

Landgericht München I
Az. 5HK 3374/18



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen, durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 28.3.2019 am 28.3.2019 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 13,69 je Aktie der Fidor Bank AG werden zurückgewiesen.
- 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 Berechnung der von der Antragsgegnerin an die gemeinsame Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre geschuldeten Vergütung werden auf € 200.000,- festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Hauptversammlung der Fidor Bank AG (im Folgenden auch: Die Gesellschaft) fasste am 20.12.2017 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung in Höhe von € 13,69 je Aktie auf Verlangen der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin auf diese zu übertragen. Das in 10.553.071 auf den Inhaber lautenden Stückaktien eingeteilte Grundkapital betrug zum Stichtag der Hauptversammlung € 10.553.071. Ende Dezember 2016 hatte die Antragsgegnerin ein Kaufangebot in Höhe von € 13,69 je Aktie unterbreitet, wodurch sie die verbliebenen Minderheitsaktionäre den Aktionären gleichstellen wollte, die ihre Aktien Ende 2016 und im weiteren Verlauf des Jahres 2017 für diesen Betrag an die Antragsgegnerin veräußert hatten. Seit einem im Jahr 2015 erfolgten Delisting wurden die Aktien der Fidor Bank AG auf außerbörslichen Handelsplattformen wie Schnigge oder Valora gehandelt.

Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft liegt ausweislich der Regelung in § 2 Abs. 1 ihrer Satzung (Anlage AG 1) im Betrieb der Bankgeschäfte sowie im Einlagengeschäft, Kreditgeschäft, Finanzkommissionsgeschäft, Depotgeschäft, Garantiegeschäft, Girogeschäft und Emissionsgeschäft, im Betrieb der Finanzdienstleistungen Anlagevermittlung, Anlageberatung, Platzierungsgeschäft, Beschlussvermittlung, Finanzportfolioverwaltung, Eigenhandel für andere, Factoring, Finanzierungsleasing und Eigengeschäft gem. § 1 KWG und im Erbringen von sonstigen Dienstleistungen, im Betrieb von Internet-Angeboten und Communitys sowie im Erwerb, der Verwaltung, Entwicklung und Veräußerung von Kapitalbeteiligungen aller Art an Unternehmen. Soweit gesetzlich zulässig, ist die Gesellschaft aufgrund von § 2 Abs. 2 der Satzung zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, den Gesellschaftszweck zu fördern, insbesondere zum Erwerb und zur Veräußerung von Grund-



stücken, zur Errichtung von Zweigniederlassungen im In- und Ausland, zum Erwerb, zur Gründung, zur Verwaltung und zur Veräußerung von Beteiligungen an anderen Unternehmen sowie zum Abschluss von Unternehmensverträgen.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 20.12.2017 erstellte

(im Folgenden:

) unter Anwendung der Ertragswertmethode eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Fidor Bank AG (Anlage AG 2). Die Antragsgegnerin ging von einer die Jahre 2017 bis 2020 umfassenden Detailplanungsphase aus, an die sich ab den Jahren 2021 ff. die Ewige Rente anschloss. Die Planung der Gesellschaft sah vor, den kompletten Passivüberhang bei der Konzernmutter

(im Folgenden: anzulegen. Die Be-

wertungsgutachter von nahmen unter Hinweis auf die Großkreditgrenze aus Art. 395 Abs. 1 CRR eine Begrenzung der Anlage des Passivüberhangs auf € 150 Mio. vor. In der Detailplanungsphase sollte sich unter Berücksichtigung dieser Anpassung das Ergebnis vor Steuern von € - 60,802 Mio. auf € 3,333 Mio. im Geschäftsjahr 2020 verbessern und sodann im Terminal Value € 14,387 Mio. betragen. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzen die Bewertungsgutachter einen Basiszinssatz von 1,25 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde auf 6,875 % festgesetzt. Dabei wurde von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einem aus einer insgesamt 16 Unternehmen umfassenden Peer Group ermittelten Beta-Faktor von 1,25 ausgegangen. Für die Phase der Ewigen Rente setzten die Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag von 1,9 % an. Als gesondert zu bewertendes Vermögen nahmen die Wirtschaftsprüfer von den Barwert der Steuerstundung aus dem steuerlichen Einlagenkonto von € 11,6 Mio. an sowie den Ertragswert der Fidor Factory GmbH in Höhe von rund € 3,3 Mio. Die bestehenden Verlustvorträge aus Körperschaft- und Gewerbesteuer flossen als Sonderwert mit



insgesamt rund € 27,1 Mio. in den Unternehmenswert ein. Weitere Unternehmensbeteiligungen an der Panda Fintech Inc., der Ingenious Technologies AG und der Mountain Partner AG wurden mit den Beteiligungsbuchwerten von insgesamt € 8,31 Mio. angesetzt. Daraus resultierte dann ein Unternehmenswert der Fidor Bank AG von € 58,392 Mio., was einem Wert von € 5,53 je Aktie entsprach.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 13.09.2017, Az. 5HK O 13387/17 zur Abfindungsprüferin bestellte

_____ kam in ihrem Prüfungsbericht vom 3.11.2017 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar. In den jeweiligen Stichtagserklärungen vom 20.12.2017 (Anlagen AG 4 und AG 5) kamen die Bewertungsgutachter wie auch die Abfindungsprüfer von _____ zu dem Ergebnis, es seien keine Ereignisse eingetreten, die eine höhere als die festgesetzte Barabfindung rechtfertigen könnten, weshalb die angebotene Barabfindung unverändert angemessen sei.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Bewertungsgutachtens von _____ und des Prüfungsberichts von _____ sowie der beiden Stichtagserklärungen vom 20.12.2017 wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 2 bis AG 5 Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out bei der Fidor Bank AG wurde am 15.2.2018 im Handelsregister eingetragen und anschließend am 16.2.2018 gem. § 10 HGB bekannt gemacht. Alle Antragsteller waren im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses Aktionäre der Gesellschaft.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 16.5.2018 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im



Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.

a. Dabei leiten die Antragsteller die Notwendigkeit einer Erhöhung bereits aus der mangelnden Plausibilität der Planansätze ab, die in wesentlichen Punkten korrekturbedürftig seien.

(1) Angesichts der fehlenden Planungstreue der Gesellschaft könne die Planung keine taugliche Grundlage sein. Die dabei erstellte Vergangenheitsanalyse stelle sich angesichts der hohen Rückstellungen für die Risikovorsorge als unplausibel dar. Vor allem aber habe das Bewertungsgutachten unzulässig in die Planungshoheit der Geschäftsleitung eingegriffen. Angesichts des Einflusses der könne keine unabhängige Planung angenommen werden; vielmehr müsse von einer unzulässigen Anlassplanung ausgegangen werden.

(2) Die Umsatzplanung übersehe, dass angesichts des kontinuierlichen Kundenzuwachses das Zinsergebnis linear ansteigen und dem zufolge in den Geschäftsjahren 2017 und 2018 deutlich besser ausfallen müsse. Auch vernachlässige die Planung das Geschäft mit der vereinten EC- und Kreditkartenfunktion und das dabei existierende technologische Alleinstellungsmerkmal ebenso wie das Vorhandensein einer Vollbanklizenz als entscheidendem Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen FinTech-Unternehmen sowie den Kostenvorteil aus dem Fehlen eines teuren Filialnetzes, wartungsintensiven IT-Systemen und zunehmenden regulatorischen Vorgaben. Das Kundenwachstum sei angesichts der Affinität der jungen Generation zu FinTech-Dienstleistungen und damit der Tätigkeit in einem Wachstumsmarkt bei gleichzeitiger Stagnation des traditionellen Bankengeschäfts im Niedrigzinsumfeld nicht ausreichend eingeflossen. Auch berücksichtige die Planung das Potential des mobilen Bankkontos aus der Zusammenarbeit mit Telefónica/O₂ zu wenig. Ebenso fehle



die Entwicklung aus der Kooperation mit der Bitcoin Group, zumal die Fidor Bank als einzige deutsche Bank den Handel mit dieser Kryptowährung anbiete. Korrekturbedarf ergebe sich wegen der Vernachlässigung des rasanten Anstiegs von Kontoeröffnungen und der Transaktionen sowie der Digital Loan Factory mit minutenschneller Kreditbearbeitung. Auch müsse die Planung die positiven Auswirkungen der selbst geschaffenen digitalen Bankeninfrastruktur fOS stärker als geschehen berücksichtigen. Ebenso fehle die Auswirkung des Ziels, den Eintritt in den französischen Markt mit dem Ausbau der digitalen Präsenz in Frankreich bereits im ersten Quartal des Jahres 2017 und in Zukunft als europaweiter Community-Bank mit Kernmärkten in Deutschland, dem Vereinigten Königreich und Frankreich zu agieren. Ebenso hätten die Folgen der Kooperation mit IFC als Schwesterorganisation der Weltbank und der daraus folgenden Möglichkeit der Expansion in Schwellenländer vermehrt einfließen müssen. Die fehlende Plausibilität der Planung resultiere auch aus dem Umstand, dass zum Stichtag das Kundenwachstum mit 250.000 Kunden bereits um ca. 21.000 über dem in der Planung angenommenen gelegen habe. Weiterhin übersehe die Planung die starke Marktstellung als innovatives Finanzdienstleistungsunternehmen in einer interessanten Nische des Community-Banking, des No-Stacking-Banking wie auch des Handels mit Kryptowährungen ebenso wie die Zukunftschance aus dem digitalen Marktplatz. Die Lösung technischer Probleme hätte stärker in die Planung einfließen müssen.

- (3) Im Bereich der Aufwandsplanung übersehe der stark ansteigende Ansatz bei den Personalkosten die fehlende Notwendigkeit der Unterhaltung eines Filialnetzes sowie die Skalierbarkeit des Geschäfts. Unklar bleibe der Anstieg der Risikogewichteten Aktiva von € 193,4 Mio. bis auf € 881,2 Mio. im Terminal Value. Die Anhebung der Risikovorsorge im Jahr 2017 auf € 90 Mio. nach € 20 Mio. im Vorjahr sei



angesichts der von der Muttergesellschaft abgegebenen Garantien zur vollumfänglichen Abdeckung von Verlusten aus bestehenden Portfolios unplausibel. Die Planung vernachlässige auch die niedrige Kosten-Erlös-Quote im Vergleich zu klassischen Kreditinstituten. Der Verwaltungsaufwand könne nicht plausibel geplant sein, weil die Gesellschaft unter Berücksichtigung der Plananpassungen eine Cost-Income-Ratio von 2017 bis 2019 zwischen knapp 190 % und 108 % aufweise, obwohl die Antragsgegnerin selbst davon ausgehe, die Gesellschaft müsse Verwaltungskostenquoten zwischen 50 und 60 % aufweisen.

- (4) Bei der Thesaurierung müsse es als unzulässig angesehen werden, die Gewinnthesaurierungen zur Erhöhung der Eigenkapitalquote in einer zinslosen Barreserve anzulegen. Zudem müsse die Thesaurierung wegen des Sicherheitspuffers wertsteigernd berücksichtigt werden. Die Beachtung der regulatorischen Eigenkapitalquote über Thesaurierung erfolge unzulässig auf Kosten der Minderheitsaktionäre. Nicht nachvollziehbar sei die Ausschüttungsquote von 50 % in der Ewigen Rente:
- b. Die Unangemessenheit der Barabfindung resultiere weiterhin aus einem fehlerhaft angesetzten Kapitalisierungszinssatz, der einer Korrektur in all seinen Komponenten bedürfe.
- (1) Der angenommene Basiszinssatz entspreche nicht den Gegebenheiten zum Stichtag der Hauptversammlung, weil er nicht die aktuelle Zinsrealität mit zum Teil sogar Negativzinsen widerspiegele. Fehlerhaft sei die Verwendung eines periodeneinheitlichen statt eines periodenspezifischen Basiszinssatzes sowie der unterbliebene Ansatz von Credit Default Swaps.



- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag reduziert werden, soweit ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als zumindest wenig geeignet dar und sei gegenüber anderen Methoden nicht überlegen. Keinesfalls rechtfertige sich aber die auf der Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 bis 6 % angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern, weil sich dieser Wert auch nicht mit einer Fortdauer der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise und dem extrem niedrigen Basiszinssatz begründen lasse. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den originären Beta-Faktor der Gesellschaft abgeleitet werden und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group. Namentlich den südeuropäischen Banken mit ihrem hohen Risikopotential und den aus der Immobilienkrise resultierenden Problemen sowie den europäischen Großbanken mit hohem Personalbestand fehle die Vergleichbarkeit, während comdirect und Swissquote hätten aufgenommen werden müssen. Zudem komme es aufgrund der als Folge von Basel III angestrebten Kernkapitalquote und den in Phase I getroffenen risikominimierenden Maßnahmen bei der Fidor Bank AG zu einer Minderung des Risikos der Gesellschaft.
- (3) Der mit 1,9 % angesetzte Wachstumsabschlag müsse angesichts des Kundenzuwachses von 50 % p.a. mit einer Endkundenzahl von rund 900.000 und einer nicht erkennbaren Sättigung des Marktes erhöht werden, zumal dieser Ansatz das enorme Wachstumspotential der Kryptowährungen übersehe. Ebenso vernachlässige dieser Ansatz die schlanke Struktur der in einem zukunftsTechnologieaffinen Markt tätigen Gesellschaft.
- c. Als Sonderwert müsse nicht betriebsnotwendige Liquidität ebenso angesetzt werden wie das Bestehen von Schadensersatzansprüchen gegen Organmitglieder der Fidor Bank AG angesichts der Notwendigkeit von Ab-



schreibungen auf das Gebrauchtwagenportfolio in Großbritannien. Bei den Beteiligungen müsse der Ertragswert an Stelle des Buchwerts angesetzt werden. Zudem fehle eine Berücksichtigung der Marke „Fidor Bank“ als Sonderwert.

- d. Die angesetzte Barabfindung übersehe die Notwendigkeit der Berücksichtigung des Börsenkurses sowie gezahlter Vorerwerbspreise durch die Antragsgegnerin.
3. Die Antragsgegnerin beantragt dem gegenüber die Zurückweisung der Anträge angesichts der Angemessenheit der mittels Hauptversammlungsbeschlusses festgesetzten Barabfindung.
 - a. Die in der Planung bzw. den Bewertungsgutachten in Folge der Notwendigkeit der Anpassung getroffenen Annahmen seien sachgerecht erfolgt und folglich nicht korrekturbedürftig.
 - (1) Aus der durchgeführten Vergangenheitsanalyse lasse sich nicht auf eine fehlerhafte Planung schließen, nachdem es bei einem jungen Unternehmen eine erhöhte, inhärente Planungsunsicherheit gebe. Die im Rahmen des jährlichen regulären Planungsturnus der Gesellschaft erstellte Planung sei unabhängig und ohne Einfluss des indirekten Hauptaktionärs erstellt worden. Die Korrektur des Zinsergebnisses aus der Anlage des Passivüberhangs beruhe auf regulatorischen Vorgaben, weil die geplante Anlage des kompletten Passivüberhangs bei der Konzernmutter wegen Verstoßes gegen die Großkreditgrenze aus Art. 395 Abs. 1 CRR so nicht erfolgen dürfe.
 - (2) Das besondere Wachstumspotential der Gesellschaft zeige sich unter anderem an der im Zeitraum von 2016 bis 2020 erwarteten Vervielfachung der Kundenzahl trotz zunehmender Wettbewerbsintensität in den Kernprodukten und Kernmärkten der Fidor Bank AG. Ihr



Vorstand gehe durch den Einsatz digitaler Technologien auch von der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells aus. Die Umsatzplanung berücksichtige bei der Ermittlung von Inflationsraten und des Zinsniveaus die makroökonomische Planung der bzw. Prognosen des Internationalen Währungsfonds. Auf Produktebene erfolge die Planung der Entwicklung des Kundenzinssatzes im Kreditgeschäft sachgerecht, wobei der Rückgang in den Jahren 2017 und 2018 auf dem geplanten vollständigen Abbau des britischen Forderungsportfolios beruhe. Der Anstieg ab 2019 resultiere aus dem kontinuierlichen Zuwachs der Kundenzahlen und dem daraus resultierenden Volumenanstieg bei den eigenen Kreditprodukten. Angesichts des wettbewerbsintensiven Marktumfeldes mit Konkurrenz durch Direktbanken wie ING DiBa, Team Bank oder Targo Bank und dem Ausbau des Online-Banking bei traditionellen Banken könne das angesetzte jährliche Kundenwachstum von 59 % nicht als zu gering angesehen werden. Das starke Kundenwachstum im Geschäftsjahr 2017 beruhe auf dem gegen Ende des Jahres enorme Ausmaße annehmenden Hype um Kryptowährungen, aus dem der Vorstand trotz der hohen Zahl von Kontoeröffnungen aber keine wesentlichen Cross-Selling-Effekte erwarte. Das Memorandum of Understanding mit der IFC dürfe als unverbindliche Absichtserklärung nicht in die Bewertung einfließen, weil es sich bei der Partnerschaft nicht um eine hinreichend konkretisierte Maßnahme handle. Die mit bitcoin.de vereinbarte Transaktionsgebühr dürfe nicht in die Bewertung einfließen, weil diese erst am 18.01.2018 im Rahmen einer Einigung mit bitcoin.de anstelle eines fixen Entgelts von € 120.000,- vereinbart worden sei.

- (3) Die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells sei bei der Planung namentlich des Personalaufwandes beachtet worden. Auch könne die ambitionierte Geschäftsentwicklung nur mit zusätzlichen Investitionen in die Personalentwicklung, in Mitarbeiter und in Marketingmaßnahmen realisiert werden. Das zunehmend intensive Wettbewerbs-



umfeld belaste die Kosten-Erlös-Quote in den Jahren der Detailplanungsphase. Der Anstieg der Risikogewichteten Aktiva beruhe auf dem Wachstum des Kredit- und des Treasury-Portfolios sowie steigenden operativen Risiken mit der Folge stärkerer regulatorischer Belastungen. Bewertungstechnisch sei unterstellt worden, die Fidor Bank AG müsse ab dem 1. Planjahr eine Gesamtkapitalquote von mindestens 13,3 % nach CRR/CRA IV aufweisen können. Daneben müsse die Gesellschaft auch die Risikotragfähigkeit entsprechend der Säulen II nach den Anforderungen des KWG sowie der MaRisk erfüllen. Daraus leite sich die Gesamtkapitalquote der Gesellschaft von 17,6 % ab.

- (4) Die Kritik an der Ausschüttungsquote von 50 % in der Ewigen Rente lasse außer Acht, dass bei der Gesellschaft überhaupt erst im Terminal Value eine Ausschüttung möglich werde. Die angesetzte Quote repräsentiere das langfristige durchschnittliche Ausschüttungsverhalten börsennotierter Aktiengesellschaften. Die nicht regulatorisch geforderten Thesaurierungsbeiträge seien Werterhöhung als Wertbeitrag aus Thesaurierung in die Ermittlung der kapitalisierenden Ergebnisse eingeflossen und einer Besteuerung mit dem hälftigen Steuersatz von ca. 13,19 % unterworfen worden.
- b. Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe angesichts seiner methodisch und inhaltlich zutreffenden Ableitung keiner Anpassungen zugunsten der Minderheitsaktionäre.
- (1) Beim Basiszinssatz begegne die Herleitung aus der Zinsstrukturkurve entsprechend der Svensson-Methode mit dem Ansatz eines dreimonatigen Referenzzeitraums keinen Bedenken. Ein periodenspezifischer Zinssatz müsse nicht angenommen werden. Eine Berücksichtigung von Credit Default Swaps könne angesichts der Bonität der Bundesrepublik Deutschland unterbleiben.



- (2) Der zwingend anzusetzende Risikozuschlag sei zutreffend in Anwendung (Tax-)CAPM ermittelt worden, dass als kapitalmarktorientierte Methode der Herleitung über eine freie Schätzung überlegen sei. Die Empfehlung des FAUB des IDW als Grundlage der angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5, % nach Steuern stehe in Einklang mit Untersuchungen zu impliziten Kapitalkosten und werde gestützt durch den Anstieg der Zinsspreads auf den Fremdkapitalmärkten. Die Annahme einer stabilen Aktienrendite lasse sich empirisch belegen; die Gesamterwartung sei auch in Zeiten eines niedrigen Basiszinssatzes eher konstant geblieben. Ebenso sei der Beta-Faktor mit Hilfe einer Peer Group-Analyse zutreffend abgeleitet worden, nachdem dem originären Beta-Faktor der Gesellschaft aufgrund fehlender Börsennotiz seit dem 30.6.2015 und fehlender Fungibilität die Aussagekraft fehle.
- (3) Der Wachstumsabschlag in Höhe von 1,9 % müsse nicht weiter angehoben werden, weil er auf realistischen Annahmen beruhe und nicht in sich widersprüchlich sei. Er bilde allein das organische, nicht aber das thesaurierungsbedingte Wachstum ab. Auch müsse der Wachstumsabschlag nicht zwingend über der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Inflationserwartung liegen. Es komme nämlich auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens an, inwieweit dieses in der Lage sei, die auf der Beschaffungsseite erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen durch entsprechende Anpassungen an die eigenen Kunden weiterzugeben.
- c. Die vorhandene Liquidität könne nicht als Sonderwert angesetzt werden angesichts der Anlage des Passivüberhangs durch das Treasury der Fidor Bank AG, was beim Zinsergebnis berücksichtigt sei. Der Wert der Beteiligungen der Gesellschaft sei ordnungsgemäß ermittelt worden. Die Marke könne nicht als nichtbetriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden.



Für Schadensersatzansprüche gegen Organe der Gesellschaft gebe es keinerlei Grundlage, weil seitens der Antragsteller zu Pflichtverletzungen des damaligen Vorstands nichts vorgetragen sei und Schadensersatzansprüche ohnehin nur dann berücksichtigungsfähig seien, wenn sie unstreitig oder rechtskräftig festgestellt wären. Die Bewertung berücksichtige den Wertbeitrag sowohl aus der künftigen Nutzung der Verlustvorträge aus Gewerbe- und Körperschaftsteuer als Sonderwert in Höhe von € 27,1 Mio als auch den Barwert der Steuerstundung in Folge von Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagenkonto in Höhe von € 11,8 Mio.

- d. Der Ausgabepreis der ein Jahr vor dem Bewertungsstichtag liegenden Barkapitalerhöhung könne nicht ausschlaggebend für die Bemessung der angemessenen Barabfindung sein, was auch für Bezugspreise bei Vorerwerben gelte. Ebenso wenig könne der frühere Börsenkurs von Bedeutung sein, was sich schon aus der fehlenden Liquidität der Aktie ergebe.
4. a. Mit Beschluss vom 10.10.2018 (Bl. 160 d.A.) hat das Gericht zur gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Der Vorsitzende hat mit Verfügung vom selben Tag die Veröffentlichung der Bekanntmachung dieser Bestellung (Bl. 161 d.A.) im Bundesanzeiger veranlasst. Die gemeinsame Vertreterin rügt das Heranziehen des IDW S1 nach Verlautbarungen eines Fachausschusses des IDW; das Gericht sei keinesfalls darauf reduziert, diese Standards anzuwenden. Zudem müsse die Marktrisikoprämie auf einen Wert von maximal 5 % nach Steuern herabgesetzt werden. Eine freie Schätzung des Beta-Faktors führe angesichts der positiven Entwicklung des Unternehmens, wie sie im Geschäftsbericht 2017 geschildert werde, zu einem niedrigeren Wert als 1,25. Die Bestimmung des Wachstumsabschlags übersehe, dass eine Preisweitergabe an Kunden für Banken leichter sei als für Unternehmen der Konsumgüterwirtschaft.



- b. In der mündlichen Verhandlung vom 28.3.2019 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von –
und
– mündlich angehört. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 28.3.2019 (Bl. 223/246 d.A.).

5. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des wechselseitigen Vortrags der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 28.3.2018 (Bl. 223/246 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet, weshalb sie zurückzuweisen waren.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Die Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der Fidor Bank AG am 15.2.2018 Aktionäre der Gesellschaft waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Antrag



aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder in Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt bzw. nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 16.2.2018, weshalb die Frist am 16.5.2018 endete. Spätestens an diesem Tag gingen alle Anträge zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht München I ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.



II.

Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung mit einem Betrag von € 13,69 je Aktie als angemessen angesehen werden muss.

Aufgrund von § 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 ermitteln 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; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 94 = ZIP 2019, 370, 373 = DB 2018, 2108, 2111; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

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 Fidor 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 München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; 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; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15).

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Berechnung müsse in Anlehnung an die Best-Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management zumindest plausibilisiert werden. Die Ertragswertmethode ist in der betriebswirtschaftlichen Lehre und Praxis weithin anerkannt und üblich, weshalb sie entsprechend den Vorgaben insbesondere auch des BGH der Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage der angemessenen Barabfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zugrunde gelegt werden kann. Angesichts dessen bedarf es nicht zwingend einer weiteren Überprüfung durch eine andere Methode, die zudem nicht unerheblicher Kritik in der Fachliteratur ausgesetzt ist, weil das Konzept des markttypischen Erwerbers sich vom relevanten Bewertungsobjekt unzulässiger Weise entferne und es auch zu einer unzulässigen Doppelberücksichtigung der Unsicherheit im Bewertungskalkül komme (vgl. Olbrich/Rapp CF 2012, 233 ff.; auch Quill, Inte-



ressengeleitete Unternehmensbewertung – Ein ökonomisch-soziologischer Zugang zu einem neuen Objektivismusstreit, Diss. Universität des Saarlandes, 2016, S.330 f.). Auf eine variable Bandbreite abzielende Empfehlungen sind keinesfalls besser geeignet als die Ertragswertmethode, weil eine Bandbreite keine angemessene Barabfindung darstellen kann, nachdem diese auf einen bestimmten Betrag lauten muss. Auch ist es nicht geboten, zur Bestimmung des wahren „Wertes“ stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München, Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865). Die Ertragswertmethode ist – wie bereits ausgeführt – in Rechtsprechung und Literatur weithin anerkannt. Auch bei dem Standard IDW S1 handelt es sich um eine fachliche Bewertungsweise, mit deren Hilfe der Ertragswert bestimmt werden kann. Die Kammer sieht diese Methode, auch wenn sie von einem privaten Verein entwickelt wurde und daher keinen bindenden Rechtsnormcharakter haben kann, als zur Unternehmenswertermittlung geeignet an, weshalb sie hier zugrunde gelegt werden kann.

- 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 auf-



zubauen; 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; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabs kann die Planung in der Form, wie sie die Bewertungsgutachter von _____ und die Abfindungsprüfer von _____ herangezogen haben, der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, auf denen die Planung der Fidor Bank AG beruht.
 - (a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlende Bewertungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt in erster Linie den Zweck zu ermitteln, inwieweit die für die Ermittlung des Ertragswertes wesentlichen und bestimmenden Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind. Die tatsächliche Entwicklung zeigte zwar, dass es namentlich in den



Jahren 2015 und 2016 massive Planunterschreitungen gab. Diese beruhen aber vor allem auf den Positionen "Provisionsergebnis" und "andere Verwaltungsaufwendungen", wie die Bewertungsgutachten von [redacted] in Übereinstimmung mit den Analysen der Abfindungsprüfer festgestellt haben. Die Planverfehlungen hatten in den Jahren 2014 und 2015 ihre Ursache in höheren, nicht geplanten Kosten für IT-Entwicklungen und Beratungen bei drei Tochtergesellschaften und im Jahr 2016 in einem entgegen den Planungen nicht umgesetzten Kosteneinsparungsprogramm. Zudem lagen im Jahr 2016 die Kosten für den allgemeinen Bankbetrieb infolge von Investitionen in die Kostenproduktpalette über den Planwerten. Da die Planzahlen im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse verfehlt wurden, kann im Grundsatz jedenfalls nicht auf eine zu pessimistische Planung geschlossen werden, die zum Nachteil der Minderheitsaktionäre ausfallen würde.

- (b) Eine unzulässige Anlassplanung mit dem Ziel der Ermittlung einer möglichst niedrigen Barabfindung im Interesse und unter Einflussnahme der in Frankreich ansässigen Konzernmutter lässt sich nach den Erkenntnissen von [redacted] und [redacted] nicht annehmen. Zur Begründung verwiesen sie überzeugend bereits auf den zeitlichen Ablauf des Planungsprozesses. Entsprechend dem regulären Ablauf erfolgte die Planung im Sommer des Jahres 2017 – zu diesem Zeitpunkt war die Intention eines Squeeze out noch nicht bekannt gemacht worden. Zudem muss gesehen werden, dass die Planungsentwicklung nach der zutreffenden und überzeugenden Beurteilung durch die beiden Abfindungsprüfer als sehr optimistisch bezeichnet werden muss, nachdem die Planung von einem hohen Kundenwachstum ausgeht. Ebenso kann nicht außer Betracht bleiben, dass bereits die Zahlen der Hochrech-



nung vom September 2017 im Vergleich zur ursprünglichen Planung schlechter waren und die Hochrechnung vom September zum Zeitpunkt der Hauptversammlung nochmals unterschritten wurde. Der von der Antragsgegnerin vorgelegte Jahresabschluss zum 31.12.2017 – also nur 11 Tage nach der Hauptversammlung – kann gleichfalls zur Plausibilisierung der Planannahmen herangezogen werden, nachdem er das Bild der Gesellschaft abbildet und der Bilanzstichtag vorliegend nur wenige Arbeitstage nach der Hauptversammlung liegt. Während die Planung von einem Jahresfehlbetrag von etwa € 60 Mio. im Geschäftsjahr 2017 ausging, erwirtschaftete die Gesellschaft tatsächlich einen Jahresfehlbetrag in Höhe von knapp € 98,1 Mio. Auch daraus lässt sich die Schlussfolgerung ziehen, dass eine Einflussnahme auf eine möglichst konservative Planung nicht angenommen werden kann.

- (c) Die von den Bewertungsgutachtern vorgenommenen und von den Abfindungsprüfern bestätigten Änderungen beim Zinsergebnis waren rechtlich zwingend notwendig gewesen. Die von der Gesellschaft erstellte Planung kann nur dann plausibel sein und demgemäß nach den oben dargestellten Grundsätzen der Ermittlung des Unternehmenswerts zugrunde gelegt werden, wenn sie auch die rechtlichen Rahmenbedingungen beachtet. Anderenfalls muss eine Korrektur stattfinden, weil jede Gesellschaft die sie treffenden rechtlichen Vorgaben einhalten und im Rahmen ihrer Planung berücksichtigen muss. Daher mussten die Vorgaben aus Art. 395 Abs. 1 CRR über die Obergrenze für Großkredite beachtet werden. Die Ausgangsplanung wurde diesen Vorgaben nicht gerecht, weil das von der Fidor Bank AG geplante Anlagevolumen des Passivüberhangs bei der Konzernobergesellschaft die Großkreditgrenze aus Art. 395 Abs. 1 CRR in Höhe von hier maximal € 150 Mio. überschreitet.



Der überschießende Teil muss aber nach den Vorgaben der CRR dauerhaft am Markt angelegt werden. Für die Anlage bei der kann bis zum zulässigen Maximalvolumen ein Zinssatz von 0,5 % in den Jahren 2017 und 2018 sowie von 1,2 % in den beiden Folgejahren ausgegangen werden. Die Anlage des Passivüberhangs im Interbankenmarkt nimmt im Jahr 2017 einen Zinssatz von 0,00 %, im Jahr 2018 von 0,11 %, im Jahr 2019 von 0,25 % sowie im Jahr 2010 von 0,5 % an, obwohl der Zins im Interbankenmarkt zum Stichtag der Hauptversammlung bei entsprechender Laufzeit negativ war. Dies wurde bei den Anpassungen entsprechend der Rechnung im Bewertungsgutachten auf Seite 66 berücksichtigt, indem eine dauerhafte Anlage für den die Großkreditgrenze von € 150 Mio. übersteigenden Passivüberhang im Interbankenmarkt unterstellt wurde. Dabei ist es nachvollziehbar, wenn die Zinsen zugrunde gelegt wurden, die von der Muttergesellschaft für die aufsichtsrechtliche Planung herangezogen werden. Die ursprüngliche Planung der Gesellschaft kann folglich nicht zugrunde gelegt werden, auch wenn dies im Einzelfall von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht genehmigt werden könnte. Allerdings war im Zeitpunkt der Hauptversammlung am 20.12.2017 die Erteilung einer Genehmigung seitens der Aufsichtsbehörde nicht in Aussicht gestellt. 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 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Damit aber kann die Möglichkeit der Genehmigung auch im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht unterstellt werden. Dadurch sollen Wirtschaftsunternehmen nämlich davor geschützt werden, dass eine ex post-Betrachtung zu Korrekturen führt, die noch nicht abgeschlossen waren. Vorliegend war die Genehmigung des Überschreitens der Großkreditgrenze nicht einmal in Aussicht gestellt gewesen, nachdem Herr
zwar von Vorgesprächen des Vorstands mit der Aufsichtsbehörde berichtet hatte, über deren Inhalt die Abfindungsprüfer vom Vorstand informiert wurden; entsprechend der Stichtagserklärung gab es zum 20.12.2018 als maßgeblichen Zeitpunkt auch keine Signale dergestalt, es bestünden gute Aussichten für die Genehmigung. Dann aber musste die Großkreditgrenze zwingend bei den Planannahmen beachtet werden.

Insoweit unterscheidet sich die Situation grundlegend von der, die dem Beschluss des Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 12.11.2015, Az. I-26 W 9/14 (AktG) (AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 f. = Der Konzern 2015, 550, 553) zugrunde lag. Vorliegend geht es nämlich nicht darum, dass Planannahmen des Vorstandes aufgrund ihrer vermeintlich fehlenden Plausibilität vom Bewertungsgutachter korrigiert wurden und der Vorstand die Einschätzung mangelnder Plausibilität nicht teilte, sondern dass die Planung mit rechtl-



chen Vorgaben unvereinbar war. In dieser Situation muss es dem Bewertungsgutachter gestattet sein, eine korrigierte Planung der Ermittlung des Unternehmenswerts zugrunde zu legen. Abgesehen davon fehlt es auch an Erkenntnissen dazu, dass der Vorstand vorliegend auf seiner ursprünglichen Planung bestanden hätte.

- (2) Die Umsatzplanung der Gesellschaft mit ihren Auswirkungen auf das Ergebnis muss über diese rechtlich gebotenen Anpassungen hinaus keinen Änderungen unterworfen werden.
- (a) Dies gilt zunächst für das stark schwankende Zinsergebnis. Der Rückgang bis 2017 beruht nämlich auf der Herkunft der Zinserträge aus dem Gebrauchtwagenportfolio, das abgewickelt und folglich wegfallen wird, weshalb daraus keine Erträge mehr generiert werden können. Danach aber sollen Zinserträge aus dem Neuaufbau des Kreditgeschäfts kommen.
- (b) Ebenso wenig vernachlässigt die Planung das Geschäft mit der vereinten EC- und Kreditkartenfunktion, das bei den Provisonerträgen ausgewiesen wird. Diese Position weist einen Anstieg von gut 150 % p.a. aus, woraus in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer von einer hinreichenden Berücksichtigung dieser Sparte der Unternehmenstätigkeit hin der Planung auszugehen ist.
- (c) Das Kundenwachstum wurde ungeachtet der Affinität der jungen Generation zu FinTech-Dienstleistungen nicht zu gering angesetzt. verwies auf ein Wachstum von 60 %
im Jahr, was in einem hart umkämpften Markt als durchaus beachtlich bezeichnet werden muss. In dem Markt, in dem die Gesellschaft tätig ist, gibt es auch andere Online-Banken wie



comdirect oder die DAB; zudem setzen ebenso gerichtsbekannt auch die traditionellen Banken vermehrt auf Online-Banking. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass gerade die technikaffinen Kunden zum einen älter werden und dann vor allem auch ihre Kreditbedürfnisse beispielsweise zum Erwerb einer Immobilie nicht oder zumindest nicht zwingend bei der Fidor Bank AG befriedigen werden.

- (d) Von einem zu pessimistischen Planansatz kann auch nicht deshalb gesprochen werden, weil das Potential des mobilen Bankkontos aus der Zusammenarbeit mit Telefónica/O₂ vernachlässigt worden sein könnte. Die Abfindungsprüfer erläuterten in diesem Zusammenhang im Rahmen ihrer Anhörung nämlich, dass bei den Erträgen aus dieser Kooperation in der Planung ein massives Wachstum angenommen wurde. Vor allem aber erscheint fraglich, ob ähnlich große Kunden akquiriert werden können. Dies ergibt sich insbesondere aus der Erwägung, dass anzuzweifeln ist, inwieweit die anderen großen Wettbewerber dieses Mobilfunkunternehmens bereit sind, ebenfalls einen Vertrag mit der Fidor Bank AG abzuschließen. Vor allem aber ergibt sich eine Begrenzung der potentiellen Kundenzahl aus dem von ebenfalls angesprochenen Argument, wonach große Einzelhandelsunternehmen vielfach bereits über eigene Banklizenzen verfügen und folglich nicht auf eine Kooperation mit Gesellschaften wie der Fidor Bank AG angewiesen sind.
- (e) Aus denselben Gründen kann auch von einer ausreichenden Abbildung der positiven Auswirkungen der selbst geschaffenen Bankeninfrastruktur Fidor Operating System fOS ausgegangen werden. Auch hier bildet die Planung ein massives Wachstum ab, wenngleich die Kundenbasis beschränkt ist.



- (f) Auch die Zusammenarbeit mit der Bitcoin Group samt deren Abbildung in der Planung führt nicht zur fehlenden Plausibilität der Planannahmen. Die Gesellschaft hatte einen Rahmenvertrag mit Bitcoin, der es den Kunden der Fidor Bank AG ermöglichte, ihre Euros in diese Kryptowährung zu tauschen. Hierfür erhielt die Gesellschaft eine vom Transaktionsvolumen unabhängige Fixvergütung in Höhe von jährlich € 120.000,--. Da sich viele Kunden aber gerade wegen der Tauschmöglichkeit in Bitcoins angemeldet hatten, entstand für die Gesellschaft angesichts einer festen und keiner umsatzabhängigen Vergütung kein weitergehender ökonomischer Vorteil aus dem Kundenwachstum im Zusammenhang mit Bitcoins. Die Tatsache, dass im Februar 2018 der Vertrag auf eine volumenabhängige Vergütung umgestellt wurde rechtfertigt keine andere Beurteilung, weil dieser Umstand im allein maßgeblichen Zeitpunkt der Hauptversammlung nicht in der Wurzel angelegt war. Zu diesem Zeitpunkt hatte der Vorstand noch nicht einmal einen Beschluss zur Beendigung der Vereinbarung über die Fixvergütung gefasst. Ein positiverer Ansatz lässt sich auch nicht mit der Lösung technischer Probleme bei der Bearbeitung von Konto-Anfragen in der Bitcoin-Phase begründen, wobei es ohne diese Probleme möglich gewesen sein soll, dass mehr Kunden zur Fidor Bank AG gestoßen wären. Angesichts des damit verbundenen hohen Verwaltungsaufwandes bei bestehender Fixvergütung hätte sich dies indes nicht positiv auf die Ertragslage ausgewirkt – ein Verbleib einiger Kunden auch mit anderen Bankgeschäften hätte dies möglicherweise kompensiert; die Annahme mangelnder Plausibilität der Planung kann daraus aber nicht abgeleitet werden.
- (g) In gleicher Weise musste auch die Zusammenarbeit mit der IFC außer Betracht bleiben. Die Abfindungsprüfer wiesen darauf hin, dass bis zum maßgeblichen Zeitpunkt eine derartige Mög-



lichkeit der Kooperation nur ausgelotet war. Da diese aber erst im April 2018 fest vereinbart werden konnte, konnte die Gesellschaft zum Stichtag der Hauptversammlung noch nicht fest darauf vertrauen, es werde auch zu einer entsprechenden Partnerschaft kommen. Diese war folglich nicht in der Wurzel angelegt.

- (h) Eine mangelnde Plausibilität der Planannahmen resultierten nicht aus dem Angebot des Digital Loan Factoring. Herr
verwies darauf, dass es sich dabei um Klein- oder Kleinstkredite handelt, nachdem eine größere Kreditsumme zwingend ein Beratungsgespräch mit dem Kunden verlangt, dass durchaus zeit- und damit auch personalintensiv ist. Ungeachtet dessen geht die Planung in diesem sehr kleinteiligen Geschäft von einem Anstieg der Volumina ausgereicher Kredite von € 8 Mio. auf € 650 Mio. aus. Dieses erhebliche Wachstum allein genügt indes nicht, um die Gesellschaft ertragsstark zu machen, wie die Abfindungsprüfer erläutert haben.
- (i) Die Planansätze der Gesellschaft übersehen auch nicht deren Ziele, den Eintritt in den französischen Markt mit dem Ausbau der digitalen Präsenz bereits im I. Quartal des Jahres 2017 vorzunehmen und in Zukunft als europaweite Community-Bank mit Kernmärkten in Deutschland, Frankreich und Großbritannien zu agieren. Im Rahmen seiner Anhörung verwies
nämlich darauf, dass dieser Umstand des Markteintritts in mehreren europäischen Ländern in die Planung eingeflossen und dementsprechend auch berücksichtigt worden sei. Allerdings erläuterte er auch, dass in diesen Märkten andere Banken ebenfalls aktiv seien. Aufgrund dieser Wettbewerbssituation erachtet es die Kammer für sachgerecht, wenn ein stärkeres Wachstum beim Umsatz nicht angenommen werden kann, zu-



mal gerade in Frankreich mit der zur France Télécom gehörenden Orange Bank ein starker Wettbewerber weiteres Wachstum limitieren wird.

- (j) In die Planung flossen auch die Auswirkungen der einfachen Kontoeröffnung sowie die Marketingeffekte aus der Existenz der Fidor Community ein, worauf die Abfindungsprüfer hingewiesen hatten. Schließlich geht die Planung von einem deutlich steigenden Kundenzuwachs aus, woraus dann die Schlussfolgerung zu ziehen ist, dass dieser Umstand auch berücksichtigt wurde. Ein stärkerer positiver Einfluss auf die Planung lässt sich nicht mit Zukunftschancen aus dem digitalen Marktplatz mit dem Angebot finanzieller Dienstleistungen und der daraus folgenden Ausweitung des Kundenkreises ableiten. Bei dieser Finance Bay handelt es sich nämlich um eine Empfehlungs- und Vergleichsplattform, die in Wettbewerb zu ähnlichen Plattformen wie Verivox und Check24 steht. Bei einem Ansatz zu erwirtschaftender Erträge in einer Größenordnung von € 3 bis € 4 Mio. muss dies in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer angesichts der bestehenden Konkurrenzsituation als eher ambitioniert eingestuft werden.
- (3) Kein Korrekturbedarf besteht bei der Aufwandsplanung, weil die in der Planung getroffenen Annahmen plausibel sind.
 - (a) Dies gilt zunächst für die Planung des Personalaufwands mit einer jährlichen Wachstumsrate von 23 %. Da dieser Anstieg indes deutlich unter dem Wachstum der Erträge im selben Zeitraum liegt, müssen Skaleneffekte in die Planung eingeflossen sein. Eine ausschließliche Online-Beratung wird sich nach dem von im Termin vom 28.3.2019 vermittelten Erkenntnissen nicht realisieren lassen. Zudem verwies er darauf,



dass mit der geplanten Ausweitung des Geschäfts auch ein Personalwachstum zwingend einhergehen muss. Dies hat seine Ursache zum einen in den zwingend zu beachtenden Anforderungen der Regulatorik, aber auch in der IT-Ausstattung. Da die Gesellschaft einen hohen IT-Anteil hat, muss hierfür geeignetes Personal eingestellt werden. Dies zu finden ist allerdings extrem schwierig, zumal entsprechende qualifizierte Fachkräfte teuer sind. Ungeachtet dessen bildet die Planung keine derartige Teuerung ab; vielmehr geht sie von einem eher absinkenden Lohnniveau für ihre Mitarbeiter aus, weil neue, jüngere Mitarbeiter die entsprechenden Leistungen erbringen sollen.

Eine Erfassung auch der Personalkosten der Fidor Solutions AG bei der Fidor Bank AG ist zur Überzeugung der Kammer ausgeschlossen, nachdem es sich um eine eigenständige Planung dieser Gesellschaft handelt, deren Wert dann mit dem Erlös aus der geplanten Veräußerung dieser Tochtergesellschaft an die Antragsgegnerin in die Wertermittlung der Fidor Bank AG eingeflossen ist. Wenn die Fidor Solutions AG im Jahr 2010 mit Personalkosten in Höhe von € 24,8 Mio. und die Fidor Bank AG im selben Jahr von Personalaufwendungen von € 17,6 Mio. ausgeht, kann die entsprechende Kostenposition der Fidor Solutions AG nicht nochmals bei der Fidor Bank AG erfasst sein, nachdem der geplante Personalaufwand bei der Tochtergesellschaft höher ist als bei der Gesellschaft selbst.

- (b) Die Ansätze zu den Risikogewichteten Aktiva mit einem Anstieg von € 193,4 Mio. auf € 881,2 Mio. im Terminal Value müssen nicht geändert werden. Wenn das ausgereichte Kreditvolumen entsprechend den Planannahmen ansteigen soll, müssen auch die Risikogewichteten Aktiva ansteigen. Aufgrund der Vorgaben von Basel III sind die Risikopositionen mit Eigenkapital zu unterlegen. Wenn die ausgereichten Kreditvolumina steigen, ist es



folglich zwingend, dass auch die Risikogewichteten Aktiva steigen.

- (c) Der Anteil der Risikovorsorge zu Beginn der Phase I bedarf gleichfalls keiner Korrektur. Das Gebrauchtwagenportfolio wird abgewickelt, weshalb die daraus beim Erwerb erhofften Zinserträge der Gesellschaft nicht mehr zufließen werden. Dies wiederum macht Wertberichtigungen zwingend erforderlich, wobei nahezu der volle investierte Betrag einer solchen Wertberichtigung unterzogen wird. Eine Garantie wurde jedoch von der Muttergesellschaft zurückgezogen, weshalb die entsprechenden Wertberechtigungen bilanziell zwingend erforderlich wären. Angesichts dessen muss die Gesellschaft als Kreditinstitut einen hohen Anteil an Risikovorsorge diesbezüglich treffen. Allerdings wurde die dadurch entstehenden Verluste durch eine Zahlung der Muttergesellschaft in Höhe von € 90 Mio. ohne Verwässerungseffekt wieder ausgeglichen.
- (d) Eine mangelnde Plausibilität der Aufwandsplanung lässt sich auch nicht aus der Erwägung heraus begründen, sie vernachlässige die niedrige Kosten-Erlös-Quote im Vergleich mit klassischen Kreditinstituten und die Plananpassungen zögen eine Cost-Income-Ratio von 2017 bis 2020 zwischen nahezu 190 % und 108 % nach sich, obwohl die Gesellschaft selbst von Verwaltungskostenquoten zwischen 50 und 60 % ausgehe. Die Abfindungsprüfer von erläuterten in diesem Zusammenhang die Maßgeblichkeit der absoluten Zahlen, nicht von Prozentsätzen und verwiesen zudem auf die aus aufsichtsrechtlichen Gründen zwingend notwendige Anpassung der Zinserträge, was die schlechten Wert nach sich zog.



(4) Die Annahmen zu Thesaurierung und Ausschüttung müssen nicht korrigiert werden.

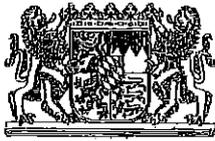
(a) In den Jahren der Detailplanungsphase standen ausschüttungsfähige Erträge nicht zur Verfügung. Für die Jahre bis 2019 einschließlich ergibt sich bereits daraus, dass nach der Planung kein ausschüttbarer Jahresüberschuss erwirtschaftet werden soll. Doch auch für das Geschäftsjahr 2020 das einen Jahresüberschuss von € 3,333 Mio. nach Steuern bringen soll, konnte eine Ausschüttung nicht erfolgen. Ausschüttungen müssen nämlich in Einklang mit den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen stehen. Im Jahr 2020 müssen angesichts dessen Kapitalzuführungen in Höhe von € 31,7 Mio. zusätzlich zu Thesaurierungen des Gewinns erfolgen, um die Kapitalanforderungen zu erfüllen. Die Eigenmittelausstattung nach Säule I muss mindestens 13,3 % betragen, wobei sich dieser Prozentsatz aus der Mindestkapitalquote von 10,5 %, einem SRGP-Aufschlag von 2 Prozentpunkten, der auf einem den Prüfern vorgelegten unbefristeten Bescheid der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht beruhte, sowie einem Puffer von 0,8 % zusammensetzt. Dieser Puffer soll sachgerecht unterjährige Schwankungen des aufsichtsrechtlichen Kapitals ausgleichen. Zudem müssen auch die Säule II-Anforderungen durch die Gesellschaft eingehalten werden, woraus sich dann die Gesamtkapitalquote von 17,6 % ergibt.

(b) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % im Terminal Value. 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 ab den Jahren 2025/26 ff. nicht mehr gibt. Angesichts dessen ist es sachge-



recht, 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; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Der Kammer sind die 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. Bei der Berechnung des ausschüttungsfähigen Kapitals müssen die Vorgaben des Bankaufsichtsrechts berücksichtigt werden, weil Ausschüttungen nicht erfolgen dürfen, wenn dem rechtliche Vorgaben entgegenstehen. Hierzu gehören namentlich die Regelungen aus § 10 Abs. 1 KWG, wonach die Institute im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern, insbesondere im Interesse der Sicherheit der ihnen anvertrauten Vermögenswerte, über angemessenes Eigenkapital verfügen müssen. Da von einem Wachstum in der Ewigen Rente ausgegangen wird, muss dieses auch entsprechend den aufsichtsrechtlichen Anforderungen durch Thesaurierung unterlegt sein. Diesem Ansatz wurde in den vorliegenden Bewertungen in ausreichendem Maße Rechnung getragen.

- (c) Da die Anlage der Gewinnthesaurierungen nicht zinslos erfolgte, nachdem ein Betrag von € 100 Mio. – wenn auch mit Negativzinsen – bei der Deutschen Bundesbank, weitere € 150 Mio. bei der Konzernobergesellschaft und der darüber hinausgehende Betrag zu Interbankenzinsen ausgewählt wurde,



muss die Kammer bereits nicht entscheiden, ob es unzulässig wäre die Anlage von Gewinnthesaurierungen zur Erhöhung der Eigenkapitalquote in einer zinslosen Barreserve anzulegen. Allerdings ist in diesem Zusammenhang darauf zu verweisen, dass die Bestimmung des Warenwertes nicht verlangt, es müsse die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip ermittelt werden.

Angesichts dessen bemisst sich das zu kapitalisierende Ergebnis der Fidor Bank AG folgendermaßen:

	2017	2018	2019	2020	2021 ff.
	HR	Plan	Plan	Plan	Plan
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Zinsergebnis	5.221	6.028	15.366	28.250	37.251
Provisionsergebnis	5.510	17.265	27.786	46.958	57.391
Sonstige betriebliche Erträge	5.053	1.799	1.931	2.060	2.331
Veräußerungsgewinn (Fidor Solutions)	50.209	0	0	0	0
Summe Erträge	65.993	25.092	45.084	77.268	96.973
Personal- und andere Verwaltungsaufwendungen	34.571	40.763	48.791	57.621	57.002
Abschreibungen und Wertberichtigungen	92.224	8.913	11.556	14.674	18.506
Ergebnis vor Steuern	-60.802	-24.584	-15.264	4.973	21.465
Steuern	0	0	0	1.640	7.078
Jahresergebnis	-60.802	-24.584	-15.264	3.333	14.387
Ausschüttungen (+) bzw. Kapitalzuführungen/Thesaurierungen (-)	44.304	-17.611	-22.038	34.985	-2.988
Auskehrungspotential (1)	-16.498	-42.195	-37.302	31.652	11.398
Ausschüttungsquote	-	-	-	-	50,00%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	-	-	-	-	7.193
Dividendenbesteuerung (2)	-	-	-	-	1.897
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	4.205
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)	-	-	-	-	555
Nettoeinnahmen (1) - (2) - (3)	-16.498	-42.195	-37.302	31.652	8.947

- 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 zwi-



schen 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 tätigen 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 Düsseldorf AG 2019, 92, 95 = ZIP 2019, 370, 373 f. = DB 2018, 2108, 2111 f.; 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 unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 1,25 % vor Steuern und 0,92 % 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 zwi-



schen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. 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; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; 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 (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). 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 Zeit-



raum 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.

Auf dieser Grundlage ergibt sich dann ein Basiszinssatz in Höhe von 1,302 % vor Steuern, der dann auf 1,25 % vor Steuern abgerundet wird. 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 1,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG München, Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551 = Der Konzern 2015, 442, 448; OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15). Abgesehen davon wirkt sich die Abrundung nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus, nachdem diese werterhöhend wirkt.

- (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; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 122716). 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 stattfindenden Alternativenanlage 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, auch wenn mit der ständigen Rechtsprechung der Kammer davon auszugehen ist, dass der angesetzte Risikozuschlag in Höhe von 6,875 % nach Steuern in Folge der abzuändernden Marktrisikoprämie korrigiert werden müsste, führt dies nicht zur Unangemessenheit der Barabfindung.
- (a) 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 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

(b) 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 finden 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 Nach-



prüfbarkeit 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, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., 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 Bewerter 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 Steu-



ern 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 Einzelnen 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 berücksichtigen 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 zentralen Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).



(c) 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 risikolosen 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 (a.A. OLG Frankfurt AG 2017, 790, 793 f. = Der Konzern 2018, 74, 78).

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.; Bätge/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 quasi-risikoloser 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 der Bewertungsliteratur wird nämlich darauf verwiesen, dass eine auf der Basis der Daten, die Herr Prof. Stehle für seine Untersuchung bis zum Jahr 2003 einschließlich (vgl. hierzu WPg 2004, 921 ff.) erfolgte Fortschreibung aus jüngerer Zeit nicht zu einer so deutlichen Steigerung der Marktrisikoprämie vor Steuern führt, die eine Erhöhung der Marktrisikoprämie nach Steuern um einen Prozentpunkt auf 5,5 % nach Steuern rechtfertigen könnte. Unter Einbeziehung des Zeitraums der Aktienrendite der Jahre 2004 bis 2013 wurde eine Marktrisikoprämie von 6,03 % vor Steuern und vor einem Abschlag für eine gesteigerte Kapitalmarkteffizienz ermittelt, was einen Anstieg um lediglich 0,3 Prozentpunkte gegenüber der 2003 endenden Zeitreihe bedeutet (vgl. Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 578 ff.; insbes. 582). Die Annahme einer gesunkenen Marktkapitalisierung als Begründung für die Notwendigkeit einer höheren Marktrisikoprämie (vgl. hierzu Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lechner/ Willershausen; WPg 2013, 950, 957) kann so auch nicht bestätigt werden. Tendenziell ist die Marktkapitalisierung jedenfalls im DAX als dem Standard der 30 größten deutschen Aktiengesellschaften, aber auch im MDAX und im CDAX ebenso wie



im S & P Global BMI seit der Finanzmarktkrise der Jahre 2008/2009 im Gefolge des Zusammenbruchs der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. angestiegen (so ausdrücklich Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O., S. 574 ff. mit grafischer Darstellung der genannten Indizes). Diese Untersuchungen von Wollny sprechen jedenfalls gegen den Ansatz einer signifikant angestiegenen Marktrisikoprämie und die Annahme konstant realer Aktienrenditen, auch wenn nicht zu verkennen ist, 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 endgültig bewertet 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, woraus eine globale Marktrisikoprämie aus Sicht eines inländischen Investors von 4,55 % abgeleitet wird. (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 – Erklärungs-



versuchen 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; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15). Es kann nämlich nicht verkannt werden, dass die in diesem Zusammenhang vielfach angestellten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze zu einem Ansatz führen, wonach zumindest eine leicht ansteigende 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. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete, auf § 287 Abs. 2 ZPO gestützte Schätzung sein (vgl. BGHZ 207, 114, 133 f. = NZG 2016, 139, 144 = AG 2016, 135, 142 = ZIP 2016, 110, 116 = WM 2016, 157, 163 = Der Konzern 2016, 88, 94 = DStR 2016, 424, 428 = NJW-RR 2016, 231, 237; OLG Düsseldorf AG 2018, 399, 403). Da die Auswirkungen des niedrigen Basiszinssatzes auf die Höhe der Marktrisikoprämie nach wie vor ungeklärt sind, was sich gerade auch anhand unterschiedlicher Auswertungen und Aussagen über die Entwicklung der Marktrisikoprämie zeigt, sieht es die Kammer auch deshalb als sachgerecht an, auf den Schnittbereich der Empfehlungen des FAUB des IDW abzustellen und nicht aus-



schließlich den Mittelwert der jüngeren Empfehlung heranzuziehen.

Diesem Ergebnis können namentlich nicht die Erwägungen aus dem Gesetzgebungsverfahren zur Neufassung des Erbschaftsteuergesetzes entgegen gehalten werden, in dessen Verlaufe es zu einer Änderung der 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 unterschiedlich sind. Das Bewertungsgesetz zielt auf eine standardisierende Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer und kann deshalb auch auf vereinfachende Bewertungsparameter zurückgreifen. 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 ein Sachverständigen-gutachten 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 infrage gestellt. Allerdings sieht Herr _____ 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 20.12.2017, also fast 8 3/4 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 Herrn _____ nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.



Der Beitrag von Castedelló/Jonas/Schieszl/Lechner (Wpg 2018, 806 ff.), der die Hintergründe der Empfehlung des FAUB erläutert, rechtfertigt gleichfalls keine andere Beurteilung. Die zentralen Ansätze über eine implizite Marktrisikoprämie und die Entwicklung von Spreads von Interbankenzinsen wurden bereits oben dargestellt – sie rechtfertigen zur Überzeugung der Kammer jedenfalls nicht die Erhöhung der Marktrisikoprämie auf 5,5 % nach Steuern.

Der Ansatz der Kammer liegt immer noch innerhalb der Empfehlung des FAUB, an die ein Gericht wegen fehlender Rechtsnormqualität nicht gebunden sein kann. Es widerspricht dem gerichtlichen Prüfungs- und Entscheidungsauftrag im Spruchverfahren, selbst den wahren angemessenen Wert der Kompensation zu ermitteln, wie auch dem Begriff der Bandbreite, wenn die Mitte der Bandbreite der stets vertretbare und letztlich „gerichts-feste“ Wert wäre. Vielmehr kann das Gericht im Spruchverfahren nach seiner Überzeugung durchaus zu dem Ergebnis gelangen, dass für bestimmte Stichtage ein niedrigerer (oder auch höherer) Wert innerhalb der Bandbreite das Marktrisiko besser abbildet als der Mittelwert (vgl. OLG München, Beschluss vom 26.6.2018, Az. 31 Wx 382/15; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; Beschluss vom 30.7.2018, Az., 31 Wx 1227/16; Beschluss vom 16.10.2018, 31 Wx 415/16).

Andererseits kann nicht davon ausgegangen werden, dass ein außerhalb der Bandbreite der Empfehlungen des FAUB des IDW als einen maßgeblichen Sachverständigengremium liegender Wert angenommen werden könne (vgl. OLG München, Beschluss vom 20.07.2018, Az. 31 Wx 122/16).



(bb) Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, inwieweit der angesetzte Beta-Faktor von 1,25 angemessen oder zu hoch angesetzt wurde, wobei bereits sehr gute Gründe für die Angemessenheit sprechen. Der zur Ermittlung des Unternehmens individuellen Risikos herangezogene Beta-Faktor konnte auf der Grundlage einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, nachdem ein unternehmenseigener Beta-Faktor mangels Börsennotiz zum Bewertungsstichtag nicht ermittelt werden konnte und musste. Der letzte Handelstag für die Aktien der Gesellschaft am Entry Standard des Freiverkehrs der Frankfurter Wertpapierbörse datierte vom 30.6.2015. Bei einem Zeitraum von rund 2 ½ Jahren bis zum Stichtag der Hauptversammlung kann daraus kein aussagekräftiges unternehmenseigenes Beta abgeleitet werden, weil dieses nicht mehr die Verhältnisse zum Stichtag der über den Squeeze out beschließenden Hauptversammlung widerspiegelt.

(cc) Aus der Ableitung einer Peer Group vermag die Kammer nicht zu erkennen, dass angesichts der Risikostruktur der Fidor Bank AG ein Beta-Faktor ermittelt werden könnte, der selbst bei der anzusetzenden Marktrisikoprämie von 5,0 % nach Steuern zu einer höheren Barabfindung als € 13,69 führen könnte. Aus den Sensitivitätsüberlegungen der Abfindungsprüfer auf Seite 77 ihres Prüfungsberichts ergibt sich, dass selbst bei einem Beta-Faktor von 1,1 und einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern sich immer noch ein Wert von lediglich € 9,98 je Aktie errechnet. Angesichts dessen muss davon ausgegangen werden, dass der Ansatz eines durchschnittlichen, wenn nicht sogar leicht unterdurchschnittlichen Risikos notwendig wäre, um



zu einer höheren Barabfindung zu gelangen. Dies erachtet die Kammer aus Gründen der Analyse sowohl der Peer Group als auch einer allgemeinen Analyse der Risikostruktur der Gesellschaft als ausgeschlossen. Das Risiko der Gesellschaft liegt nämlich nicht unerheblich über den durchschnittlichen Risiken am Markt. Die Gesellschaft hat in der Vergangenheit regelmäßig ihre Planziele verfehlt; bei einer Erkenntnis über die weitere Entwicklung eines Unternehmens steigt regelmäßig die Risikoaversion der Anleger. In der Vergangenheit musste die Gesellschaft mehrfach durch Kapitalzuführungen seitens der Konzernobergesellschaft gerettet werden. Ein erhebliches Risiko der Gesellschaft besteht auch darin, dass sie letztlich noch als Start up zum maßgeblichen Zeitpunkt zu bezeichnen ist, worauf in der Anhörung hingewiesen hat. Dies steht in Einklang mit den Feststellungen im Prüfungsbericht, wo überzeugend ausgeführt wurde, dass der Fidor Bank AG die grundlegenden Merkmale einer Challenger-Bank fehlen. Gerade das Fehlen einer signifikanten Erhöhung der Kundenbasis in der Vergangenheit und die Kosten-Erlös-Quote der Jahre 2014 und 2015 mit 71,2 % bzw. 87,4 % zeigt, dass es die Gesellschaft nicht leicht hatte und hat, sich am Markt zu etablieren. Angesichts dessen bezeichnete der Prüfungsbericht die Planung zutreffend als eher ambitioniert, was zugleich ein erhöhtes Risiko der Planverfehlung mit sich bringt. Dieses wird im Zähler gerade nicht berücksichtigt, so dass dieses Risiko auch nicht doppelt erfasst wird. Die Notwendigkeit der Erhöhung der Kernkapitalquote zeigt gerade ein steigendes, kein sinkendes Risiko.

Aber auch die in die Peer Group einbezogenen Banken sind nicht von vornherein unvergleichbar, weil sie den



Schwerpunkt ihrer Tätigkeit im Privatkundengeschäft und nicht im extrem risikobehafteten Investmentbanking haben. Dabei wurde bei der Auswahl Wert auf das Geschäftsmodell, weniger auf die regionale Ausrichtung gelegt. Da die Regulierung des Bankenmarktes gerade auch auf den internationalen Vorgaben der CRR beruht, kann die regionale Ausrichtung keine ausschlaggebende Rolle spielen. Zudem zeigt gerade auch die Notwendigkeit der Rettung der Fidor Bank AG durch die Muttergesellschaft, dass die Risikostruktur durchaus der ähnelt, der die südeuropäischen Banken in Folge der dortigen Immobilienkrise ausgesetzt sind.

Die unterschiedlichen Unternehmensgrößen sprechen nicht gegen die Aufnahme in eine Peer Group. Daraus lässt sich kein Rückschluss auf die fehlende Vergleichbarkeit ziehen. Anderenfalls könnten nicht relativ große Unterschiede zwischen den einzelnen Gesellschaften bei den ermittelten Beta-Faktoren bestehen. Dies zeigt beispielsweise ein Vergleich zwischen der Royal Bank of Scotland Group plc. mit einem Beta-Faktor von 0,79 und der UniCredit S.p.A. mit einem Beta-Faktor von 1,81, obwohl der Unterschied beispielsweise in der Bilanzsumme und der Zahl der Mitarbeiter nicht gravierend ist. Zudem zeigt sich dieses Phänomen auch in anderen vor der Kammer anhängig gewesenen Spruchverfahren.

Eine Einbeziehung der comdirect Bank AG oder der Swissquote Group Holding S.A. in die Peer Group war aufgrund der fehlenden Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle nicht vorzunehmen gewesen. Die comdirect Bank AG hat ihren Schwerpunkt im Aktienhandel, während



Swissquote eher als Börsenmakler tätig ist und folglich auch nicht als Bank bezeichnet werden kann.

Die Abfindungsprüfer ergänzten im Rahmen ihrer Prüfungshandlungen die von den Bewertungsgutachtern von herangezogenen Unternehmen noch um Payment-Service-Provider, die überwiegend Zahlungen abwickeln, nachdem der Anstieg der Provisionsergebnisse der Gesellschaft vor allem auf die Erlöse aus Payment-Service-Provider Dienstleistungen an Unternehmenskunden zurückzuführen ist. Indes führte diese Erweiterung um die Wirecard AG mit einem vergleichsweise niedrigen Beta-Faktor von 0,73 und um die Global Payments Inc., Total System Services Inc., Paysafe Group plc. und Pay Pal Holdings Snc. auch nicht zu einem Beta-Faktor, der zu einer Erhöhung der Barabfindung über einen Betrag von € 13,69 hinausführen könnte, nachdem sich ein raw-Beta von 1,25 bei einem zweijährigen Referenzzeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen und von 1,29 bei fünf Jahren und monatlichen Renditeintervallen jeweils gegen den größten nationalen Index ergab. Dabei darf namentlich nicht ausschließlich auf die fünf Unternehmen abgestellt werden, deren raw-Beta-Faktor im Durchschnitt für einen zweijährigen Betrachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen 0,99 und im Median bei 1,02 liegen würde. Dies ergibt sich aus der im Prüfungsbericht zutreffend dargestellten Erwägung heraus, dass der überwiegende Teil der Provisionsüberschüsse aus der Kartenausgabe erzielt werden soll, was indes dem originären Bankgeschäft zugerechnet werden muss. Daher würde die alleinige Peer Group aus dem Bereich der Payment-Service-Provider das Geschäftsmodell der Fidor Bank AG nur unzureichend abbilden.



Auch wenn ein Branchen-Beta regelmäßig nicht zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos herangezogen werden wird, zeigt ein Branchen-Beta für Banken, das von Herrn Prof. Dr. Schwetzler veröffentlicht wurde, das als Ein-Jahres-Beta für 2018 bei 1,24 lag und als Zwei-Jahres-Beta zum Stichtag der Hauptversammlung im letzten Quartal des Jahres 2017 sogar noch höher lag, dass der Wert von 1,25 unter Berücksichtigung der spezifischen Risikosituation der Fidor Bank AG nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre angesetzt wurde.

- (d) Auch die sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken stellen sich so dar, dass ein Risikozuschlag, der eine Erhöhung der Barabfindung nach sich ziehen würde, daraus nicht abgeleitet werden kann. Insoweit kann zunächst auf die Ausführungen zu der Risikostruktur unter B. II. 1. b. (2) (c) (cc) verwiesen werden. Selbst wenn die Bank über ein innovatives Geschäftsmodell verfügt und zum Teil der einzige Anbieter bestimmter Leistungen in Deutschland ist, ist sie dennoch einem hohen Wettbewerbsdruck ausgesetzt, weil andere Banken in demselben Sektor tätig sind. Angesichts dessen erachtet es die Kammer für ausgeschlossen, bei der Gesellschaft von einem unterdurchschnittlichen Risiko auszugehen.
- (3) Der mit 1,9 % im Terminal Value angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht 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 Preiserhöhun-



gen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschläges 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.

Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage lässt sich ein höherer Wachstumsabschlag nicht rechtfertigen. Angesichts des Geschäftsmodells einer Bank kann keine starke Abhängigkeit von Preissteigerungen im klassischen Sinn ausgegangen wer-



den. Dies gilt vor allem für die Zinsentwicklung; hier geht es vor allem um die im Wettbewerb durchsetzbaren Konditionen am Markt. Die Provisionen sind getrieben vom Volumen der Transaktionen. Der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1,9 % bei einer Endkundenzahl von etwa 900.000 übersieht nicht die fehlende Sättigung des Marktes. verwies zutreffend darauf, dass auch ein großzügiger Wachstumspfad einmal zu seinem Ende gelangen muss. Dabei muss gesehen werden, dass dieses Wachstum der Überschüsse der Gesellschaft auf alle Zeiten angelegt ist und – wie die Kammer aus einer Vielzahl von bei ihr anhängig gewesenen Spruchverfahren beurteilen kann – der angesetzte Wert von 1,9 % ein vergleichsweise sehr hoher Wert ist. Dieser Ansatz kann auch nicht deshalb immer noch als zu niedrig angesehen werden, weil Kryptowährungen ein enormes Wachstumspotential beinhalten sollen. Die Abfindungsprüfer wiesen zutreffend daraufhin, dass das Geschäft mit diesen Währungen wie Bitcoins für die Fidor Bank AG kein Werttreiber sein könne; nach dem allein maßgeblichen Stichtagsprinzip muss nämlich von einer Fixvergütung und nicht von einer transaktionsabhängigen Vergütungsvereinbarung ausgegangen werden. Die schlanke Struktur der Gesellschaft rechtfertigt ebenfalls keinen höheren Wachstumsabschlag, nachdem dies bereits hinreichend berücksichtigt wurde. Ein höherer Wachstumsabschlag rechtfertigt sich auch nicht aus der Überlegung heraus, dass Bedürfnis der Bankkunden richte sich nicht nach den Verbraucherpreisen und der Kapitalbedarf nicht nach der allgemeinen Preisentwicklung. Die Abfindungsprüfer verwiesen in ihren Prüfungsbericht wie auch im Termin zur mündlichen Verhandlung auf die Entwicklung der Sparquote in den vergangenen Jahren. Auch wenn sich diese nach einem Tiefpunkt im Jahre 2013 leicht erholt hat, verbleibt sie unterhalb des Niveaus vor den Krisenjahren, weshalb sich das Einlagen-



geschäft der Fidor Bank AG in Zukunft weniger stark als erwartet entwickeln könnte. Seit dem Jahr 2009 ist andererseits die Verschuldungsquote der privaten Haushalte, die als Indikator für die Nachfrage nach Krediten angesehen werden kann, rückläufig. Bei einer Fortsetzung dieser Tendenz in der Zukunft führt dieser Trend zu negativen Auswirkungen auf das Zinsergebnis aus dem Kreditgeschäft. Zudem muss auch beim Wachstumsabschlag die Wettbewerbssituation der Gesellschaft einfließen. Sie steht im Einlagen- wie auch im Kreditgeschäft in einem sehr harten margenorientierten Wettbewerb mit anderen Direktbanken, ohne das ein Nachlassen dieser Wettbewerbsintensität erkennbar wäre. Vielmehr wird dem allgemeinen Trend folgend durch die weiter zunehmende Ausweitung von Online-Angeboten auch die Transparenz in diesem Markt für Bankprodukte und damit auch der Druck auf die Margen steigen. Die Abfindungsprüfer wiesen in ihrem Bericht weiterhin überzeugend daraufhin, dass steigende bankaufsichtsrechtliche Anforderungen auch in der Zukunft qualifizierte Ressourcen binden. Zusätzlich stellen auch Online-Zahlungssysteme wie Pay Pal oder Amazon Pay Risiken für die Entwicklung von Banken dar. Angesichts dessen sieht die Kammer keinerlei Anhaltspunkte für einen noch höheren Wachstumsabschlag.

- (b) Dem kann nicht entgegengehalten 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 Aufga-



be der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung 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 thesaurierungsbedingtem 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; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Der Unternehmenswert der Gesellschaft bildet dabei auch das thesaurierungsbedingte Wachstum durch die fiktive Hinzurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung.

Neuere Studien aus der betriebswirtschaftlichen Literatur rechtfertigen keine andere Beurteilung, 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 1 % spiegelt dabei aber nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das – wie oben ausgeführt – nach Hinzurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstums deutlich



höher liegt. Ebenso wenig führt eine Dissertation von Bork zu abweichenden Erkenntnissen. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen 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 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 eine unvollständige Überwälzung der Inflation stehe in Widerspruch zum Postulat des eingeschwungenen Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von 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.

Unter Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums der Gesellschaft kann von einem Gesamtwachstum von über 4 % ausgegangen werden, weshalb es gerade nicht zu einem Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt kommen wird.

c. Auch durch den Ansatz des gesondert zu bewertenden Vermögens kann es nicht zu einem Unternehmenswert kommen, der zu einer höheren Barabfindung als € 13,69 führen würde.

(1) Die steuerlich nutzbaren Verlustvorträge in Höhe von ca. € 46,63 Mio. für die Körperschaftsteuer und von etwa € 46,65 Mio. für die Gewerbesteuer wurden zutreffend angesetzt. Die Bewertungsgutachter leiteten den Wertbeitrag aus der künftigen Nutzung der Verlustvorträge als Sonderwert ab, wobei nur der daraus resultierende Steuervorteil angesetzt werden darf, nicht die gesamte Höhe der Verlustvorträge. Die Abfindungsprüfer von [redacted] nahmen eine Kontrollrechnung vor, indem sie dies in einem integrierten Modell bei der Steuerplanung im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts abbildeten. Dabei gab es keine Unterschiede hinsichtlich des Ergebnisses, das die Bewertungsgutachter von [redacted] mit € 27,086 Mio. bezifferten.

(2) Auch beim steuerlichen Einlagenkonto nach § 27 KStG ermittelten die Bewertungsgutachter systemgerecht einen Sonderwert aus dem Vorteil, der sich aus einem geringen steuerlichen Eigenkapital und einem hohen steuerlichen Einlagenkonto ergibt. Auch hier überprüften die Abfindungsprüfer nach den Aussagen von [redacted] den ermittelten Vorteil aus dem steuerlichen Einlagenkonto in Höhe



von € 11,574 Mio. anhand ihres integrierten Bewertungsmodells, ohne das sich am Ergebnis etwas änderte.

- (3) Als weiteren Teil des nicht betriebsnotwendigen Vermögens gingen die Bewertungsgutachter von _____ von einem Ertragswert der Fidor Factoring GmbH aus, den sie mit € 3,295 Mio. bezifferten. Der Ertragswert der Fidor Factory GmbH würde sich nur insofern ändern, als eine etwas niedrigere Marktrisikoprämie vor Steuern angesetzt werden müsste. Hinsichtlich des Beta-Faktors ist eine Änderung nach unten nicht veranlasst. _____ verwies bei seiner Anhörung nämlich darauf, dass die Gesellschaft mit ihren beiden Tochtergesellschaften nur einheitlich auftreten kann und sich daher unterschiedliche Beta-Faktoren nicht rechtfertigen lassen. Angesichts dessen gelten hier dieselben Überlegungen, aufgrund derer eine deutliche Korrektur des Beta-Faktors nach unten keinesfalls veranlasst sein kann.
- (4) Die Beteiligungen der Gesellschaft an der Panda Fintech Inc., der Ingenious Technologies AG sowie der Mountain Partner AG durften mit ihren Buchwerten in Höhe von € 4,117 Mio., € 793.000,- und € 3,4 Mio. angesetzt werden. Die Abfindungsprüfer wiesen nämlich daraufhin, dass in all den Fällen, in denen ein Ertragswert überhaupt ermittelt werden konnte, der Buchwert der Beteiligung höher lag.
- (5) Weitere Sonderwerte oder weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen mussten nicht in die Ermittlung des Unternehmenswerts einfließen.
 - (a) Dies gilt zunächst für einen von den Antragstellern zum Teil reklamierten Schadensersatzanspruch gegen Organmitglieder im Zusammenhang mit dem Erwerb des Gebrauchtwagenportfolios aus § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG. Verletzen Vorstandsmitglieder



ihre Pflichten, so sind sie aufgrund dieser Vorschrift zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Eine Pflichtverletzung liegt aufgrund der Regelung in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft zu handeln. Über die Verweisung in § 116 Satz 1 AktG gelten diese Grundsätze für die Verletzung von Pflichten von Aufsichtsratsmitgliedern sinngemäß. Vorliegend kann indes von einer entsprechenden Schadensersatzpflicht nicht ausgegangen werden, ohne das es darauf ankommen kann, inwieweit die Antragsteller zur Pflichtverletzung überhaupt hinreichend vorgebracht haben oder nicht. Die Muttergesellschaft hat nämlich die durch die Wertberichtigung auf dieses Gebrauchtwarenportfolio entstandenen Verluste in Höhe von € 90 Mio. durch entsprechende Zahlungen in die Kapitalrücklage ausgeglichen. Damit aber besteht bei der Fidor Bank AG kein Schaden mehr; dabei kann nicht von einer freiwilligen Leistung eines Dritten ausgegangen werden, die den Schädiger regelmäßig nicht entlasten soll (vgl. Palandt/Grüneberg, BGB, 78. Aufl., Vorb v § 249 Rdn. 82; Oetker in: Münchener Kommentar zum BGB, 8. Aufl., § 249 Rdn. 251 f.). Vorliegend wird sich nämlich aus der hohen Beteiligung der und ihrer Tochtergesellschaften eine Finanzierungspflicht in der Konzernsituation herleiten lassen. Auch wenn die Leistung unentgeltlich erfolgte so erfolgt die Zahlung auf der Grundlage einer Vereinbarung, die nicht formbedürftig ist, weil es sich dabei nicht um eine Schenkung im Sinne des § 516 Abs. 1 BGB, sondern um eine Leistung handelt, die in der Gesellschafterstellung wurzelt (vgl. BGH NZG 2006, 543, 544 = AG 2006, 548, 549 = ZIP 2006, 1199, 1200 = WM 2006, 1202, 1203 = DB 2006, 1370 = BB 2006, 1467 = MDR 2006, 1356 = DStR 2006, 870; Emmerich in: Em-



merich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl., § 291 Rdn. 63; Wolf ZIP 2006, 1885, 1886 f.). Folglich muss die Kammer nicht abschließend darüber entscheiden, ob Schadensersatzansprüche der Gesellschaft gegen ihre Organmitglieder berücksichtigungsfähig sind oder ob dies mit dem Wesen des Spruchverfahrens nicht zu vereinbaren wäre und eine Berücksichtigung nur im Falle einer rechtskräftigen Feststellung und Durchsetzbarkeit erfolgen könne (so LG Düsseldorf AG 1989, 138, 139; Schroeder/Habbe NZG 2011, 845 ff.; a.A. OLG München, Urteil vom 22.12.2010, Az. 7 U 1584/10; ZIP 2008, 2117, 2122 = AG 2007, 452, 453; Hüttemann/Meinert in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 7 Rdn. 49).

- (b) Die bei der Fidor Bank vorhandene Liquidität muss in vollem Umfang als betriebsnotwendig qualifiziert werden, weil bei einer Bank jedwede Liquidität betriebsnotwendig ist. Das Vorhandensein liquider Mittel ist prägend für das Geschäftsmodell einer Bank. Demgemäß wurde auch die überschüssige Liquidität im Zinsergebnis angesetzt, weshalb eine nochmalige Berücksichtigung als Sonderwert eine unzulässige Doppelerfassung bedeuten würde.
- (c) Die Beteiligung an der Demakon Holding GmbH, die noch im Jahr 2016 bilanziell abgebildet wurde, dürfte nicht mehr berücksichtigt werden, weil sie auch entsprechend den Ausführungen von _____ im Anhörungstermin bereits im Jahr 2017 eingetauscht wurde und folglich zum Stichtag nicht mehr zum Gesellschaftsvermögen gehörte.
- (d) Die Marke "Fidor" durfte nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Er-



tragsplanung 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 AG 2017, 501, 507; 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 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst.

(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; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; 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 einem mehrstündigen Anhörungstermin 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 auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist nämlich 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 Gedanke 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 Prüfers 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 Anteilsinhabern.



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; Beschluss vom 29.8.2017, Az. 5HK O 16585/15; 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.

Eine Mitgliedschaft von _____ und _____ im Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. begründet kein Bestellungsverbot im Sinne des § 319 Abs.1 bis Abs. 4 HGB, der aufgrund der Verweisung in §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 1 AktG Anwendung findet. Angesichts dessen muss die Kammer auch nicht entscheiden, inwieweit sich daraus ein Verwertungsverbot ableiten ließe. Einen Ablehnungsgrund vermag die Kammer gleichfalls nicht zu erkennen. Dabei muss bereits davon ausgegangen werden, dass die Vorschriften über die Sachverständigenablehnung in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO auf den gerichtlich bestellten Prüfer keine Anwendung finden. Das Spruchverfahrensgesetz behandelt ihn aufgrund der Vorschrift des § 8 Abs. 2 nicht als Sachverständigen, sondern als sachverständigen Zeugen, weshalb die Vorschriften über die Ablehnung eines Sachverständigen auf ihn nicht anwendbar sind (vgl. LG Stutt-



gart, Beschluss vom 23.3.2017, Az. 31 O 1/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 11). Abgesehen davon wäre ein Befangenheitsgrund auch nicht zu bejahen. Ein solcher ergibt sich nicht aus einer Mitgliedschaft der Abfindungsprüfer im IDW. § 4 Abs. 9 der Satzung des IDW enthält nämlich keine unbedingte Verpflichtungserklärung des Wirtschaftsprüfers auf die Vorgaben des IDW. Zwar hat jedes Mitglied die Prüfungsstandards aufgrund dieser Vorschrift zu beachten. Aufgrund von § 4 Abs. 9 Satz 2 und Satz 3 der Satzung kann eine sorgfältige Prüfung indes ergeben, dass ein Prüfungsstandard nicht anzuwenden oder hiervon abzuweichen ist. Somit bietet die genannte Selbstverpflichtung genügend Raum für die dem Abfindungsprüfer auferlegte unparteiische Überprüfung (vgl. OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). Ein Ablehnungsgrund lässt sich auch nicht daraus ableiten, dass namentlich gerichtsbekannt in anderen Fällen als gerichtlich bestellter Prüfer tätig wurde und gegebenenfalls auch Privatgutachten zur Unternehmensbewertung erstellt. Zwar wird davon auszugehen sein, dass bei einem (gerichtlichen) Sachverständigen, der in derselben Sache für einen nicht unmittelbar am Rechtsstreit beteiligten Dritten ein entgeltliches Privatgutachten zu einem gleichartigen Sachverhalt erstattet hat, ein Ablehnungsgrund besteht, weil dann die Besorgnis besteht, er werde von einer früher geäußerten Begutachtung nicht abweichen (vgl. BGH MDR 2017, 479 f. = VersR 2017, 641, 642 = NJW-RR 2017, 569, 570 m.w.N. auch zur Gegenauffassung). Von einem gleichgelagerten Sachverhalt kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden, wenn die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer völlig andere Unternehmen bewertet haben (vgl. auch OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). In dem vom BGH entschiedenen Fall ging es dagegen um die Frage, dass möglicherweise die zu begutachtende Hüftgelenksprothe-



se aus derselben Modellreihe stammte wie die, die dort bestellte Sachverständige auch als Privatgutachter zu beurteilen hatte. Vorliegend wird auch von Seiten der Antragsteller nicht vorgebracht; sowie und seien früher mit der Bewertung der Fidor Bank AG befasst gewesen.

Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin und verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Sie haben sowohl im Prüfungsbericht als auch bei ihrer mündlichen Anhörung samt der ergänzenden Stellungnahmen die vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt und dabei auch begründet, warum sie die Ansätze aus dem Bewertungsgutachten von für angemessen und sachgerecht begründet erachten. Dies macht deutlich, dass sich und ihrer Aufgabe und Funktion als Prüfer in vollem Umfang bewusst waren und die Feststellungen der Bewertungsgutachter kritisch durchleuchtet haben. Dabei haben sie gerade bei der Herleitung des Beta-Faktors nicht nur den Ansatz von übernommen, sondern das Ergebnis der Analyse eines fünfjährigen Referenzzeitraums mit monatlichen Renditeintervallen gegen den größten nationalen Index abgeglichen mit den Ergebnissen, die sich aus der Heranziehung wöchentlicher Renditeintervalle bei einem zweijährigen Beobachtungszeitraum gegen den jeweils größten nationalen Index ergeben haben. Zudem erweiterten die Abfindungsprüfer von die Peer Group um fünf weitere Unternehmen, die aus ihrer Sicht ebenfalls mit der Fidor Bank AG vergleichbar sind. Im Rahmen ihrer mündlichen Anhörung haben sich die beiden Abfindungsprüfer eingehend, um-



fassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen und Einwendungen gegen die Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Fidor Bank AG auseinandergesetzt.

- (2) Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht 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; OLG München, Beschluss vom 30.7.18, Az. 31 Wx 122/16; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57). 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 darge-



stellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiiertes 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 Büngert/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, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen 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 Hauptaktionärin 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.; OLG München, Beschluss vom 30.7.18, Az. 31 Wx 122/16; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Puzskajler 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 keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

- (3) Die Kammer war nicht veranlasst, genaue Berechnungen hinsichtlich der Auswirkungen der Absenkung der Marktrisikoprämie auf 5,0 % nach Steuern von den Abfindungsprüfern einzufordern. Die mögliche Korrektur beim Risikozuschlag und dabei in aller erster Linie bei der Marktrisikoprämie, die sich zugunsten der Aktionäre auswirken würde, fällt nämlich in einem Umfang an, der bei weitem nicht zu einer mehr als Verdoppelung des Unternehmenswertes führen könnte. Dies zeigen die Sensitivitätsanalysen der Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht.

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

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs.

- (1) 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. – 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; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., §



305 Rdn. 88 f.; Hüffer/Koch, 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.) 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.

- (2) Vorliegend gab es in diesem Zeitraum bereits keine Börsennotiz der Aktien der Fidor Bank AG. Soweit ein Handel auf außerbörslichen Handelsplattformen stattfand, kann daraus die Relevanz des Börsenkurses nicht abgeleitet werden. Der Prüfungsbericht weist auf Seite 72 daraufhin, dass es im Zeitraum von Anfang Juli bis Mitte August 2017 bei Schnigge und Valora überhaupt keinen Handel gab. Damit aber sind auch die Voraussetzungen des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO im Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze out-Verlangens auf der Internetseite der Gesellschaft am 06.09.2017 nicht erfüllt, die mit sehr guten Gründen zumindest als wesentlicher Maßstab für die Aussagekraft von Börsenkursen als Wertuntergrenze für die Barabfindung im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen herangezogen werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2008, 783, 787; OLG Frankfurt, Beschluss vom 9.4.2010, Az. 5 W 57/09 – zit. nach juris; OLG Karlsruhe ZIP 2015, 1874, 1877 = AG 2015, 789, 792 = Der Konzern 2016, 35, 48; ZIP 2018, 122, 125 = Der Konzern 2017, 540, 542; Happ/Bednarz in: Festschrift für Stilz, 2014, S. 219, 227 f.; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7, Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten – Corporate Litigation, 5. Aufl., § 34 Rdn. 160; OLG Frankfurt AG 2014 822, 827; OLG Karlsruhe AG 2015 789, 792 = ZIP 2015, 1874, 1877). Auch ist die für die Berücksichtigung des Börsenkurses zwingend notwendige Information der Kapitalmärkte



als Grundlage für die Ermittlung aussagekräftiger Börsenkurse nicht sichergestellt. Es ist nicht erkennbar, dass es beispielsweise entsprechende Ad hoc-Pflichten gibt, die ganz wesentlich zur Transparenz der Preisbindung an den Börsen beitragen.

- b. Auch über gegebenenfalls von der Antragsgegnerin gezahlte Vorerwerbspreise lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise 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 Ver-



tragsfreiheit 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 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; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16858/15; Vetter AG 1999, 569, 572). Aus der Wertung des § 31 Abs. 4 WpÜG lässt sich das gegenteilige Ergebnis nicht begründen, weil das System des WpÜG mit dem der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie dem Squeeze out nicht vergleichbar ist. Die Annahme des Erwerbsangebots beruht auf einer freien Entscheidung des Aktionärs, während er sich bei einem Squeeze out der Mehrheitsentscheidung der vom Hauptaktionär dominierten Hauptversammlung beugen muss.

Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen.

Angesichts dessen mussten die Anträge zurückgewiesen werden.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragssteller aufer-



legt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung des Abfindungsprüfers im Termin vom 28.3.2019 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Planannahmen wie namentlich der Entwicklung der Umsatzzahlen, der Kosten sowie zum Kapitalisierungszinssatz und zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gebracht hat.

- c. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 2 SpruchG n. F. Anwendung. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen wurde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit. Angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung mit einem nochmals gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des Prüfungsberichts kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage. Nur in einem solchen Fall kann die Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21). Gerade hier muss berücksichtigt werden, dass die Zurückweisung des Antrags gerade auch aus Rechtsgründen erfolgte, nachdem die ursprüngliche Planung zutreffender Weise korrigiert wurde und bei der Ausgangsplanung bei verändertem Risikozuschlag eine Erhöhung denkbar gewesen wäre.
2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen.



Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des Gemeinsamen Vertreters.

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 schriftliche 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.