen nicht deshalb angepasst werden, weil auch die Marketingaufwendungen steigend geplant sind. Im Detailplanungszeitraum soll der Provisionsüberschuss von € 85,705 Mio. im Jahr 2014 auf € 113,865 Mio. im Jahr 2018 ansteigen, was einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 7,4 % jährlich entspricht. Die Wachstumsrate beim Provisionsüberschuss liegt nur geringfügig unter der der Jahre der Vergangenheitsanalyse, die vor allem durch eine überproportionale Erhöhung infolge erhöhter Transaktionszahlen von 2012 auf 2013 geprägt war. Ebenso ansteigend wurde bei der Gesellschaft die Zahl der Neukunden geplant, wobei dieser Anstieg unter anderem auch auf gestiegenen Marketingaufwendungen beruht. Ebenso geht die Gesellschaft von einer steigenden Gesamtkundenzahl von 650.500 im Jahr 2014 auf etwa 818.200 im Jahr 2018 aus – die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate liegt mit 5,9 % pro Jahr oberhalb der Wachstumsrate der Jahre der Vergangenheitsanalyse. Zur Plausibilisierung der geplanten Provisionsüberschüsse bildeten die Abfindungsprüfer die Verhältnisgröße „Provisionsüberschuss in Euro je Kunde", die für den Zeitraum der Detailplanungsphase einen Anstieg von etwa € 132,-- je Kunde im Jahr 2014 auf € 139,-- am Ende der Phase I aufweist. Gerade diese

Entwicklung spricht für die Plausibilität der Planannahmen, wenn trotz gestiegener Marketingaufwendungen der Provisionsüberschuss pro Kunde ansteigt. Das Ziel des Marketing soll dadurch erreicht werden.

(d) Der Ansatz des Handelsergebnisses, das nach der „seasonal projection" von € 1,653 Mio. im Jahr 2015 auf € 2,1 Mio. im Jahr 2018 ansteigen soll, muss als plausibel bezeichnet werden. Beim Handelsergebnis mussten dabei nach dem aktualisierten Forecast im Vergleich zur ursprünglichen Planung die Abschreibungen auf Kundenkredite berücksichtigt werden entsprechend den Erkenntnissen vom 20.5.2015.

(aa) Die insgesamt im Vergleich zur Vergangenheitsanalyse rückläufige Tendenz des Handelsergebnisses vernachlässigt nicht mögliche stille Reserven aus der Available for Sale-Reserve sowie das geplante moderate Zinswachstum. Das Handels- und Finanzanlageergebnis der Gesellschaft beinhaltet die Realisierungs- und Bewertungsänderungen von Wertpapierbeständen und Derivaten, die mit kurzfristiger Gewinnerzielung erworben wurden bzw. mit denen kurzfristige Gewinnmitnahmen erzielt wurden. Im Gegensatz zu Investmentbanken liegt nach der Geschäftsstrategie des Vorstandes, die von den Minderheitsaktionären einer Aktiengesellschaft hinzunehmen ist, zumal die Hauptversammlung für Fragen der Geschäftsführung aufgrund der Wertung in § 119 AktG im Regelfall keine Kompetenz besitzt, der Fokus nicht auf der Erzielung von Verkaufserlösen aus kurzfristigen Wertpapiertransaktionen. Das Handels- und Finanzanlageergebnis der Jahre 2012 bis 2014 war geprägt von Verkaufserlösen, die aus der Ausnutzung günstiger Marktgegebenheiten infolge un-

erwarteter Schwankungen des Kapitalmarktes resultierten. Derartiges opportunistisches Verhalten soll künftig im Wesentlichen eingestellt werden, weshalb es auch in der Planung nicht berücksichtigt werden muss.

Da sämtliche Wertpapiere im Bestand der Gesellschaft mit ihrem Zeitwert bilanziert sind, können sie keine stillen Reserven aufweisen. Bewertungsänderungen bei festverzinslichen Wertpapieren können – abgesehen von der Realisierung von Verkaufserlösen, die indes nicht der Strategie des Vorstands entsprechen – nur dann auftauchen, wenn sich das Marktzinsniveau unerwartet verändert und/oder sich das Rating des Wertpapieremittenten verbessert oder verschlechtert. Da aber die Gesellschaft von einem moderaten Zinswachstum ausgeht, beinhaltet dies die Annahme, dass sich das Marktzinsniveau künftig im Erwartungswert nicht unerwartet verändern werde. Zudem verlieren festverzinsliche Wertpapiere bei einem steigend erwarteten Zinsniveau tendenziell eher an Wert als dass sie im Wert ansteigen. Steigt nämlich nach dem Erwerb eines solchen Wertpapiers das Zinsniveau an, sinkt entsprechend dem Grundgedanken der marktwirtschaftlichen Gegebenheiten der Verkaufspreis, weil im Extremfall am Kapitalmarkt bei gleichem Risiko eine bessere Verzinsung nicht erwartet werden kann. Demgemäß wiesen auch die gerichtlich bestellten Prüfer zutreffend darauf hin, dass zukünftig Erträge beim Zinsergebnis eher negativ von der Available for Sale-Reserve belastet sein könnten.

(bb) Die angenommene Entwicklung des Handels- und Finanzanlageergebnisses steht nicht in Widerspruch zu den steigenden Personalaufwendungen. Da es sich bei der DAB Bank AG gerade nicht um eine Investmentbank han-

delt, die Wertpapierkäufe und -verkäufe im Eigenhandel zumeist von angestellten Investmentbankern durchführen lässt, kann bei der Gesellschaft, deren Erträge im Wesentlichen von den im Bestand gehaltenen festverzinslichen Wertpapieren sowie aus im Auftrag der Kunden durchgeführten Wertpapiertransaktionen herrühren, weist das Handels- und Finanzanlageergebnisergebnis keinen direkten Bezug zum Personalbestand auf. Dies gilt umso mehr als ein Eigenhandel mit Wertpapieren, der ohnehin nur in begrenztem Umfang stattfand, im Laufe der Detailplanungsphase weiter an Bedeutung verlieren soll.

(cc) Stille Reserven aus Anlagenverkäufen und daraus resultierende Veräußerungsgewinne mussten nicht mit einem höheren Betrag als mit € 1 Mio. einfließen, auch wenn im Jahr 2014 stille Reserven in Höhe von € 17,4 Mio. aufgedeckt wurden. Für den Vergleich mit dem Jahr 2014 ist dabei aber der um Einmaleffekte bereinigte Wert von zentraler Bedeutung, nicht das tatsächliche Ergebnis. Im Jahr 2014 flossen hier vor allem die Folgen aus der Auflösung des Upstream Exposure ein. Zudem wurden im Rahmen der Vergangenheitsanalyse der letzten drei Ist-Jahre Effekte aus Wertpapiertransaktionen zur kurzfristigen Generierung liquider Mittel bereinigt, weshalb sich für diese Jahre bereinigte Werte von € 3,095 Mio., € 1,393 Mio. und € 1,645 Mio. errechnete. Das Handels- und Finanzanlageergebnis der DAB Bank AG wurde für die Detailplanungsphase rückläufig geplant, was in der veränderten Geschäftsstrategie begründet liegt, künftig keinen aktiven Handel mit eigenen Wertpapieren mehr vorzunehmen.

(dd) An dieser Entscheidung des Vorstandes der Gesellschaft, künftig keinen Eigenhandel mehr vorzunehmen, hat die Kammer keinen Zweifel. Die Abfindungsprüfer erhielten im Zusammenhang mit ihrer Aktualisierungsprüfung der Stichtagserklärung eine E-Mail des Vorstandes, wonach dieser beabsichtige, über das bis April 2015 realisierte Handelsergebnis hinaus keine weitere Generierung eines Handelsergebnisses anzustreben und die Handelstätigkeit im Wesentlichen einzustellen. Dies wird bestätigt durch Erkenntnisse im Prüfungsbericht, wonach kein aktiver Handel mehr durchgeführt werden solle, ebenso wie durch die Personalpolitik der Gesellschaft, die nach den insoweit nicht bestrittenen Äußerungen der Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin darin besteht, dass es bei der Gesellschaft keinen Händler gibt, der überprüft, inwieweit dieses opportunistische Geschäft vorzunehmen sein könnte oder nicht. Diese Aussage steht auch in Einklang mit den Erklärungen von , in der intern dokumentierten Strategie für 2015 habe sich nichts gefunden, was auf ein aktives Handelsgeschäft hindeute. Zudem floss in die Planung in einem bestimmten Umfang ein Ansatz für diesen Bereich ein, der ungefähr den Werten der Vergangenheit nach ihrer Bereinigung entspricht.

(e) Aber auch aus anderen Erwägungen heraus lässt sich die mangelnde Plausibilität der Umsatzplanung nicht begründen.

(aa) Die Planansätze der Gesellschaft vernachlässigen nicht die allgemeine Entwicklung zugunsten von Direktbanken als dem am schnellsten wachsenden Bereich der Kreditwirtschaft. Bei der durchschnittlichen Wachstumsrate des Zinsüberschusses muss gesehen werden, dass sie neben

dem Zinsniveau auch von der Höhe der verwalteten Kundengelder abhängig ist und dass das Einlagevolumen mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 5,1 % jährlich steigend erwartet wird. Ebenso wird beim Provisionsüberschuss ein deutliches Wachstum aufgrund der Annahme steigender Wertpapiertransaktionen erwartet. Damit aber steigen wesentliche Ertragskomponenten deutlich und berücksichtigen folglich den Wachstumstrend von Direktbanken. Indes muss bei der Entwicklung auch gesehen werden, dass dieser Markt durch niedrige Ertragsmargen geprägt ist, weshalb Kundenwachstum nicht zwangsläufig zu einem ökonomischen Vorteil führen muss; dies zeigt sich beispielsweise dann, wenn ein Kunde nur ein kostenloses Girokonto hält und keine weiteren Transaktionen tätigt. Auch ist nicht zu vernachlässigen, dass weitere Wettbewerber in den Markt drängen und damit den Wettbewerb um Kunden intensivieren, weil die etablierten Geschäftsbanken ihre Dienstleistungsangebote um kompetitives Investmentbanking und Brokerage erweitern und Fintech-Unternehmen, die „Financial Services" mit Technologie verbinden, gleichfalls auf dem Markt aktiv werden und in der Regel vergleichbare Dienstleistungen auf technologisch sehr hohem Niveau anbieten.

Zudem verweist eine Studie von Roland Berger aus dem Jahr 2013 darauf, dass ein erwartetes Kundenwachstum angesichts des in der Branche bestehenden Kostendrucks nicht zwangsläufig einen ökonomischen Mehrwert nach sich ziehen muss. Das von der Gesellschaft angenommene Kundenwachstum entspricht den Erkenntnissen aus dieser Studie, wenn die Zahl der Kunden von etwa 650.000 im Jahr 2014 auf bis auf rund 820.000 am Ende der Phase I anwachsen soll. Ein Rückgang der Kunden-

zahl war in der Planung auch im Jahr 2015 nicht vorgesehen.

(bb) Ebenso berücksichtigt die Planung der Gesellschaft die mit der Gewinnung von Neukunden verbundenen Cross-Selling-Effekte in hinreichendem Umfang. Das Geschäftsmodell der DAB Bank AG lässt derartige Effekte – anders als bei den Filial- und Geschäftsbanken mit umfangreichen Angeboten in einer Vielzahl von Sparten – allerdings nur in eingeschränktem Ausmaß zu. Die Gesellschaft verfügt nach ihrem Geschäftsmodell nur über ein vergleichsweise eingeschränktes Dienstleistungsspektrum und generiert daher einen erheblichen Teil ihrer Provisionserlöse im Rahmen von Wertpapiertransaktionen, weshalb das erwartbare Cross-Selling-Potenzial in der Transformation von Bestands-kunden zu aktiven Depotkunden besteht. Hierdurch erhöht sich dann aber die Zahl der Wertpapiertransaktionen mit einer Steigerung des Provisionsüberschusses als Folge. Dieser Umstand wurde bei der Planung der Anzahl der erwarteten Wertpapiertransaktionen allerdings auch berücksichtigt. Dabei kann jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass die von der Gesellschaft angebotenen Zahlungsverkehrsdienstleistungen ein Ertragsrisiko in sich bergen. Sofern es angesichts der Gebührenfreiheit der Zahlungsverkehrsdienstleistungen nicht gelingt, die Kunden mit ausschließender Girokontonutzung zu aktiven Depotkunden zu entwickeln, besteht für die Gesellschaft bei diesen Kunden ein negativer Ergebnisbeitrag mit einer Belastung des Jahresergebnisses als Konsequenz.

(cc) Die Planannahmen bilden auch die Stellung der beiden Einzelgesellschaften an den Märkten in Deutschland und Österreich hinreichend ab. In ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 7.11.2016 wiesen und auf das durchschnittliche Wachstum wesentlicher Ertragskomponenten von über 5 % bei beiden konzernzugehörigen Gesellschaften hin. Angesichts des intensiven Wettbewerbsumfelds, wie es auch in der bereits genannten Studie von Roland Berger zum Ausdruck kommt, bedarf es einer führenden Marktposition hinsichtlich der Preise der angebotenen Dienstleistungen sowie der technologischen Standards, weil anderenfalls langfristig Kunden der DAB-Gruppe zu den dann marktführenden Wettbewerbern abwandern würden, um dort bestehende preisliche oder technologische Vorteile nutzen zu können.

(dd) Aus dem Angebot als Erstbank für Privatkunden kann kein Rückschluss auf eine zwingend notwendige Erhöhung der Jahresüberschüsse gezogen werden, auch wenn sich aus dem Geschäftsbericht des Jahres 2013 bereits die Zielsetzung der Gesellschaft ergibt, vermehrt Erstbank für ihre Kunden zu werden und damit auch Zahlungsverkehrsdienstleistungen für Privatkunden anzubieten. Die daraus erzielten Ergebnissteigerungen flossen bereits in die Vergangenheitsanalyse der Jahre 2013 und 2014 ein; demgemäß bildet auch die Planung der Gesellschaft daraus erwartete Erfolgsbeiträge ab. Allerdings ist im Gegensatz zu Filial- bzw. Geschäftsbanken das Ertragspotenzial aus dem Angebot von Erstbankprodukten eingeschränkt, nachdem der wesentliche Wertbeitrag aus der Transformation der Girokontokunden in aktive Depotkunden besteht. Folglich stellt das Angebot als Erstbank vor allem

ein Instrument zur Gewinnung von Neukunden dar – ein ausschließlicher Zahlungsverkehrskunde der DAB Bank AG führt entsprechend den obigen Ausführungen ohne potenzielle Cross-Selling-Effekte regelmäßig zu einem negativen Deckungsbeitrag und somit zu einer Belastung des Jahresergebnisses.

(3) Bei der Aufwandsplanung der DAB Bank AG müssen angesichts ihrer Plausibilität keine Veränderungen vorgenommen werden.

(a) Die geplante Entwicklung der Gesamtkosten muss nicht deshalb in Frage gestellt werden, weil es in der Vergangenheit Kostenreduktionen bei steigenden Transaktionszahlen gab und auch in der Vergangenheit Kosten- und Margendruck kompensiert werden konnte. Der Rückgang der Kosten in den Jahren der Vergangenheitsanalyse beruht auf der Entwicklung der Posten „andere Verwaltungsaufwendungen (bereinigt)" von ca. € 58,9 Mio. auf € 57 Mio., wobei sich in Relation zu den steigenden Transaktionszahlen ein rückläufiger impliziter Kostensatz von € 14,02 im Jahr 2012 auf € 10,32 im Jahr 2014 ergab. Indes kommt es auch in der Detailplanungsphase nach einem unwesentlichen Anstieg um € 0,11 im Jahr 2015 auf € 10,43 zu einer kontinuierlichen Reduktion der Quote auf € 9,48 im letzten Jahr der Phase I. Somit liegt die Kostenquote im Jahr 2018 deutlich unterhalb des Ist-Wertes im Jahr 2014 und es kommt auch in der Detailplanungsphase zu einer Kostenreduktion je Wertpapiertransaktion.

(b) Soweit die Planungen zum Personalaufwand als nicht plausibel gerügt wurden, vermag die Kammer diese Einschätzung nicht zu teilen.

(aa) Die fehlende Plausibilität lässt sich nicht aus der Erwägung ableiten, der Ansatz steigender Personalkosten könne von bestehenden Plattformen und verbesserter Technologie aufgefangen werden. Die Planung des Personalaufwands beruht für das erste Planjahr auf der plangemäß angenommenen Mitarbeiterzahl und der erwarteten Entwicklung der einzelnen Kostenkomponenten der Personalaufwendungen mit im Wesentlichen den Fixgehältern, Tantiemen, Sonderzahlungen sowie Leistungen an die Sozialversicherungsträger. Für die Folgejahre legt die Aufwandsplanung die Annahmen der Personalplanung sowie Erfahrungswerte bezüglich der Entwicklung der Gehaltsaufwendungen zugrunde. Dabei soll der Personalaufwand im Jahr 2015 € 41,66 betragen und dann bis auf insgesamt € 46.019 Mio. im Jahr 2018 ansteigen. Gerade der Vergleich der Entwicklung der Personalkosten in Relation zur Entwicklung der operativen Erträge, die im selben Zeitraum von € 130,650 Mio. auf € 177.395 Mio. anwachsen sollen, spricht für die Plausibilität der Entwicklung des Personalaufwands. Sein Anteil an den operativen Erträgen sinkt demgemäß im Laufe der Detailplanungsphase unter Berücksichtigung der „seasonal projection" von rund 31,9 % im ersten Planjahr 2015 bis auf knapp 25,7 % im Jahr 2018. Dies erhellt, dass ein erheblicher Teil des Wachstums der operativen Erträge durch Skaleneffekte mit den IT-Systemen der Bank aufgefangen werden kann und die Personalaufwendungen eine deutlich niedrigere Steigerungsrate haben. Die operativen Erträge steigen nämlich im Vergleich zum letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse um etwa 32 % von € 134,398 Mio. auf € 177.395 Mio. an, während der Anstieg der Personalaufwendungen im selben Zeitraum nur knapp 11,5 % beträgt. Dann aber kann

auch kein Widerspruch zum Geschäftsmodell der DAB Bank AG angenommen werden. Zudem muss bei der Beurteilung der Personalkosten nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer im Termin vom 9.12.2016 beachtet werden, dass es namentlich für das Jahr 2015 ein Preis-/Mengengerüst gab, in dem ein Anstieg der Zahl der Mitarbeiter von 551 auf 557 vorgesehen ist. Wenn der durchschnittliche Aufwand pro Mitarbeiter im Jahr von 2014 auf 2015 um ca. 1 % steigt, so ist dies auch unter Berücksichtigung von Gehaltsvorstellungen nachvollziehbar. Der Vorstand hielt die Ausgaben für Personal jedenfalls auch vor dem Hintergrund des Ergebnisses des ersten Quartals des Jahres 2015 mit guten Ergebnissen für nicht unangemessen.

(bb) Ebenso wenig resultiert eine unzulässige Planung aus der Entwicklung des ersten Halbjahres 2015 im Vergleich zum ersten Halbjahr des Vorjahres mit einem minimalen Rückgang um € 13.000,-- oder 0,06 %. Die Personalaufwendungen weisen infolge von Tantieme- und Bonuszahlungen unterjährige Schwankungen auf, weshalb die Entwicklung nicht als unplausibel bezeichnet werden kann.

(c) Die Ansätze zum Marketingaufwand bedürfen angesichts ihrer Plausibilität keiner Veränderungen.

(aa) Ein solcher Korrekturbedarf kann dabei nicht auf die Einführung der Gesellschaft am Markt und ihr Internet-Order-Modell gestützt werden. Um Erträge zu generieren, benötigt die Gesellschaft Kunden, die ihr Kapitalvermögen bei ihr anlegen. Angesichts des nicht beliebig vermehrbaren Kapitalvermögens der Kunden und der weithin dem

Einflussbereich der Gesellschaft entzogenen Wachstumsmöglichkeiten beim Kapital der Kunden kann die DAB Bank AG entweder dadurch wachsen, dass Kunden ihr gesamtes Vermögen bei ihr anlegen, oder alternativ durch die Gewinnung neuer Kunden, die bislang bei Wettbewerbern engagiert waren. Angesichts der Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle sind auch diese auf ein Wachstum der Zahl der Kunden oder des verwalteten Vermögens angewiesen. Da somit die Zahl potenzieller Kunden begrenzt ist, umfassen die Marketingmaßnahmen auch solche, die auf das Abwerben von Kunden gerichtet sind. Angesichts des Umfangs des geplanten Wachstums benötigt die Gesellschaft einen erheblichen Zuwachs an Kunden, was auch in die Planung durch die dazu eingesetzten Marketingaufwendungen eingeflossen ist. Für die Plausibilität dieser Ansätze spricht ein Vergleich der Entwicklung im Detailplanungszeitraum mit konstant zwischen € 420,-- und € 430,-- liegenden Kosten pro Kunde, die deutlich unter dem Ist-Wert des Jahres 2013 mit € 578,65 und nur unwesentlich über dem des Jahres 2014 mit € 419,42 liegen.

Dabei unterstellt der Planansatz auch keine Ausweitung des Geschäftsmodells oder neuartige Werbeaktionen. Ein konkreter Maßnahmenplan für bestimmte Werbeaktionen ist in der Planung nicht vorgesehen. Vielmehr besteht sie im Wesentlichen aus erwarteten Marketingkosten für die Akquise von Neukunden sowie Aufwendungen zur Markenpflege und damit auch dem Erhalt von Bestandskunden.

(bb) Die Einbeziehung der DAB Bank AG in die Unternehmensgruppe hat keine Folgen für den Um-

fang der Marketingaufwendungen und der Plausibilität. Die verfügt bereits seit 2002 mit der über einen Online-Broker mit vergleichbarer Kundenstruktur sowie ähnlichem Produkt- und Dienstleistungsangebot im direkten Wettbewerb zur Gesellschaft. Da bis zur Übernahme der DAB Bank AG die im relevanten Markt Deutschland als einziges Unternehmen der -Gruppe das Segment Direktbank abdeckte, würde eine Kundenvermittlung durch die Konzernobergesellschaft zugunsten der DAB Bank AG eine Kannibalisierung bereits bestehender Kunden zulasten der bedeuten. Folglich haben die Abfindungsprüfer zutreffend darauf verwiesen, dass eine derartige Kundenentwicklung nicht zu erwarten und demzufolge auch nicht in die Planung einzubeziehen sei.

(cc) Die Möglichkeit geringerer Marketingaufwendungen aufgrund geplanter Integrationsmaßnahmen in die -Gruppe mit der Folge zusätzlicher Cross Selling-Effekte musste nicht in die Unternehmensplanung einfließen. Durch die verstärkte Integration der DAB Bank AG und ihrer österreichischen Tochtergesellschaft sollen Marktanteile für in Deutschland und Österreich gewonnen werden; insbesondere geht es darum, durch die kombinierte Kundenbasis der wie auch der DAB Bank AG und die Umsetzung einer einheitlichen Unternehmensstrategie Synergien und künftiges Wachstumspotenzial zu ermöglichen, was aus Praktikabilitätsgründen nur unter der Voraussetzung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze out möglich ist. Dies stellt sich indes als echte Synergie dar, weil dies nur unter den Bedingungen des verschmelzungsrechtlichen Squeeze out

eintreten kann und einen Widerspruch zu einer Stand alone zu erfolgenden Planung steht. Folglich kann dies bei der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt werden.

(d) Ebenso wenig bedarf es einer Anpassung der Back Office-Aufwendungen; auch diese sind in ihren Ansätzen als plausibel zu bewerten. Sie resultieren im Wesentlichen aus dem erwarteten Wachstum der Wertpapiertransaktionen.

(aa) Die Einführung eines neuen Gebührenmodells im Zusammenhang mit der Bestellung von Eintrittskarten für Hauptversammlungen kann nicht als wesentliche Einnahmequelle angesehen werden und steht vor allem nicht im Zusammenhang mit den Back Office-Aufwendungen, die ausschließlich die tatsächlich anfallenden Kosten im Zusammenhang mit den von der Gesellschaft angebotenen Wertpapierdienstleistungen erfassen.

(bb) Der Ansatz steigender Aufwendungen in diesem Bereich übersieht nicht das Bestehen von Skaleneffekten bei einem Anstieg des Ordervolumens. Bei einem großen Teil der hier erfassten Aufwendungen für vor allem administrative und logistische Wertpapierdienstleistungen sowie Kosten für den Dokumentenversand handelt es sich um variable Kosten, die durch die Anzahl der durchgeführten Wertpapiertransaktionen beeinflusst sind. Damit aber sind diese der zentrale Treiber für die Back Office-Aufwendungen, die allerdings im Zeitraum von € 2,37 im letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse auf € 2,09 je Transaktion zurückgehen sollen. Dann aber muss daraus die Schlussfolgerung gezogen werden, dass Skaleneffekte durchaus in die Planung eingeflossen sind, auch wenn der

absolute Betrag infolge der angestiegenen Wertpapiertransaktionen in Phase I von rund € 13,1 Mio. am Ende der Vergangenheitsanalyse auf € 16,3 Mio. im Jahr 2018 ansteigen soll.

(cc) Für eine Doppelerfassung mit den „sonstigen Verwaltungsaufwendungen" fanden die Abfindungsprüfer keinerlei Anhaltspunkte. Die Tabelle 4 auf Seite 26 des Prüfungsberichts und die Erläuterungen hierzu auf Seite 28 des Prüfungsberichts erhellen, dass es keine Doppelerfassung gibt. Die Back Office-Aufwendungen stellen einen wesentlichen Teil der Position „andere Verwaltungsaufwendungen" dar und umfassen – wie schon erläutert – die im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen entstehenden Kosten. Die Position „sonstige Verwaltungsaufwendungen" ist separater Teil dieser Sammelposition „andere Verwaltungsaufwendungen", die im Wesentlichen Versicherungsbeiträge, Beiträge und Gebühren wie beispielsweise für den Einlagensicherungsfonds sowie Kosten für Verbrauchsmaterialien enthalten.

(e) Die Ansätze der Abschreibungen erfolgten nachvollziehbar und müssen folglich nicht angepasst werden.

(aa) Eine Verkürzung der Reinvestitionszyklen bei der direktanlage.at AG und damit der Abschreibungsdauer ist sachlich veranlasst – es entspricht einem Erfahrungswert, dass die Lebensdauer von Software angesichts der fortschreitenden technischen Entwicklung immer kürzer wird und demzufolge auch die Reinvestitionszyklen bei einer realitätsnahen Planung verkürzt werden. Angesichts eines Gesamteffekts auf die Unternehmensbewertung in Höhe von

€ 133.000,-- mussten die Prüfer insoweit auch keine vertiefenden Prüfungshandlungen vornehmen.

(bb) Insgesamt muss bei den Abschreibungen im Zusammenhang mit dem Investitionsplan, der vor allem die IT-Infrastruktur betrifft, gesehen werden, dass sie mit Ausnahme des ersten Planjahres 2015 unterhalb der Ansätze des letzten Ist-Jahres liegen und angesichts der Gefahr von Wettbewerbsnachteilen durch eine veraltete IT-Infrastruktur notwendig sind, weil anderenfalls nachvollziehbar Kunden zu Wettbewerbern abwandern, die über eine leistungsfähigere IT-Ausstattung verfügen. Dabei spielen gerade Sicherheitsaspekte für die Kunden eine erhebliche Rolle. Demzufolge muss gerade auch in die Sicherheit investiert werden, um dort das Auftreten von Lücken zu verhindern was angesichts der Sensibilität der Daten zu Vertrauensverlusten bei Kunden führen kann, die dann zu anderen Direktbanken wechseln können.

(cc) Nicht angepasst werden müssen die Ansätze zur Kreditrisikovorsorge, die in Relation zum Kreditvolumen 0,19 % in den Jahren 2015 und 2018 sowie 0,20 % in den beiden anderen Jahren beträgt und von € 621.000,-- auf € 692.000,-- steigen soll. Da die Zahl der Kunden bei der DAB Bank AG steigend geplant wurde, muss auch die Kreditrisikovorsorge ansteigen, wobei allerdings zu beachten ist, dass die ausgegebenen Kredite angesichts ihrer Kurzfristigkeit und begrenzten Höhe bei den Dispositionskrediten und ihrer Besicherung bei den Effektenkrediten durch Sicherungsübereignung oder Sicherungsabtretung von Wertpapieren regelmäßig nur moderate Risiken aufweisen, weshalb der Ansatz von 19 bzw. 20 Basispunkten

nachvollziehbar ist. Demgemäß verweist auch der Geschäftsbericht der DAB Bank AG für das Jahr 2014 auf die mit der Kreditvergabe verbundenen moderaten Risiken sowie auf die auch bei bestellten Wertpapiersicherheiten noch verbleibenden Risiken durch das Bestehen von Beleihungsgrenzen, woraus dann die Notwendigkeit der Kreditrisikovorsorge abgeleitet werden muss.

(dd) Änderungen bezüglich des IT-Aufwands sind nicht veranlasst, auch wenn die Transaktionszahlen steigend geplant sind. Die Plausibilität der zwar absolut steigend geplanten Aufwendungen in diesem Bereich von € 19,228 Mio. im Jahr 2015 auf € 21,668 Mio. im Jahr 2018 zeigt sich indes dann, wenn man die einzelnen Beträge ins Verhältnis zu den operativen Erträgen setzt. Dann wird nämlich deutlich, dass die Quote der Aufwendungen für IT- und Kommunikation in Relation zu den operativen Erträgen von 14,71 % im Jahr 2015 kontinuierlich über 14,55 % und 13,59 % auf 12,21 % sinkt. Diese Entwicklung erhellt, dass die IT-Ausstattung effizient sein muss; andererseits gebietet gerade der Wettbewerb mit anderen Online- und Direktbanken, dass die Gesellschaft hier auch Aufwendungen tätigen muss, weil bei einer schlechteren IT-Ausstattung die Gefahr der Abwanderung von Kunden besteht, wobei gerade der Bereich der IT-Sicherheit, auf den die Prüfer – wenn auch in anderem Zusammenhang – hingewiesen haben, eine zentrale Rolle spielt und Aufwendungen erforderlich macht.

Der Vergleich mit der Vergangenheit, in der es einen sinkenden Trend gab, rechtfertigt keine abweichende Beurteilung, weil es eine zunehmende Verlagerung von externen IT-Entwicklungsleistungen auf interne Entwicklungen

gab. In der Detailplanungsphase sind nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer vor allem steigende Aufwendungen für IT-Projekte und Finanzinformationsdienste angesetzt, was aus den genannten Gründen nachvollziehbar und plausibel ist. Gerade im technischen Bereich bedarf es weiterer Aufwendungen auch in der Zukunft, um gegenüber Wettbewerbern nicht zurückzufallen.

(4) In die Planung der DAB Bank AG mussten Synergieeffekte nicht in weiterem Umfang als geschehen aufgenommen werden. Mögliche Synergieeffekte wurden im Rahmen der Planung angemessen und vollständig berücksichtigt. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen.

(a) Mögliche Kooperationsmaßnahmen zwischen der DAB Bank AG und der waren zum Zeitpunkt der Prüfung nicht hinreichend konkretisiert gewesen, nachdem sie im Rahmen des Übernahmeangebots wie auch im Übertragungsbericht nur in groben Zügen beschrieben wurden. Dies genügt indes nicht, um entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie in die Bewertung einfließen zu können. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind nämlich entsprechend den

Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 24.5.2013; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Dasselbe gilt für die Vereinfachung von Strukturen im Konzern der die nur durch eine Verschmelzung zu erwarten ist – dabei handelt es sich nämlich um echte Synergien, weil sie ohne die Strukturmaßnahme nicht zu verwirklichen wären.

(b) Synergien durch die Vereinfachung von Konzernstrukturen mussten nicht in die Ermittlung des Ertragswerts einfließen. Beide zum DAB-Konzern gehörenden Gesellschaften wurden auf Vorstandsebene als Segmente geführt und die Geschäfts- und Risikostrategien einheitlich gesteuert, weshalb die Konzernstruktur bereits als schlank bezeichnet werden muss und demzufolge weitere Vereinfachungen der Strukturen auf dieser Ebene durch die Übernahme der Aktienmehrheit durch die Antragsgegnerin nicht zu erwarten waren, wie in der ergänzenden

Stellungnahme vom 7.11.2016 dargestellt wurde. Ebenso wenig konnten die Abfindungsprüfer bei der Analyse der Unterlagen Kostenfaktoren identifizieren, die infolge des Ausscheidens aus dem -Konzern weggefallen oder reduziert wären wie beispielsweise eine Managementumlage. Finanzielle Vorteile aus dem Wechsel des Mehrheitsaktionärs sind im Rahmen einer Stand alone-Betrachtung folglich auch nicht zu erwarten gewesen.

(c) Die Ansätze in der Planung, aufgrund derer keine enge Zusammenarbeit mit der wegen drohender Kannibalisierung angenommen wurde, steht nicht in Widerspruch zu den Gründen für die Verschmelzung, aufgrund derer Kostensynergien genutzt werden sollen. wies in diesem Zusammenhang im Termin vom 9.12.2016 darauf hin, dass die Kannibalisierung dann eintrete, wenn beide Unternehmen stand alone betrachtet würden. Angesichts der geringen Unterschiede bezüglich der Zielkunden, des Produktangebots und auch der Preise muss sich der Kunde entscheiden, zu welcher Bank er geht. Wenn nun die Muttergesellschaft eine der beiden Banken empfiehlt, würde sie der anderen Kunden wegnehmen. Die Kostenersparnis tritt erst dann ein, wenn beide Unternehmen zusammengehen und die DAB Bank AG so – mithin Stand alone – nicht mehr besteht. Dann aber handelt es sich bei den eingesparten Kosten für die jährliche Hauptversammlung, die Börsennotiz sowie die Investorenbetreuung um echte Synergien, die keine Berücksichtigung finden können, weil sie ohne die Strukturmaßnahme nicht realisiert worden wären.

(d) Ebenso wenig besteht aus einer vertieften Zusammenarbeit mit der unterhalb der Schwelle einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme Potenzial für Einsparungen, auch wenn die DAB Bank AG mit anderen Partnern bei der Vergabe

von Konsumenten- oder Immobilienkrediten kooperierte. Mit der besteht indes eine solche Kooperationsmöglichkeit angesichts der sich insoweit gerade nicht ergänzenden Produktpalette nicht.

(e) Die von der Muttergesellschaft intendierten Synergien resultieren aus dem durch den Zusammenschluss von und DAB Bank AG resultierenden Entstehen eines größeren Teilnehmers am Markt, der wettbewerbsfähiger ist als die beiden mittelgroßen Banken alleine. Dabei handelt es sich indes wiederum um echte Synergien, die demgemäß wegen fehlender Relevanz für die Ermittlung des Ertragswertes von den Abfindungsprüfern nicht ermittelt werden mussten.

(f) Die Zuschüsse zu Provisionen für außerbörsliches Handeln mit Wertpapieren, der Abschluss einer Rahmenvereinbarung mit der für die besicherte Wertpapierleihe mit einem Marktwert von € 557,1 Mio. entsprechend dem Statusbericht risk controlling vom Dezember 2014 sowie die Kooperation mit der Muttergesellschaft im Rahmen der Devisen-Trading-Plattform, die bereits nach dem Erwerb der Aktienmehrheit umgesetzt wurden, flossen nach den Erkenntnissen der gerichtlich bestellten Prüfer als unechte Synergien in die Planannahmen ein. Die Einsparungen aus dem Zuschuss zu Provisionen für außerbörsliches Handeln und die Kooperation im Rahmen der Devisen-Trading-Plattform sind indes von ihrer Größenordnung her nicht wesentlich und ohne Einfluss auf den Umfang des Marketingaufwands für die Gewinnung von Neukunden sowie den Erhalt der Marke.

(5) Die Ewige Rente muss bezüglich der getroffenen Annahmen nicht korrigiert werden, wobei es unschädlich sein muss, dass die von der Bewertungsgutachterin getroffen wurden. Für den Zeitraum

der Jahre 2019 ff. gibt es keine Planung des Vorstands der Gesellschaft. Deshalb kann es nicht beanstandet werden, wenn die Prämissen für die Ewige Rente von den Bewertungsgutachtern aus der Detailplanungsphase abgeleitet werden. Allerdings musste davon ausgegangen werden, dass nicht bezüglich aller Sachverhalte am Ende des Jahres 2018 ein eingeschwungener Zustand erreicht war, weshalb die Planungsrechnung um eine bis zum Jahr 2027 andauernde Konvergenzphase ergänzt wurde und die Ergebnisse dieser Fortschreibungsphase anschließend in eine barwertäquivalente Ergebnisgröße umgerechnet wurden. Ebenso wurde die daran anknüpfende nachhaltige Phase ab dem Jahr 2028 barwertäquivalent umgeformt, woraus sich dann die Werte für den Terminal Value ergeben, wobei jeweils mit einer Wachstumsrate von 1 % gerechnet wurde.

(a) Beim Zinsüberschuss, beim Ansatz der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen infolge des Regelwerks von Basel III sowie beim steuerlichen Einlagenkonto, das bis 2016 genutzt werden kann, konnte kein eingeschwungener Zustand angenommen werden. In der daher anzusetzenden Grobplanungsphase wurden die Auswirkungen des steuerlichen Einlagenkontos, das sich zum Ende des Jahres 2014 auf € 390 Mio. beläuft, berücksichtigt, dessen Nutzung sich bis zum Jahr 2026 erstreckt. Dieser Umstand floss dergestalt in die Ermittlung des Ertragswerts ein, dass die angenommenen Ausschüttungen an die Anteilseigner als Einlagenrückgewähr abgebildet wurden und folglich keine Einkommensteuer abgezogen werden musste. Die vollständige Abbildung der sich daraus ergebenden Effekte erfolgte durch die Fortschreibung des Bewertungsmodells und Umrechnung als Annuität in die Ewige Rente, wie im Prüfungsbericht von erläutert wurde.

(b) Ein Anstieg des Zinsüberschusses musste im Terminal Value nicht angesetzt werden. Der im Vergleich zum letzten Planjahr angenommene leichte Rückgang beruht auf der Erwägung, dass beim Übergang in die Ewige Rente die durchschnittliche Verzinsung im Treasury-Portfolio sinken wird. Dabei sind die Auswirkungen der Thesaurierung von € 20 Mio. ebenso berücksichtigt wie die Erhöhung der Kundeneinlagen. Das Zinsniveau war nach den Ausführungen der Bewertungsgutachter von

wie auch den Erläuterungen der Abfindungsprüfer im Termin vom 9.12.2016 gegenüber dem Stand bei der Erstellung und dem Abschluss der Planung gesunken, während die Gesellschaft eine steigende Zinsstrukturkurve zugrunde gelegt hat, weshalb sich die Durchschnittsverzinsung des Portfolios von 2015 bis 2018 um etwa 50 Basispunkte erhöht hat. Folglich liegt die von der DAB Bank AG angenommene Verzinsung am Ende der Detailplanungsphase höher als die Portfolio-Verzinsung im Jahr 2014. Angesichts dessen ist der Ansatz nachvollziehbar, der Zinsüberschuss werde unter dem Niveau der letzten Planjahre liegen, weshalb insoweit eine Anpassung für den Terminal Value mit einer Reduktion notwendig war. Das weitere Absinken des Zinsniveaus bietet auf der Aufwandsseite nur begrenzt Potenzial für die Reduzierung der Einlagezinsen, während die Zinserträge aus der Anlage der Mittel die Zinsentwicklung mit dem absinkenden Zinsniveau vollständig reflektieren. Gegenläufige Effekte durch eine verstärkte Anlage in Wertpapieren können eine Erhöhung des Provisionsüberschusses nach sich ziehen, weshalb die durchschnittliche Verzinsung des Anlageportfolios dann auch um 12,5 % des Differenzbetrages des aktuellen risikofreien Basiszinssatzes zum Basiszinssatz beim Abschluss der Planung, mithin um 6,25 Basispunkte reduziert wurde. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass für einen taggenauen Basiszinssatz am Tag des Prü-

fungsberichts und der Hauptversammlung ein rückläufiger Zinssatz nicht erkennbar war. Zum einen ist beim Basiszinssatz im Rahmen der Unternehmensbewertung regelmäßig kein taggenauer Zinssatz, sondern der über einen dreimonatigen Referenzzeitraum abgeleitete Basiszinssatz maßgeblich. Zum anderen waren die für das Geschäftsmodell der DAB Bank AG ganz wesentlichen Zinssätze des 3-Monats-Euribor wie auch des Eonia entsprechend den obigen Ausführungen rückläufig, weshalb darauf die Entwicklung aufgebaut werden konnte.

(c) Beim Handelsergebnis müssen keine Veränderungen vorgenommen werden, wenn hier ab den Jahren 2019 ff. mit einem Wert von € 1,061 Mio. gerechnet wird. Der niedrigere Ansatz im Terminal Value beruht auf der Entscheidung des Vorstandes, kein aktives Handelsgeschäft mehr betreiben zu wollen. Wenn dann in der Ewigen Rente ein Abschlag von rund 50 % auf den Durchschnitt der Detailplanungsphase vorgenommen wird, ist dieser Ansatz nachvollziehbar und muss demzufolge nicht verändert werden.

(d) Dem Rückgang der Ergebnismarge von 25,6 % im Jahr 2018 auf 24,5 % im Jahr 2019 fehlt nicht die Plausibilität. Die Entwicklung beim Zinsüberschuss kompensiert die überdurchschnittlich positive Entwicklung der Provisionsüberschüsse. Zudem muss bei der Beurteilung der Plausibilität dieses Ansatzes der nicht unerhebliche Wettbewerbsdruck gesehen werden, der negative Auswirkungen auf die Margenentwicklung haben muss – bei steigendem Wettbewerbsdruck kann dem Verlust von Marktpotenzial vor allem über den Preis begegnet werden, was dann aber negative Auswirkungen auf die erzielbaren Margen hat, die sinken müssen, wenn der Preis der von einem Unter-

nehmen angebotenen Produkte bei gleichbleibender Kostensituation herabgesetzt werden muss.

(6) Die Annahmen zur Thesaurierungs- bzw. Ausschüttungsquote sind der Ermittlung des Ertragswerts ohne Veränderungen zugrunde zu legen.

(a) Die Ansätze zur Thesaurierung und Ausschüttung der Jahresüberschüsse entsprechen dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und können daher nicht in Frage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15).

Dabei kann nicht infrage gestellt werden, wenn nach einer vollständigen Thesaurierung im letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse es auch im Jahr 2017 zu keiner Ausschüttung der geplanten Jahresüberschüsse kommen wird, während in den übrigen Planjahren entsprechend der Handhabung auch in der Vergangenheit eine höchst mögliche Ausschüttung zwischen 89 % und 95 % der Jahresüberschüsse angesetzt wird.

Die vollständige Thesaurierung im Jahr 2017 ist nach den Planungen des Vorstandes erforderlich, um die aufsichtsrechtlichen Anforderungen mit der sukzessiven Erhöhung der harten Kernkapitalquote CET1 bis zum Jahr 2019 erfüllen zu können. Dabei muss der seitens des Vorstands festgelegte Schwankungspuffer von mindestens 2 Prozentpunkten nicht nach unten

angepasst werden. Bei den Planannahmen eines Kreditinstituts wie der DAB Bank AG muss nicht lediglich vom Mindestwert der regulatorischen Anforderungen ausgegangen werden. Vielmehr bedeutet es eine unternehmerische Entscheidung, welche Kernkapitalquote die Verantwortlichen einer solchen Gesellschaft für erforderlich halten und daher anstreben. Die Überlegungen des Vorstandes hierzu werden auch getragen durch die Überlegungen zum Bankenmarkt, wie sie im Geschäftsbericht für das Jahr 2014 enthalten sind. Wenn sich die Banken und damit nicht nur die DAB Bank AG darauf einstellen, dass sie auf längere Sicht in einer Welt steigender Risiken und zunehmender Anforderungen der Aufsichtsbehörden ihre Kapitaldecke auf längere Sicht noch mehr vergrößern müssen, ist es nachvollziehbar, wenn die Gesellschaft einen Schwankungspuffer vorhält, um sich am Markt zu behaupten und nicht als deutlich risikobehafteter eingestuft zu werden wie die Wettbewerber. Dies gilt selbst dann, wenn angesichts des Geschäftsmodells der DAB Bank AG die Refinanzierung und deren Erschwerung durch zu niedrige Kernkapitalquoten nicht im Mittelpunkt stehen. Ungeachtet dessen bedeutet eine niedrigere Kernkapitalquote ein höheres Risiko mit der Folge eines höheren Risikozuschlages, der sich dann wiederum wertmindernd auf die Aktien auswirkt.

Die vergleichsweise hohen Ausschüttungsquoten in den Jahren ohne vollständige Thesaurierung ermöglichen zudem die Nutzung des steuerlichen Einlagenkontos zugunsten der Anteilseigner, weil dadurch keine Ertragsteuer auf die Ausschüttungen anfällt.

Für die letzte Stufe der Anforderungen des Regelwerks von Basel III muss im Jahr 2019 eine CET1-Quote von 10,5 % erreicht

werden, was im Bewertungsmodell in nicht zu beanstandender Art und Weise im nachhaltigen Ergebnis berücksichtigt wurde.

Insgesamt stehen diese aus bankaufsichtlichen und damit rechtlich Gründen notwendigen Thesaurierungsmittel nicht als ausschüttungsfähiger Betrag zur Verfügung, weil eine Ausschüttung dann nicht erfolgen darf, wenn dem aufsichtsrechtliche Restrektionen entgegenstehen, zu denen auch gehört, dass Kreditinstitute über eine angemessene Eigenmittelausstattung verfügen müssen (vgl. LG München I AG 2014, 168, 171).

(b) Im Terminal Value ab 2027 wurde von einer Ausschüttungsquote von 50 % ausgegangen, wobei dabei insbesondere auch zu berücksichtigen war, dass das steuerliche Einlagenkonto ab diesem Jahr nicht mehr nutzbar war. Anders als in der Detailplanungsphase kann bei der Festlegung der Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente nicht auf die Planung des Unternehmens zurückgegriffen werden, weil es eine solche schon ab den Jahren 2019 ff. nicht mehr gibt. Angesichts dessen ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Der Kammer sind die von den Prüfern genannten marktüblichen Werte auch aus anderen Spruchverfahren bekannt, weshalb gegen den Ansatz einer innerhalb der genannten Bandbreite von Ausschüttungsquoten, die zwischen 40 und 60 % bzw. 70 % liegt, angesiedelte Ausschüttungsquote von 50 % keine Bedenken bestehen.

(c) Gegen das Heranziehen eines Steuersatzes von 13,1875 % – also des hälftigen Steuersatzes zuzüglich des Solidaritätszuschlags – auf die Wertbeiträge aus Thesaurierung bestehen keine Bedenken. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511 f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O

16371/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/16; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, es handele sich um eine verfassungsrechtlich unzulässige Typisierung oder um einen Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz bzw. das durch Art. 14 Abs. 1 GG grundrechtlich geschützte Eigentum der Aktionäre. Die vom Bundesverfassungsgericht in diesem Kontext getroffenen Entscheidungen betreffen regelmäßig Maßnahmen des Gesetzgebers auf dem Gebiet des Steuer- oder Abgabenrechts, wobei die dahinter stehenden Überlegungen angesichts der Bedeutung von Art. 14 Abs. 1 GG bei der Beurteilung der Angemessenheit einer Barabfindung nicht gänzlich unberücksichtigt bleiben könne. Steuerregelungen, die in die Bewertung einfließen müssen, betreffen in der Regel Massenvorgänge des Wirtschaftslebens und müssen daher, um praktikabel zu sein, auf typisierende Sachverhalte zurückgreifen, an denen dann die steuerrechtlichen Folgen geknüpft werden; dabei dürfen allerdings die Besonderheiten des Einzelfalles nicht vernachlässigt werden. Indes kann es dabei zu Ungleichbehandlungen kommen, die aber so auszugestalten sind, dass deren Anwendbarkeit und Handhabung praktikabel blei-

ben muss. Wirtschaftliche Ungleichheiten der Belastung dürfen ein gewisses Maß nicht übersteigen. Vielmehr müssen die Vorteile der Typisierung im rechten Verhältnis zu der mit ihr notwendigerweise verbundenen Ungleichheit der Besteuerung stehen. Zudem darf die Typisierung keinen atypischen Fall abbilden, sondern muss sich realitätsgerecht am typischen Fall orientieren. Eine Typisierung setzt voraus, dass die durch sie eintretenden Härten und Ungerechtigkeiten nur unter Schwierigkeiten vermeidbar wären, nur eine verhältnismäßig kleine Zahl von Personen betreffen und der Verstoß gegen den Gleichheitssatz nicht sehr intensiv ist (vgl. BVerfGE 112, 268, 280 f. = NJW 2005, 2448, 2449; BVerfGE 133, 377, 412 f. = NJW 2013, 2257, 2260 = FamRZ 2013, 1103, 1105; BVerfGE 137, 1, 21 = NVwZ 2014, 1448, 1450). Gegen diese verfassungsrechtlichen Vorgaben wird im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes nicht verstoßen, wenn im Rahmen der Berücksichtigung der steuerlichen Belastungen an eine unbeschränkt einkommensteuerpflichtige inländische natürliche Person angeknüpft wird und andererseits an eine Veräußerung mit dem Ziel der Realisierung thesaurierungsbedingter Wertsteigerungen. Auch wenn statistisch gesehen die unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Personen an der Gesamtheit der Aktionäre deutlich in der Minderheit sein werden, übersieht dieser Ansatz allerdings, dass es vorliegend um den Ausschluss von Minderheitsaktionären geht, die gerade keine unternehmerische (Mit-)Verantwortung mit ihrem Aktienbesitz verfolgen und dementsprechend auch die Durchsetzung unternehmerischer Entscheidungen gegen einen Mehrheitsaktionär regelmäßig nicht verhindern können (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3270 = NZG 2007, 587, 589 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577, 1578 = Der Konzern 2007, 524,

526 = DStR 2007, 1177 – Edscha AG). Bei dieser Konstellation des Ausschlusses von Minderheitsaktionären darf angesichts unterschiedlicher Zielsetzungen nicht auf die Gesamtheit der Aktionäre abgestellt werden, wenn es um die Angemessenheit einer Kompensation der Minderheitsaktionäre geht. Ebenso muss gesehen werden, dass es vorliegend gerade nicht um die Besteuerung als solches geht, sondern um eine die Realität widerspiegelnde Besteuerung der Auswirkungen der Wertsteigerungen durch Thesaurierung im Rahmen einer gemäß §§ 738 BGB, 287 ZPO zu schätzenden Kompensation für den Verlust des Aktieneigentums, wobei die künftige Entwicklung des Unternehmens regelmäßig nur anhand üblicherweise zu beobachtender Entwicklungen abgeleitet werden kann. Dazu gehört aber auch, dass thesaurierte Gewinne Wertsteigerungen zur Folge haben. Mittels Thesaurierung können beispielsweise Erweiterungsinvestitionen finanziert werden, die entsprechendes Mengenwachstums und eine Ertragssteigerung nach sich ziehen (vgl. Schieszl/Bachmann/Amann in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 706 f.) Von derartigen Wertsteigerungen wird dann aber auch der Minderheitsaktionär profitieren wollen und seine Aktien veräußern. Dann aber wäre der Veräußerungsgewinn aufgrund von § 20 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 EStG steuerpflichtig. Infolge des langen Haltezeitraums wird jedoch nur der hälftige Steuersatz zugrunde gelegt. Der Umstand, dass ein Teil der Aktionäre die Aktien bereits vor dem Inkrafttreten der Änderung des Einkommensteuerrechts und der Einführung der Steuerpflicht von Veräußerungsgewinnen erworben hatte, kann dem typisierenden Ansatz nicht entgegengehalten werden, weil anderenfalls eine Unternehmensbewertung, die die persönlichen Einkommenssteuern entsprechend der ständigen höchst- und obergerichtlichen Rechtsprechung berücksichtigt, praktisch nicht mehr durchführ-

bar wäre und die Garantien der Art. 14 Abs. 1 GG und Art. 3 Abs. 1 GG aus den bereits genannten Gründen keine völlige Gleichstellung gebieten. Ähnliches gilt für im Ausland ansässige Personen, weil insoweit die Grundsätze des jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommens in die Unternehmensbewertung einfließen müssten, was gleichfalls als nicht mehr praktikabel einzustufen ist.

(d) Die im nachhaltigen Ergebnis angesetzte Thesaurierung berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlags storniert. Es ist nämlich eine

differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages (vgl. Schieszl/Bachmann/Amann in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 706). Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums.

(e) Aus der Thesaurierung von Gewinnen, die langfristig für ein höheres Wachstum und niedrigere Verbindlichkeiten wie reduzierte Ausgaben für Zinsen sorgen sollen, lässt sich kein Widerspruch in der Planung konstatieren. Bei der Aufteilung der finanziellen Überschüsse müssen nämlich die Besonderheiten des Geschäftsmodells einer Bank mit den aufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen beachtet werden, die abhängig sind von der Höhe der im Bestand befindlichen Aktiva, bei der DAB Bank AG mithin vor allem die sich im Bestand befindlichen Wertpapiere. Ohne Thesaurierung könnten die zukünftigen aufsichtsrechtlichen Anforderungen nicht erfüllt werden, wie bereits soeben erläutert wurde. Die thesaurierten Gewinne erhöhen zum einen das Eigenkapital und generieren auf der Aktivseite im Wesentlichen Zinserträge über die Anlage im Treasury-Portfolio sowie der Kapitalunterlegung von Effekten- und Dispositionskrediten. Folglich erhöhen sie auch die geplanten künftigen Erträge der Gesellschaft. Eine Rückführung von Verbindlichkeiten und damit der Reduzierung zukünftiger Zinsaufwendungen ist entgegen der in einer Antragsschrift geäußerten An-

sicht vorliegend nicht sachgerecht. Die Zinsaufwendungen der Gesellschaft resultieren aus der Zinsvergütung der Kundeneinlagen, die im Rahmen der Bilanz zwar als Verbindlichkeiten auf der Passivseite ausgewiesen werden müssen, aber ein Teil der Geschäftsgrundlage einer Bank sind. Die Rückzahlung von Kundeneinlagen würde zu einem Rückgang des Geschäftsvolumens und damit der Erträge führen. Die Annahme, dies hätte Auswirkungen auf die Position „sonstige Erträge/Aufwendungen" ist folglich nicht zutreffend, zumal für diese nach den Erkenntnissen von und bei der Prüfung in der Detailplanungsphase ein ausgeglichener Saldo von € 0,-- angesetzt wurde, nachdem diese Position in der Vergangenheit jeweils ein Überwiegen der Aufwendungen aufwies.

(7) Bei der Ermittlung der Jahresüberschüsse konnten und mussten im Rahmen der Steuerplanung der Gesellschaft die Verlustvorträge aus der Verschmelzung mit der FSB-GmbH von insgesamt € 14,1 Mio. mit ihrem steuerlichen Vorteil in Höhe von € 2,35 Mio. direkt berücksichtigt werden. Die Betriebsprüfung durch das zuständige Finanzamt hatte nämlich bereits vor dem allein maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung den Verlustvortrag in voller Höhe anerkannt, was zur Folge hat, dass es zu einer Körperschaft- und Gewerbesteuergutschrift kam, die zwar entsprechend den Vereinbarungen im Kaufvertrag zur Hälfte den Altgesellschaftern der FSB-GmbH zugutekommen sollte. Die andere Hälfte war indes in voller Höhe anzusetzen und musste dementsprechend auch in die Planung einfließen, weil sich daraus ein zusätzlicher Ertrag aus der Steuergutschrift ergibt.

Angesichts dessen berechnen sich die zu kapitalisierenden Überschüsse der DAB Bank AG zum bewertungstechnischen Stichtag am 1.1.2015 folgendermaßen:

IFRS-Konzern GuV-Planung und -ewige Rente - DAB-Gruppe - saisonal projiziert in TEUR	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019 ff.
Zinsüberschuss	28.934	38.009	45.764	61.430	59.500
Provisionsüberschuss	100.675	99.335	106.291	113.865	116.029
Handels- und Finanzanlageergebnis	1.653	1.870	2.100	2.100	1.061
Saldo der sonstigen betriebl. Ertr/Aufw.	-612	0	0	0	0
Operative Erträge	**130.650**	**139.213**	**154.155**	**177.395**	**176.590**
Personalaufwand	-41.666	-43.190	-44.439	-45.563	-46.019
Marketingaufwand	*-15.661*	*-17.705*	*-18.587*	*-19.408*	*-19.602*
Kreditbearbeitung	*-256*	*-579*	*-680*	*-784*	*-792*
Personalähnliche Aufwendungen	*-1.270*	*-1.338*	*-1.373*	*-1.409*	*-1.423*
IT- und Kommunikationsaufwand	*-19.228*	*-20.254*	*-20.949*	*-21.668*	*-21.884*
Beratung und sonstige Dienstleistungen	*-2.530*	*-2.354*	*-2.430*	*-2.507*	*-2.532*
Gebäudeaufwendungen	*-6.045*	*-6.076*	*-6.578*	*-6.956*	*-7.026*
Sicherheit und Gelddisposition	*-223*	*-204*	*-210*	*-216*	*-218*
Back Office Aufwendungen	*-15.609*	*-15.180*	*-15.788*	*-16.505*	*-16.670*
Sonstige Verwaltungsaufwendungen	*-5.164*	*-5.090*	*-5.236*	*-5.380*	*-5.433*
Steuern und Abgaben	*-28*	*-42*	*-42*	*-42*	*-42*
Andere Verwaltungsaufwendungen	-66.014	-68.822	-71.873	-74.875	-75.624
Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte	-13.216	-11.853	-12.143	-11.625	-11.741
Operatives Ergebnis (EBIT)	**9.754**	**15.348**	**25.699**	**45.331**	**43.205**
Zuführung zu Rückstellungen	-2.116	-201	-201	-201	-203
Kreditrisikovorsorge	390	-667	-679	-692	-707
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**8.028**	**14.480**	**24.820**	**44.438**	**42.295**
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2.431	-4.444	-7.733	-13.909	-13.228
Sonstiges Ergebnis (Steuergutschrift aus Verlustvorträgen)	2.350	0	0	0	0
Jahresüberschuss	**7.947**	**10.036**	**17.087**	**30.529**	**29.067**

Thesaurierung	-595	-939	-17.087	-3.236	-3.162
Wertbeitrag aus Wertsteigerungen	0	0	0	0	9.248
Effektive Ertragsteuer auf Wertsteigerungen	0	0	0	0	-1.860
Wertbeitrag aus Ausschüttungen	7.352	9.098	0	27.293	16.656

Ertragsteuer auf Ausschüttungen	0	0	0	0	-2.990
Ausschüttungsquote	93%	91%	0%	89%	
Nettoeinnahmen	**7.352**	**9.098**	**0**	**27.293**	**21.055**

b. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigenden Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134: OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1; 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

(1) Der Basiszinssatz war dabei in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 1 % vor Steuern und 0,74 % nach Steuern festzusetzen.

(a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate

Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; LG München I AG 2016, 95, 98; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden. Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit

der von der Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. In einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung ergab sich ein Basiszinssatz von 1,0 % vor Steuern. Einer Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 1,00 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14).

(b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist

die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 26513/11).

(c) Ebenso wenig ist es geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen. Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfin-

denden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

(2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und vorliegend 3,5 % nach Steuern beträgt.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

(a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.

(aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

(bb) Die Kammer vermag indes der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerters ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzel-

nen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; LG München I AG 2016, 95, 99; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berück-

sichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).

(cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).

(b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlags ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.

(aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolo-

sen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen.

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell –

vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; ebenso und ausführlich zur Problematik Knoll WiSt 2016, 248 ff.; auch Zeidler/Tschöpel/Bertram CF 2014, 70, 72 f.). Auch die Tatsache, dass im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 2016 im Zusammenhang mit Bewertungskennzahlen für den deutschen Aktienmarkt auf die impliziten Eigenkapitalkosten abgestellt wird und diese im Rahmen eines Dividendenbarwertmodells herangezogen werden, ändert nichts an den hier geäußerten Bedenken gegen den Ansatz der impliziten Marktrisikoprämie und deren Ableitung aus Analystenschätzungen, die eben den Blick „nur" von außen auf ein Unternehmen haben und vielfach auch interessengeleitet sind. Vor allem aber weist der Beitrag im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank 04/2016 selbst darauf hin, dass die Beantwortung der Frage nach einem gerechtfertigten Bewertungsniveau

nicht im Rahmen des Dividendenbarwertmodells allein erfolgen könne. Auch wird ausgeführt, dass es immer wieder auch Perioden gebe, in denen die Aktienrisikoprämie und die impliziten Eigenkapitalkosten sich nicht parallel entwickelten. So wird gerade auch auf den Sommer 2014 verwiesen, ab dem zwar die impliziten Aktienrisikoprämien, nicht aber die Risikoindikatoren stiegen. Auch in der zweiten Jahreshälfte 2010 kam es nach diesem Bericht zu einem starken Anstieg der Aktienrisikoprämie als auch der Eigenkapitalkosten, ohne dass andere Risikoindikatoren reagiert hätten.

Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die

Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasirisikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.

Der Ansatz eines Wertes von 5,5 % nach Steuern für die Marktrisikoprämie, wie dies im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angenommen wurde, kann auch aus

einem anderen Grund nicht als zwingend und angemessen bezeichnet werden. In anderen Untersuchungen wurde nämlich abgeleitet, dass es infolge der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise nicht zu einem deutlichen Anstieg der Marktrisikoprämie kam. Zwei Prüfungsberichte der

für Zeitpunkte bereits vor dem hier maßgeblichen Stichtag (z.B. im Rahmen des Squeeze out bei der zum Stichtag 5.6.2013) sprechen eher gegen eine konstant reale Aktienrendite, nachdem diese Berichte zu der Feststellung gelangen, es gebe lediglich eine marginale Erhöhung des durchschnittlichen Wertes gegenüber den 2003 endenden Zeitreihen aus der Stehle-Studie und folglich auch keine Anhaltspunkte für eine signifikant gestiegene Marktrisikoprämie. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise auf die Marktrisikoprämie erst ex post nach deren Ende und letztlich auch nach dem Ende der auch zum Bewertungsstichtag andauernden expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank gewertet werden können. In die gleiche Richtung geht eine anhand des von Datastream bereit gestellten Index „World DS-Market" aus dem Zeitraum von 1974 bis 2014 eine globale Marktrisikoprämie aus Sicht eines inländischen Investors von 4,55 % (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 251). Allerdings ist in diesem Zusammenhang nicht zu verkennen, dass dieser Ansatz auch Währungsrisiken beinhaltet und somit ebenfalls nicht zwingend für die Ableitung der Marktrisikoprämie herangezogen werden kann; zudem wird nicht klar herausgestellt, inwieweit es sich dabei um einen Ansatz vor oder nach Steuern handelt, auch

wenn mehr für die Annahme eines Nach-Steuerwertes sprechen dürfte.

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 %, die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Andererseits kann nicht verkannt werden, dass die in diesem Zusammenhang vielfach angestellten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze der Ansatz zumindest einer leicht ansteigenden Marktrisikoprämie nicht von der Hand zu weisen ist. Auch unter Berücksichtigung der in anderen Spruchverfahren gewonnenen Erkenntnisse sieht die Kammer eine Marktrisikoprämie von 5 % als angemessen an.

Dem können namentlich nicht die Erwägungen aus dem Gesetzgebungsverfahren zur Neufassung des Erbschaftsteuergesetzes entgegen gehalten werden, in dessen Verlaufe es zu einer Änderung des für das vereinfachte Ertragswertverfahren geltenden Vorschrift des § 203 BewG gekommen ist. Eine unmittelbare Übernahme der Regelung aus § 203 Abs. 1 BewG kann nicht vorgenommen werden, weil die Bewertungsanlässe zu unterschiedlich

sind. Das Bewertungsgesetz zielt auf eine standardisierende Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer und kann deshalb auch auf vereinfachende Bewertungsparameter zurückzugreifen. Demgegenüber ist das Ertragswertverfahren gerade bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie beispielsweise einem Squeeze out darauf gerichtet, im Einzelfall den zutreffenden Unternehmenswert zu ermitteln, der auch den verfassungsrechtlichen Anforderungen aus Art. 14 Abs. 1 GG an eine volle Kompensation der von einer derartigen Maßnahme betroffenen Minderheitsaktionäre genügen muss. Daher ist aus dem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 % in § 203 BewG kein zwingender Rückschluss auf eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zu ziehen. Auch der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern entfernt sich nicht in einer nicht hinnehmbaren Weise von den Überlegungen des Gesetzgebers zur Marktrisikoprämie, zumal der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages kein erhöhtes Investitionsrisiko bei Unternehmen aufgrund der Niedrigzinsphase annahm (vgl. insgesamt zu § 203 BewG n. F. BT-Drucks. 18/8911 S. 47).

Ebenso wenig kann diesem Ansatz das von einigen Antragstellern zitierte Sachverständigengutachten von aus einem anderen, beim Landgericht Hannover geführten Verfahren entgegengehalten werden, das der Kammer aus einer Reihe anderer Spruchverfahren bekannt ist. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht in Frage gestellt. Allerdings sieht die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von

drei bis fünf Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkte unter dem Wert der Stehle-Studie liegt. Dabei verweist er aber im Folgenden auf weitere Aspekte, die wiederum zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie führen sollen, ohne diese dann allerdings hinreichend exakt zu beziffern. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 29.5.2015, also mehr als sechs Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes sehr deutlich nach unten bewegt hatte.

weist selbst darauf hin, es sei fraglich, ob zu diesem Stichtag eine Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen der Unsicherheiten der Finanzkrise bereits in vollem Umfang eingepreist war. Er verweist zudem auf eine erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer in Zeiten der Krise, die sich in einer erhöhten Marktrisikoprämie auswirken kann. Angesichts dessen können die Erkenntnisse von nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

(bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen des (Tax-)CAPM herangezogene Beta-Faktor konnte auf der Grundlage einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmenseigene Beta der DAB Bank AG zum Bewertungsstichtag nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Dies beruht im Wesentlichen auf den nachstehenden Erwägungen.

Entscheidend gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors spricht die mangelnde Liquidität der Aktien der DAB Bank AG, nachdem diese in einem Zeitraum von fünf Jahren vom 17.12.2009 bis zum 17.12.2014 als dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht an die Kapitalmärkte jeweils in Jahresscheiben ermittelte Bid-Ask-Spreads von 2,1 %, 2,8 %, 1,9 %, 1,7 % und 1,5 % aufwiesen. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Die Bid-Ask-Spreads der DAB Bank AG liegen in allen Zeiträumen deutlich über dem Grenzwert von maximal 1,25 %, bis zu dem von einer liquiden Aktie ausgegangen wird.

Für die Zeit ab dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot muss weiterhin davon ausgegangen werden, dass der Aktienkurs der Gesellschaft nicht mehr in erheblichem Umfang von ihrem eigentlichen operativen Risiko geprägt wird, nachdem derartige Angebote regelmäßig zu einer Zementierung des Aktienkurses führen, der dann auch nicht mehr das operative Risiko der Gesellschaft reflektiert (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012,

Az. 21 W 14/11, Beck RS 2012, 20564; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27.5.2014, Az. 3-05 O 34/13, Beck RS 2014, 12643; LG München I, Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

In den Jahren 2011 bis 2013 muss zudem gesehen werden, dass es nach den Ausführungen der gerichtlich bestellten Prüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 7.11.2016 nur geringe Handelsumsätze gab, was gleichfalls gegen eine hinreichende Liquidität der Aktie spricht.

Die Frage der Abkoppelung der Gesellschaft vom Markt wegen des Streubesitzes kann für die Problematik des Ansatzes des originären Beta-Faktors der Gesellschaft keine Rolle spielen, auch wenn der Streubesitz bis zum 31.7.2014 bei 8,31 % lag. Der Streubesitz ist nämlich für die Einschätzung der Liquidität der Gesellschaft nur von untergeordneter Bedeutung. Abgesehen davon ist die Abkoppelung der Aktien der DAB Bank AG vom Markt unabhängig von der Höhe des Streubesitzes. Nach der Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebots verharrte der Kurs im Wesentlichen auf dem Niveau des Übernahmeangebots von € 4,78, während gerade der Verlauf des DAX im selben Zeitraum deutlichen Schwankungen unterlag.

Der fehlenden Maßgeblichkeit des unternehmenseigenen Beta-Faktors lässt sich nicht entgegenhalten, das Bestimmtheitsmaß R^2 über einen fünfjährigen Referenzzeitraum bei monatlichen Renditeintervallen von 0,32 bzw. 0,15 bei wöchentlichen Renditeintervallen und der bestandene t-Test spreche für die Signifikanz der originären Beta-Faktoren. Es muss in diesem Zusammenhang nämlich

gesehen werden, dass in dem näher zum Bewertungsstichtag liegenden und damit eine hohe Aussagekraft aufweisenden Referenzzeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditeintervallen das Bestimmtheitsmaß nur noch bei 0,002 lag; dies besagt, dass nur 0,2 % des Risikos einer Aktie durch den Markt bestimmt werden. Auch wurde in diesem Zeitraum der t-Test nicht bestanden. Gerade diese Entwicklung in jüngerer Zeit spricht neben den Liquiditätskennzahlen der Bid-Ask-Spreads gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors der DAB Bank AG. Abgesehen davon bestehen auch erhebliche Bedenken in Rechtsprechung und Literatur, alleine auf das Bestimmtheitsmaß R^2 oder einen bestandenen t-Test abzustellen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532; kritisch auch Franken/Schulte/Dörschell, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 59).

(cc) Der demgemäß über eine Peer Group abzuleitende Beta-Faktor der DAB Bank AG war zur Überzeugung der Kammer auf 0,7 und nicht auf 1,1 festzusetzen. Die von den Bewertungsgutachtern von zusammengesetzte Peer Group, die zumindest zu einem erheblichen Teil auch aus Geschäftsbanken mit Filialnetzen besteht wie beispielsweise der Deutschen Bank AG oder der Commerzbank AG aus Deutschland sowie der Banco Santander sowie der Muttergesellschaft der DAB Bank AG können nicht als vergleichbar bezeichnet werden, nachdem es auch börsennotierte Direktbanken gibt, die sehr viel eher mit dem Bewertungsobjekt vergleichen werden kön-

nen. Mit anderen Direkt- oder Online-Banken existieren Unternehmen, die hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente und der Art der angebotenen Dienstleistungen wie auch hinsichtlich der regionalen Tätigkeiten mit der DAB Bank AG unmittelbar vergleichbar sind (vgl. hierzu Dörschell/Franken/Schulte, der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 146 f.). Demgemäß haben auch die gerichtlich bestellten Prüfer eine eigenständige Peer Group abgeleitet, die sich aus der Comdirect Bank AG, der in den Niederlanden ansässigen BinckBank N.V. sowie der Swissquote Group Holding S.A. zusammensetzt. Die Comdirekt Bank AG bietet Einlagenkonten und Finanzservice über das Internet als Direktbank an, wobei das Online-Brokerage für Aktien, Anleihen sowie geschlossene Fonds, Investmentservices und Hauskredite zur Angebotspalette gehören. Ebenso bietet die BinckBank N.V. ihren Kunden Online-Brokerage von Wertpapieren an; zudem werden Brokerage-Produkte für Privatkunden und die Ausführung von Orders sowie die automatisierte Abwicklung von administrativen und dokumentarischen Aufgaben für Investmentmanager angeboten. Die Swissquote Group Holding S.A. bietet mit ihren Tochterunternehmen Finanzdienstleistungen online an, wobei sie Echtzeitpreise von Wertpapieren der Schweizer Börse ihren Kunden zur Verfügung stellt, die dann auch gehandelt werden können. Auch von der Größe und den Erträgen her lassen sich diese drei in die Peer Group der gerichtlich bestellten Prüfer aufgenommenen Unternehmen sehr viel besser vergleichen als namentlich die in die Teil-Peer Group von „Diversifizierte Banken" aufgenommenen Großbanken mit ihrem umfassenden Filialnetz. Ebenso sind die drei Online-Bank von ihrer regiona-

len Tätigkeit mit Aktivitäten in einer überschaubaren Zahl von Ländern Europas gut vergleichbar. Demgegenüber operieren die von herangezogenen Unternehmen gerade aus dem Bereich „Diversifizierte Banken" zu einem erheblichen Teil weltweit und nehmen gerade auch das mit erheblichen Risiken verbundene Investmentbanking wahr. Durch ihr Filialnetz verfügen sie über eine andere Personalstruktur als reine Online-Banken was gleichfalls gegen die unmittelbare Vergleichbarkeit spricht. Ebenso sind diese Institute von ihrer Größe her in puncto Bilanzsumme, Mitarbeiterzahl oder Marktkapitalisierung nicht mit der sehr viel kleineren DAB Bank vergleichbar.

Der Beta-Faktor für die DAB Bank AG liegt indes zur Überzeugung der Kammer bei 0,7 und nicht bei 1,1. Der letztgenannte Wert konnte nur dadurch erreicht werden, dass von den gerichtlich bestellten Prüfern als Referenzindex der MSCI World Index über einen Zeitraum von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen zugrunde gelegt wurde bei einem Abfragedatum 25.3.2015 ebenso wie zum Stichtag der Hauptversammlung. Demgegenüber zeigen alle anderen denkbaren Ermittlungen eines Beta-Faktors, wie sie auch in einer Vielzahl anderer Spruchverfahren der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden, bei den drei genannten Vergleichsbanken deutlich niedrigere Werte. Selbst beim Ansatz des MSCI World Developed Countries zeigt sich bei einem zweijährigen Zeitraum mit wöchentlichen Abfragezeiträumen ein Mittelwert von 0,7. Dieser Wert stimmt auch überein mit einem fünfjährigen Referenzzeitraum und monatlichen Intervallen gegen den jeweils größten nationalen Index zum Stichtag der Hauptversammlung wie auch zum Ende der Prüfungsarbeiten. Gegen die nationalen Indizes ermittelten die Ab-

findungsprüfer zum Stichtag der Hauptversammlung bei einem Zeitraum von zwei Jahren und wöchentlichen Renditeintervallen sogar einen noch niedrigeren Beta-Faktor von 0,6. Diese Zusammenschau zeigt zur Überzeugung der Kammer, dass der Beta-Faktor von 1,1 als deutlich überhöht einzustufen ist und daher nicht der Bewertung zugrunde gelegt werden kann. Auch wenn der Ansatz über den MSCI World Developed Countries den Vorteil aufweist, dass er sämtliche risikobehafteten, mit ihren Marktwerten gewichteten Vermögenswerte enthält und ein längerer Zeitraum bei Fehlen von Brüchen in der Entwicklung stabilere Werte liefern kann, rechtfertigt dies alleine nicht den Ansatz des Beta-Faktors von 1,1. Auch wenn das (Tax-)CAPM beim Beta-Faktor auf den Investor und nicht die Gesellschaft darstellt, können die begrenzten Märkte, auf denen die DAB Bank AG ebenso wie die drei maßgeblichen Peer Group-Unternehmen tätig sind, nicht gänzlich unberücksichtigt bleiben. Dieser Ansatz spricht bei dem vorliegenden Bewertungsobjekt dafür, dem gegen den jeweils größten nationalen Index gerechneten Beta-Faktor eine stärkere Bedeutung beizumessen. Bei beiden Betrachtungszeiträumen und Renditeintervallen über fünf Jahre monatlich bzw. zwei Jahre wöchentlich weisen die nationalen Indizes nahezu denselben Wert aus. Zudem zeigt auch der aus dem MSCI World Developed Countries abgeleitete Beta-Faktor bei einem zweijährigen Referenzzeitraum und wöchentlichen Renditeintervallen gleichfalls einen Wert von 0,7 – dieser kürzere Zeitraum stellt stärker auf die Entwicklung zum Bewertungsstichtag hin ab und kann folglich durchaus aussagekräftiger sein, weil auftretende Strukturbrüche dann eher ausgeblendet werden. Zudem weist er den Vorteil der Einbeziehung aller Vermö-

genswerte auf und vermindert die bei monatlichen Renditeintervallen auftretende Gefahr einer deutlichen höheren Instabilität im Vergleich zu den auf Basis wöchentlicher Renditen ermittelten Beta-Faktor. Der breiteste nationale Index weist den weiteren Vorteil auf, dass der objektivierte Unternehmenswert aus der Sichtweise einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt wird (vgl. insgesamt Dörschell/Franken/Schulte, der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 463 ff.) und der Ansatz unterschiedlicher Währungen mit ihren Umrechnungsproblemen außer Betracht bleiben.

Eine Gesamtbetrachtung der hier ermittelten Beta-Faktoren ergibt somit zur Überzeugung der Kammer, dass ein solcher von 0,7 angemessen und sachgerecht ist. Hierfür spricht letztlich auch die Entwicklung der Beta-Faktoren in den beiden Jahren vor dem Stichtag, die gerade bei den von den Bewertungsgutachtern herangezogenen Kreditinstituten insbesondere im Vergleich zu den Jahren 2010 bis 2011 von teilweise deutlichen Rückgängen der Beta-Faktoren geprägt waren. Gerade diese Entwicklung für viele Kreditinstitute erhellt, dass der Fünf-Jahreszeitraum nicht aussagekräftig ist, auch wenn wöchentliche Renditeintervalle wählte und dadurch die statistische Vergleichbarkeit erhöhte.

Aus allein aus der Vergangenheit abgeleiteten durchschnittlichen Dividendenrenditen der Jahre 2010 bis 2014 kann nicht auf die Entwicklung in der Zukunft geschlossen werden. Das Geschäftsmodell der DAB Bank AG zeigt nämlich in Relation zum Gesamtmarkt ein unterdurchschnittliches operatives Risiko, nachdem der Durchschnitt

des operativen Risikos ohne das bei Banken zu vernachlässigende Kapitalstrukturrisiko bei etwa 0,8 liegt. Die DAB Bank AG weist eine Vielzahl von Stärken auf, die im Vergleich zu den Risiken überwiegen. Der Markt des Online-Banking ist nach wie vor ein Wachstumsmarkt, nachdem die Internetnutzung in Deutschland noch wächst, auch wenn das Internet bereits einen hohen Durchdringungsgrad in den Haushalten hat. Daher gibt es eine weiter wachsende Basis an potenziellen Kunden, zumal sich die zunehmende Digitalisierung und die mobile Internetnutzung stärker durchsetzen werden. Auch muss in die Gesamtbetrachtung einfließen, dass die Gesellschaft eine gute Positionierung in ihrem Wettbewerbsumfeld hat, selbst wenn dies angesichts der Transparenz der Preisgestaltung und durchaus starker Wettbewerber nicht überbewertet werden darf. Eine der Stärken der DAB Bank AG liegt in ihrem vergleichsweise hohen Automatisierungsgrad mit einer modernen, leistungs- und wettbewerbsfähigen IT-Infrastruktur. Die aktuelle Niedrigzinspolitik birgt zudem nicht nur Risiken, die sich vor allem in sinkenden Zinsüberschüssen auswirken, sondern auch Chancen durch eine Verlagerung der Tätigkeit hin zu einer zunehmenden Investitionen in Wertpapiere und damit eine Kompensation des Rückgangs beim Zinsergebnis durch eine gute Entwicklung der Provisionsüberschüsse. Das bestehende Risiko einer Abkehr der Kunden aufgrund der Gefahren, die von Internetkriminalität und Schadprogrammen ausgehen, muss angesichts der modernen IT-Infrastruktur der Gesellschaft letztlich als überschaubar bewertet werden. Ebenso sind Unwägbarkeiten aus der Abhängigkeit von Netz- und Breitbandausbau angesichts des bestehenden Willens der politisch Verantwortlichen, in

diesem Bereich weitere Verbesserungen zu schaffen nicht als zu groß anzusiedeln. Der Markt, in dem die DAB Bank tätig ist, muss aber andererseits als hart umkämpft angesehen werden, weshalb zweifelsohne auch das Risiko gesehen werden muss, dass deshalb – ungeachtet der guten Positionierung der Gesellschaft im Wettbewerb – Marktanteile an andere Wettbewerber verloren gehen, zu denen vermehrt die großen Anbieter von Bank- und Finanzdienstleistungen gehören, die neben dem traditionellen Filialgeschäft auch auf das Online-Banking setzen. Daher kann es auch nicht entscheidungserheblich darauf ankommen, wie der Beta-Faktor der Comdirekt Bank AG in einem anderen Spruchverfahren ermittelt wurde.

Insgesamt muss aber aus den genannten Gründen das Risiko als leicht unter dem Durchschnitt aller Marktteilnehmer eingestuft werden. Für ein überdurchschnittliches Risiko entsprechend einem Beta-Faktor von 1,1 sieht die Kammer somit keine Anhaltspunkte, nachdem die Gesellschaft insbesondere nicht das hoch riskante Investmentbanking betreibt. Daher ist der Risikozuschlag auf 3,5 % nach Steuern anzusetzen gewesen.

(3) Kein Korrekturbedarf kann bei dem mit 1 % angesetzten Wachstumsabschlag angenommen werden.

(a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzuset-

zenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 134). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

In diesem Zusammenhang kann nicht davon ausgegangen werden, der Wachstumsabschlag müsse deshalb höher angesetzt werden, weil die Gesellschaft als Marktführer mit dadurch möglichen attraktiveren Konditionen auch auf längere Sicht hohe Wachstumsraten erzielen werden. Auch in diesem Kontext muss beachtet werden, dass im Markt- und Wettbewerbsumfeld

der DAB Bank AG aufgrund transparenter Preise und eines sehr ähnlichen und weitgehend undifferenzierten Dienstleistungsangebots der Wettbewerber ein intensiver Preiswettbewerb herrscht, wobei der Preis das nahezu einzige Differenzierungskriterium der Direktbanken darstellt. Somit besteht – worauf die Abfindungsprüfer wiederholt hinwiesen – der Preis- und Margendruck für alle Marktteilnehmer. Dieser Umstand hat dann allerdings zur Konsequenz, dass auch bei tendenzieller oder gar echter Marktführerschaft diese nicht in ein zusätzliches Ertragspotenzial umgesetzt und daher auch ein höherer Wachstumsabschlag nicht angenommen werden kann.

Ebenso wenig kann aus einem nicht erforderlichen (umfangreichen) Filialnetz auf ein höheres Wachstumspotenzial geschlossen werden. Auch hier ist nämlich zu berücksichtigen, dass nachhaltig mit einem Kosten- und Margendruck sowie einer hohen Preissensitivität der Kunden zu rechnen ist, weshalb im Wesentlichen das angenommene Wachstum des Jahres 2018 als Basis für die Wachstumsrate im Terminal Value herangezogen wurde, die dann auch dem Wachstumsabschlag entspricht. Nicht außer Betracht gelassen werden kann, dass die DAB Bank AG über ihre österreichische Tochtergesellschaft acht Bankfilialen betreibt, die nachhaltig angesetzt werden müssen, nachdem diese auch schon in Phase I berücksichtigt wurden und es keine Vorstandsentscheidung zur Schließung dieser Filialen gab. Dementsprechend waren diese Aufwendungen und Erträge daraus auch im Terminal Value zu berücksichtigen, weshalb dann eine Anpassung auch beim Wachstumsabschlag nicht sachgerecht sein kann, weil dies zu einer Doppelerfassung führen würde.

Die mögliche Einführung einer Finanztransaktionssteuer mit einer anschließenden Umlegung auf die Kunden sowie ein Entfal-

len der Bankenabgabe ab 2026 können keinen Einfluss auf die Höhe des Wachstumsabschlags haben. Zum einen hätten derartige Entwicklungen im Falle der Absehbarkeit im Sinne der Wurzeltheorie in die Planung einfließen müssen. Bei Maßnahmen des Gesetzgebers wie auch des europäischen Verordnungsgebers wird dies indes regelmäßig nur dann angenommen werden können, wenn die Gesetzgebungsverfahren bereits abgeschlossen sind. Davon kann bei der Finanztransaktionssteuer keinesfalls ausgegangen werden, weshalb sie weder in der Detailplanungsphase noch im Zeitraum der Ewigen Rente und auch beim Wachstumsabschlag Berücksichtigung finden kann. Auch wenn gerichtsbekannt die Finanztransaktionssteuer in der rechts- und finanzpolitischen Diskussion ist, wurde sie bis zum Stichtag der Hauptversammlung weder von der Europäischen Union noch von einzelnen Mitgliedstaaten beschlossen. Auch war auch nicht definiert, ob und gegebenenfalls wann sie mit welchen Staaten wie eingeführt und welche Geschäfte von ihr überhaupt erfasst werden sollen und wie hoch sie sein könnte. Demgemäß konnte ein Ansatz bezüglich der Überwälzung nicht erfolgen. Ebenso wenig ist absehbar, ob die europäische Bankenabgabe im Jahr 2026 tatsächlich entfallen soll, weil dies so nicht zwingend aus den maßgeblichen Bestimmungen der Europäischen Union abgeleitet werden kann. Im Voraus kann nicht bestimmt werden, wie sich die europäische Bankenabgabe entwickeln wird. Dies beruht darauf, dass sich die Aufbauphase um maximal vier Jahre verlängern kann, wenn der einheitliche Abwicklungsfonds Auszahlungen in Höhe von über 0,5 % des Gesamtbetrags der gedeckten Einlagen vorgenommen hat und weitere Kriterien erfüllt sind, wie sich aus Art. 102 Abs. 2 der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Rats und des Parlaments vom 12.6.2014 sowie aus Art. 69 Abs. 3 der Verordnung für den einheitlichen Abwicklungsmechanismus

806/2014 ergibt. Liegt der Betrag der verfügbaren Mittel nach der geplanten Aufbauphase unterhalb der vorgesehenen Zielausstattung von 1 %, werden darüber hinaus gemäß Art. 102 Abs. 3 der Richtlinie 2014/59/EU und Art. 69 Abs. 4 Satz 1 der Verordnung für den einheitlichen Abwicklungsmechanismus 806/2014 erhoben, bis die Zielausstattung erreicht ist. Nachdem die Zielausstattung erstmals erreicht worden ist und die verfügbaren Mittel auf weniger als 2/3 der Zielausstattung abgeschmolzen sind, werden die genannten Beträge in einer Höhe festgelegt, mit der die Zielausstattung binnen sechs Jahren erreicht werden kann, wie in Art. 69 Abs. 4 Satz 2 der VO 806/2014 geregelt ist. Ferner können von den im Hoheitsgebiet der teilnehmenden Mitgliedsstaaten zugelassenen Instituten außerordentliche nachträgliche Beträge gemäß Art. 104 Abs. 1 der Richtlinie 2014/49/EU und Art. 71 Abs. 1 der VO 806/2014 erhoben werden, wenn die verfügbaren Finanzmittel nicht ausreichen, um Verluste, Kosten und sonstige Aufwendungen im Zusammenhang mit der Inanspruchnahme des Fonds für Abwicklungsmaßnahmen zu decken. Angesichts dessen ist auch das Ende der Bankenabgabe zum vorgesehenen Zeitpunkt nicht sicher.

(b) Allerdings kann nicht angenommen werden, ein unterhalb der erwarteten allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag führe auf Dauer zu einem Schrumpfen und vollständigen Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt. Dieser Ansatz lässt die Auswirkungen zwischen Wachstum, Thesaurierung, Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung außer Betracht. Gerade die Folgen der Thesaurierung müssen in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Be-

rücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus mehreren anderen Verfahren überzeugend dargestellt wurde, in denen insbesondere auch als gerichtlich bestellter Sachverständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie von (BewP 2011, 24) führt nicht zu einer abweichenden Beurteilung, auch wenn er die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlages – Bruttoinlandsprodukt, Inflationsrate und Gewinnwachstum der Unternehmen – zusammenfasst. Dabei lag das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 bei 2,4 % und damit über der Inflationsrate von 1,9 %. Der Wachstumsabschlag von 0,75 % spiegelt dabei aber nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, weshalb das Gesamtwachstum dann aber deutlich höher liegt.

Auch eine Dissertation von Bork aus dem Jahr 2009 führt zu keinen abweichenden Erkenntnissen. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteige-

rungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Etwas anderes lässt sich nicht aus einer Untersuchung von Schüler/Lampenius (BewP Heft 3/2007, 2 ff.) ableiten, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum zwischen 1985 und 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflationsschätzern sei ein negatives Realwachstum festgestellt worden. Diese Untersuchung rechtfertigt vor allem deshalb kein anderes Ergebnis, weil die Datengrundlage mit dem Ansatz des Verbraucherpreisindex in Deutschland bzw. den Schätzungen der Deutschen Bundesbank nicht zu überzeugen vermag. Wesentlich müssen nämlich – wie bereits ausgeführt – die Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen sein. Aus demselben Grund überzeugt auch nicht die Annahme von Knoll, eine unvollständige Überwälzung der Inflation stehe in Widerspruch zum Postulat des eingeschwungenen Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von Knoll geht indes von der erwarteten langfristigen Inflation seitens der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2 % aus, was indes nicht hinreichend die relevanten Veränderungen des Preisniveaus auf der Grundlage von Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen berücksichtigt.

Somit ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag am 1.1.2015 ein Unternehmenswert der DAB Bank AG von € 589,663 Mio., der dann auf den Bewertungsstichtag der Hauptversammlung aufzuzinsen ist, woraus sich dann ein Unternehmenswert zum Stichtag der Hauptversammlung am 29.5.2015 in Höhe von € 599,735 Mio. entsprechend nachstehender Tabelle errechnet:

Nettoeinnahmen	7.352	9.098	0	27.293	21.055
Kapitalisierungszinssatz	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	3,24%
Barwertfaktoren für das jeweilige Jahr	0,9594	0,9594	0,9594	0,9594	30,9000
Barwerte jeweils zum 01.01.	589.663	607.290	623.919	650.349	650.607

Ertragswert zum 01. Januar 2015	**589.663**
Aufzinsungsfaktor	1,0171
Unternehmenswert zum 29. Mai 2015	**599.735**

c. Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen mussten nicht angesetzt werden.

(1) Da die Auswirkungen des Verlustvortrages bereits im Rahmen der Planungsrechnung angesetzt wurden, durften sie zur Vermeidung von Doppelerfassungen nicht nochmals als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen.

(2) Weitere Sonderwerte oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen waren gleichfalls nicht in die Ermittlung des Unternehmenswerts aufzunehmen.

(a) Im Rahmen ihrer Prüfung erhielten und auf ihre ausdrückliche Nachfrage nach dem Vorhandensein nicht betriebsnotwendigen Vermögens wie Immobilien,

Gebäuden oder Kunstwerken die Auskunft, es gebe derartiges Vermögen weder bei der DAB Bank AG noch bei der direktanlage.at AG. Bei Gesprächen mit dem Management und dem Leiter Finanz & Controlling konnten sich die Prüfer von der Richtigkeit dieser Mitteilung überzeugen.

(b) Die Anlage von Liquidität im Treasury-Portfolio kann nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen eingestuft werden, weil dies Teil der Geschäftsstrategie ist und folglich bereits bei der Planung der Erträge angesetzt wurde. Anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung, wenn man die Liquidität zusätzlich noch als nicht betriebsnotwendiges Vermögen erfassen wollte.

(c) Das steuerliche Einlagenkonto war gleichfalls nicht als Sonderwert anzusetzen, weil die sich daraus ergebenden Effekte – wie auch die Auswirkungen der Verlustvorträge – in das Bewertungsmodell integriert wurden und der Ansatz eines Sonderwerts als Alternative kein anderes Ergebnis nach sich ziehen würde.

(d) Eine Berücksichtigung der Marke „DAB" als Sonderwert konnte nicht erfolgen. Deshalb musste deren Wert auch nicht ermittelt und im Bewertungsgutachten sowie dem Prüfungsbericht ausgewiesen werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az.

5 HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/16; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/; 15LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Somit ergibt sich ein mit dem Ertragswert identischer Unternehmenswert der Gesellschaft von € 599.735 Mio. zum Stichtag der Hauptversammlung am 29.5.2015. Bei 90.976.225 Aktien resultiert daraus ein Abfindungsbetrag von € 6,59 je Aktie.

d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG verankerten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst, um den Unternehmenswert der DAB Bank AG festsetzen zu können.

(1) Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bereits zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

(a) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn. 4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG,

a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in zwei mehrstündigen Anhörungsterminen und der aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung aber Puszkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen;

der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge" beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinha-

bern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

(b) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer.

und verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Sie haben sowohl in ihrem Prüfungsbericht als auch bei der mündlichen Anhörung – soweit angezeigt – die von ihnen vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt. Sie haben dabei eingehend begründet, warum sie die Planannahmen entsprechend der "seasonal projection" für plausibel erachtet haben. Ebenso haben sie sich während ihrer Anhörung und in den ergänzenden schriftlichen Stellungnahmen eingehend mit den Rügen der Antragsteller zu den einzelnen Bewertungsparametern auseinandergesetzt und auch eine abweichend zusammengesetzte Peer Group gebildet. Dies macht deutlich, dass sie sich ihrer Aufgaben und ihrer Stellung bewusst waren und die einzelnen Feststellungen von

in der gutachterlichen Stellungnahme nicht kritiklos übernommen haben. Demgemäß haben sie namentlich für die Ermittlung des Risikozuschlags eine abweichend sich zusammensetzende Peer Group herangezogen.

(c) Der Verwertbarkeit ihrer Angaben steht nicht der Vortrag des Antragstellers zu 80) entgegen, der Prüfer habe eine Auskunft in der Hauptversammlung verweigert und sei deshalb nicht in die Beantwortung von Fragen einbezogen gewesen, weshalb er befangen sei. Davon kann keinesfalls ausgegangen werden. Die für Sachverständige geltenden Vorschriften der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 ZPO geltende Vorschriften finden auf die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer keine Anwendung, weil sie nicht während eines kontradiktorischen Verfahrens im Rahmen einer förmlichen Beweisaufnahme bestellt wurden und sie auch nicht gegenüber dem Gericht verantwortlich sind, weshalb sie auch nicht als Gehilfen des Gerichts wie ein Sachverständiger tätig werden. Vielmehr sind die gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer als Beweis- oder Erkenntnismittel sui generis zu verstehen (vgl. Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 8 SpruchG Rdn. 2; Krieger/Mennicke in: Lutter, UmwG, 4. Aufl., § 8 SpruchG Rdn. 6; Puszkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 14 und 16; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 12; Hüffer, AktG, a.a.O., Anh § 305 § 8 SpruchG Rdn. 4).

Die Gründe für das Bestehen eines Bestellungsverbotes ergeben sich vielmehr aus §§ 293 b Abs. 1 Satz 1 AktG, 319 Abs. 1 bis Abs. 4 HGB, deren Voraussetzungen indes erkennbar nicht erfüllt sind. Angesichts dessen kann ein Verwertungsverbot nicht bestehen, ohne dass die Kammer abschließend entscheiden müsste, ob ein derartiges Bestellungsverbot auch diese

Rechtsfolge eines Verwertungsverbotes nach sich ziehen würde (vgl. LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13).

Abgesehen davon würde die zitierte Äußerung nicht zu einer Befangenheit führen. Die Aufgabe des Prüfers ist in den Vorschriften über seine Bestellung in §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 c Abs. 2 Satz 1 und 4, 293 c AktG sowie in § 8 SpruchG geregelt. Danach hat er den schriftlichen Prüfungsbericht zu erstellen und entsprechend § 8 SpruchG an der Aufklärung des Sachverhalts im Rahmen des gerichtlichen Spruchverfahrens mitzuwirken. Die Teilnahme an der Hauptversammlung, die über den Squeeze out beschließt und die Mitwirkung an der Beantwortung von Fragen durch den Vorstand der Gesellschaft entsprechend den Vorgaben des § 131 Abs. 1 AktG gehört gerade nicht zu den im Gesetz geregelten Aufgaben und Befugnissen. Zwar wird daraus ein Verbot der Mitwirkung an einer Hauptversammlung nicht abzuleiten sein. Wenn aber ein gerichtlich bestellter Prüfer an der Vorbereitung von Antworten nicht mitwirken möchte, so kann diese Haltung keinesfalls seine Befangenheit begründen.

(d) Die von den Prüfern vorgenommenen Prüfungshandlungen waren auch hinreichend. Sie mussten namentlich nicht eine Analyse der Entwicklung der etablierten Geschäftsbanken vornehmen, die über die Feststellungen auf Seiten 9/10 der ergänzenden Stellungnahme vom 7.11.2016 hinausgehen. Wesentlich für die Plausibilisierung der Planung der Gesellschaft ist deren Geschäftsmodell in ihrem aktuellen Markt- und Wettbewerbsumfeld, das die Prüfer eingehend analysiert haben, wie sich aus ihrem Prüfungsbericht und vor allem auch den erläuternden Ausführungen in den beiden Terminen vom 1.9. und 9.12.2016 samt den ergänzenden Stellungnahmen ergibt. Wesentlich ist

das Wettbewerbsumfeld mit Direkt- und Onlinebanken, aber auch der Fintech-Unternehmen. Die Plausibilisierung erfordert einen Abgleich des Umfelds mit vergleichbaren Wettbewerbern, zu denen große und etablierte Geschäftsbanken gerade nicht gehören, wie im Zusammenhang mit der Zusammensetzung der Peer Group erläutert wurde. Deren Strukturen unterscheiden sich von denen des Bewertungsobjekts DAB Bank AG so erheblich, dass eine vertiefende Analyse der Geschäftsentwicklung etablierter Banken keinesfalls als zwingend erforderlich angesehen werden kann.

(2) Die Vorlage der Planungsunterlagen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren, oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war ebenso wenig wie die Vorlage weiterer Unterlagen anzuordnen, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.

(a) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puszkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom

7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

(b) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von sowie der Abfindungsprüfer von vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 26 FamFG in jedem Fall zu folgenden sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptak-

tionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puszkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

(c) Auch speziellere Unterlagen der Gesellschaft wie die Beschlussfassungen von Vorstand und Aufsichtsrat über die Nichtverfolgung des Handelsgeschäfts müssen nicht vorgelegt werden. Zum einen haben die Abfindungsprüfer den wesentlichen Inhalt der Beschlüsse in der mündlichen Verhandlung referiert, was insbesondere auch zu ihren Aufgaben im Rahmen einer Anhörung nach § 8 Abs. 2 SpruchG gehört. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass der konkrete Inhalt und Details namentlich von Aufsichtsratssitzungen der Geheimhaltung unterliegen. Andernfalls wäre eine vertrauensvolle Zusammenarbeit innerhalb des Gremiums nicht mehr gewährleistet, was auch für

die vertrauensvolle Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat gilt (vgl. BGH NZG 2014, 423, 429 = AG 2014, 402, 407 = ZIP 2014, 671, 678 = WM 2014, 618, 626 = BB 2014, 1163, 1167 = MittBayNot 2014, 357, 364; Reger in: Bürgers/Körber, AktG, 4. Aufl., § 131 Rdn. 20; in diese Richtung auch BGHZ 198, 354, 372 f. = NJW 2014, 541, 546 = NZG 2014, 27, 32 f. = AG 2014, 87, 92 = ZIP 2013, 2454, 2459 f. = WM 2013, 2361, 2367 = BB 2014, 331, 336 = DB 2013, 2917, 2922 f. = MittBayNot 2014, 259, 265; Habersack in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 116 Rdn. 57).

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs der DAB Bank AG, nachdem dieser im alleine maßgeblichen Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte mit € 4,78 je Aktie deutlich unter der über den Ertragswert abgeleiteten angemessenen Barabfindung lag und eine Anpassung des Börsenkurses nicht erfolgen kann.

(1) Der Ansatz eines auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht an die Kapitalmärkte am 17.12.2014 erfolgte rechtlich zutreffend.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. =ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. = JZ

1999, 942, 944 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; nunmehr auch LG München I AG 2016, 95, 96; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 89 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) überzeugend davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb

einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

Daher muss namentlich nicht auf einen Stichtagskurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung oder auf den letzten festgestellten Kurs vor dem Wirksamwerden des Ausschlusses und der Übertragung der Aktien auf die Antragsgegnerin durch die Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister abgestellt werden.

(2) Da die Hauptversammlung am 29.5.2015 stattfand also weniger als sechs Monate nach der Bekanntgabe der Absicht am 17.12.2014, kann auch nicht von einem längeren Zeitraum ausgegangen werden, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde. Ein Zeitraum von knapp 5 1/2 Monaten kann nicht als längerer Zeitraum angesehen werden (vgl. hierzu BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Es liegt in der Natur der Sache der Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses, dass sich diese über einen Zeitraum von mehreren Monaten erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der DAB Bank AG zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der die Struktur der DAB Bank AG, bei deren Bewertung auch eine im Ausland ansässige Tochtergesellschaft und komplexe aufsichtsrechtliche Vorgaben einfließen mussten, berücksichtigt. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 1/2 Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866, 867 f. = ZIP 2014, 1784, 1786; Wasmann ZGR 2011, 83, 94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.). Soweit in einer jüngeren Stu-

die die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

Das Erfordernis einer Hochrechnung wegen eines längeren Zeitraums kann insbesondere auch nicht mit dem deutlich früheren Zeitpunkt des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots begründet werden, weil zu diesem Zeitpunkt noch gar nicht feststand, inwieweit die Antragsgegnerin die erforderliche Mehrheit zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze out überhaupt erwerben könne und einen solchen durchführen werde.

b. Eine höhere Barabfindung lässt sich auch nicht aus außerbörslich gezahlten Vorerwerbspreisen ableiten, weil diese für die Ermittlung der Barabfindung bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme ohne Bedeutung sind. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie" Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in : Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit

einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren" Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag" zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Vetter AG 1999, 569, 572). Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen. Abgesehen davon haben die Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht zumindest einen Teil der Vorerwerbspreise offengelegt, wobei diese ihnen bekannt gewordenen Preise unter der angebotenen Barabfindung lagen.

c. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle; BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = ZNG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577 = Der Konzern 2007, 524, 525; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 a Rdn. 7). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/15; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

d. Auch aus dem Liquidationswert kann eine höhere Barabfindung als € 6,59 nicht hergeleitet werden.

(1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also das vorhandene Vermögen einschließlich Patenten, Marken, Gebäuden

oder Grundstücken veräußert wird; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 780 f.). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 781), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze anzusehen, wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I, Beschluss vom 31.10.2007, 5HK O 16022/07; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09; Beschluss vom 2.12.2016, 5HK O 5781/15; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

(2) Die Planung geht für die Detailplanungsphase ebenso wie im Terminal Value stets von nicht unerheblichen Jahresüberschüssen aus. Dann aber bestand keinerlei Notwendigkeit, das Unternehmen zu liquidieren; vielmehr war ersichtlich die Fortführung des Unternehmens geplant. Dies aber bedeutet, dass bei Zugrundelegung eines höheren Liquidationserlöses die Antragsteller einen Wert erhielten,

auf dessen Realisierung sie ohne die aktienrechtliche Strukturmaßnahme wie hier den Squeeze out keinerlei Aussicht gehabt hätten.

3. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 2 1. Hs AktG.

a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 28.7.2015 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung ab dem 29.7.2015 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n.F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.

b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Nachdem die prozentuale Erhöhung mit rund 37 % deutlich über dem Grenzwert von 15 bis 20 % liegt, bei dem teilweise die ohnehin nicht überzeugende Auffassung vertreten wird, eine Kostenteilung sei angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), ist die Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin auch für die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller auszusprechen gewesen.

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Nr. 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag je Aktie beträgt € 1,81. Da nach Mitteilung der Antragsgegnerin 7.559.262 Aktien als außenstehend von dem verschmelzungsrechtlichen Squeeze out betroffen sind, greift die Deckelung des Geschäftswerts auf € 7,5 Mio. ein. Dieser Wert bildet auch die Grundlage für die gesondert zu erfolgende Festsetzung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung des gemeinsamen Vertreters entsprechend den gesetzlichen Vorgaben aus § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftlichen Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.