

Beglaubigte Abschrift

**Landgericht Berlin**

Az.: 102 O 100/12 .SpruchG



**Beschluss**

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren

Beteiligte:

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter  
am Landgericht , den Handelsrichter und den Handelsrichter am  
15.11.2022 beschlossen:

1. Der angemessene Abfindungsbetrag gemäß § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Landebank Berlin Holding AG wird auf jeweils 4,49 EUR für eine Stückaktie der Gesellschaft festgesetzt.
2. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.
3. Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens zu erstatten. Ausgenommen hiervon sind die Antragsteller zu 21), 22), 86), 100), 103), 105), 106), 107), 108) sowie 118). Diese haben ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.
4. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf 6.364.966,08 EUR festgesetzt.
5. Die Beschwerde wird nicht zugelassen, soweit die Beschwer EUR 600,- nicht übersteigt.

## Gründe:

I.

Mit dem vorliegenden Spruchverfahren begehren die Antragsteller mit unterschiedlicher Argumentation die Verbesserung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der Landesbank Berlin Holding AG (nachfolgend kurz LBBH genannt) auf Betreiben der Mehrheitsaktionärin (Antragsgegnerin).

Die LBBH ist eine - vormals börsennotierte - Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin. Bei ihr handelt es sich um eine Finanzholding, welche die Obergesellschaft des LBBH-Konzerns ist. Sie betreibt keine eigenen Bankgeschäfte, seit sie zum 31. Dezember 2006 auf die Banklizenz verzichtet hat. Entsprechend ihrer Funktion als Holding beschäftigt die LBBH keine eigenen Mitarbeiter. Bei den nachgeordneten Konzernunternehmen waren zum 31. Dezember 2011 rechnerisch 5.931 Mitarbeiterstellen vorhanden.

Unternehmensgegenstand der LBBH ist gemäß § 2 der Satzung das Halten und die Veräußerung der Gesellschaften des Konzerns der Landesbank Berlin AG, welche Bankgeschäfte aller Art betreiben. Die LBBH ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen. Solange die Ausgliederung des Vermögens der Gesellschaft auf die Landesbank Berlin AG nicht vollständig abgeschlossen ist, ist die Gesellschaft auch zur Durchführung bankmäßiger Geschäfte mit Ausnahme des Investmentgeschäfts in allen Zweigen des Bankbetriebes und der damit zusammenhängenden Handelsgeschäfte aller Art berechtigt. Sie kann andere Unternehmen gründen, erwerben und sich an ihnen beteiligen. Die Gesellschaft kann Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, strukturell verändern, unter einheitlicher Leitung zusammenfassen oder sich auf deren Verwaltung beschränken sowie über ihren Beteiligungsbesitz verfügen.

Die LBBH hält unmittelbar 100%-ige Beteiligungen an der Landesbank Berlin AG (LBB), die den wesentlichen Teil des operativen Geschäfts der Gruppe betreibt, sowie an der Landesbank Berlin Investment GmbH. Zwischen der LBBH und der LBB besteht ein Gewinnabführungsvertrag. Zu den wesentlichen Beteiligungen der Landesbank Berlin AG gehören die Berlin-Hannoversche Hypothekenbank Aktiengesellschaft, die BankenService GmbH, die S-Kreditpartner GmbH (Mehrheitsbeteiligung neben der Deutsche Sparkassen Leasing AG & Co. KG) sowie die netbank AG. Zum 31. Dezember 2011 waren insgesamt 94 Unternehmen in den Konsolidierungskreis der LBBH einbezogen.

Die LBBH sieht sich als den führenden Bankdienstleister für Privat- und Firmenkunden in Berlin und Umland. Der Konzern hat seine Tätigkeit intern in die strategischen Geschäftsfelder Private Kunden, hier ist die Landesbank Berlin AG unter der Marke Berliner Sparkasse aktiv, Firmenkunden, Immobilienfinanzierung und Kapitalmarktgeschäft aufgeteilt. Im Rahmen der Steuerung der LBBH erfolgt die Planung im Rahmen dieser Geschäftsfelder und damit gesellschaftsübergreifend. Neben diesen – externen – Geschäftsfeldern existieren daneben das zentrale Segment Zinsmanagement und die Servicefunktionen Corporate Center und Marktfolge. Das Segment Kapitalmarktgeschäft ist zum einen auf Dienstleistungen an Finanzinstitute und institutionelle Kunden sowie das internationale Geschäft des Konzerns ausgerichtet, zum anderen werden hier auch die Eigenhandelsaktivitäten abgewickelt.

Im Bereich der Privat- sowie kleinen und mittleren Gewerbekunden verfügte der Konzern im Jahr 2010 über einen Marktanteil in Berlin und Brandenburg von 42 %. Mit über einer Million Privat-

kunden war die LBB über ihre Marke Berliner Sparkasse, über die ein dichtes Filialnetz betrieben wird, Marktführer in Berlin.

Die LBB ist überregional einer der größten Herausgeber von Kreditkarten, wobei dieses Geschäft mit sogenannten „Co-Branding-Partnern“ betrieben wird, zu denen unter anderem der ADAC, Air Berlin und der Versandhändler Amazon gehören. Zum Jahresende 2011 waren 2,2 Millionen Kreditkarten ausgegeben worden. Auch die Geschäftsfelder Immobilienfinanzierung und Kapitalmarktgeschäft sind nicht auf die Kernregion der LBBH beschränkt. Entsprechend unterhielten sowohl die LBB als auch die BerlinHyp im Jahr 2011 auch Standorte beziehungsweise Repräsentanzen im Ausland.

Trotz der Finanz- und Wirtschaftskrise waren die unbereinigten Ergebnisse vor Steuern in den Jahren 2009 und 2010 mit Werten von 329 Mio. € und 317 Mio. € für die Gesellschaft zufriedenstellend ausgefallen, wobei insbesondere die Effekte aus erfolgswirksam zum Zeitwert bilanzierter Finanzinstrumenten hierzu beitrugen. Für das Jahr 2009 traten positive Effekte durch Refinanzierungsmittel der EZB hinzu. Allerdings zeigten sich auch Umkehreffekte aus bilanziellen Belastungen der Vergangenheit und der bereits vor dem Einsetzen der Banken- und Finanzkrise begonnenen Restrukturierung der Gesellschaft.

Das Geschäftsergebnis des Jahres 2011 wurde positiv durch die wirtschaftliche Entwicklung im Inland und die damit einhergehende Stärkung vor allem des Privatkundengeschäfts der LBB beeinflusst. Deutlich negativ machte sich dagegen die im EU-Raum zu beobachtende Staatsschuldenkrise bemerkbar. Der Konzern hatte in erheblichem Umfang in staatliche Papiere der notleidenden südeuropäischen Staaten – hier vor allem Griechenlands – investiert, was zu Bewertungsverlusten führte. In der Folge wurde mit einem Überschuss von nur noch 41 Mio. € ein deutlich schlechteres Ergebnis erzielt als in den Jahren 2009 und 2010. Dies führte unter anderem dazu, dass die von der Antragsgegnerin gehaltene stille Einlage an der LBB AG nur teilweise bedient wurde.

Gleichfalls im Jahr 2011 entstand die S-Kreditpartner GmbH, an welcher die LBB mit 67 % beteiligt ist. Auf diese Gesellschaft, welche das überregionale Geschäft mit Verbraucherkrediten unter Anbindung weiterer deutscher Sparkassen übernehmen soll, wurde das gesamte Konsumentenkreditgeschäft übertragen. Entsprechende Verträge werden in der Folge durch die Sparkasse an diese Gesellschaft gegen Zahlung von Provisionen weitergereicht.

Die Geschäftsleitung der LBBH sah die Chancen des Konzerns für die Zeit ab Anfang 2012 zum einen in der weiteren Ausweitung des Kerngeschäfts und einem Ausbau seiner Rolle als Dienstleister der Sparkassen-Finanzgruppe. Dies sollte vor allem für den Bereich Kapitalmarktgeschäft gelten, in dem das Angebot der LBB INVEST ergänzend neben den Produkten der Deka-Bank Deutsche Girozentrale AöR positioniert werden sollte.

Das Grundkapital der LBBH betrug 2.554.741.132,93 EUR und war eingeteilt in 999.327.870 nennwertlose Stückaktien, die auf den Inhaber lauteten.

Die Antragsgegnerin ist eine Kommanditgesellschaft mit Sitz in Neuhardenberg und im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt (Oder) eingetragen. Gegenstand der am 21. Dezember 2006 gegründeten Gesellschaft ist die Übernahme und Verwaltung von Beteiligungen an anderen Gesellschaften, insbesondere an der LBBH.

Am 8. November 2011 kündigte die Antragsgegnerin an, den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der LBBH durchführen zu wollen. Zu diesem Zeitpunkt hielt sie unmittelbar 879.867.543 Aktien der LBBH, was einer Beteiligung von rund 88,05 % entsprach. Daneben hielt gleichfalls mit Sitz in Neuhardenberg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt (Oder) 106.199.981 Aktien der LBBH, entsprechend einer Beteiligung von 10,63 %. Die Aktien der wa-ren der nach § 327a Abs. 2 in Verbindung mit § 16 Abs. 4 AktG zuzurechnen, da sie als abhängiges Unternehmen im Sinne von § 17 AktG galt. ist einzige persönlich haftende Gesellschafterin der und hält 99,99 % der festen Kapitalanteile an der . Nach dem Gesellschaftsvertrag der werden die Stimmrechte nach den Kapitalanteilen ausgeübt. Die Stimmrechte des einzigen Kommanditisten der sind nach dem Gesellschaftsvertrag der B soweit gesetzlich möglich ausgeschlossen. als persönlich haftender Gesellschafterin stehen deshalb stets mindestens 99,99 % der Stimmrechte in der zu. Gesellschafterbeschlüsse in der werden grundsätzlich mit einfacher Mehrheit gefasst.

Die Antragsgegnerin hielt im Bewertungszeitpunkt, wie oben bereits angesprochen, eine typisch Stille Einlage an der Landesbank Berlin AG in Höhe von 700 Mio. €.

Die außerordentliche Hauptversammlung der LBBH stimmte am 25. April 2012 der Übertragung

der Anteile der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin zu. Als Kompensation für diese Maßnahme setzte die Antragsgegnerin eine Barabfindung in Höhe von 4,01 € je Inhaberaktie fest, der Abfindungshöhe der Ertragswert der LBBH zugrunde lag, welcher im Auftrag der Antragsgegnerin von I in einer Bandbreite von 3,61 bis 4,01 € je Aktie ermittelt worden war.

Der Bewertung basierte auf der vom Vorstand der Gesellschaft verabschiedeten Mittelfristplanung für die Jahre 2012 bis 2016. hatte zunächst die Vergangenheitsergebnisse der Jahre 2009 bis 2011 betrachtet und hier zum Vergleich mit den Planergebnissen zunächst Bereinigungen von Sondereffekten vorgenommen. Diese führten für die Jahre 2009 und 2011 zu Verbesserungen und für das Jahr 2010 zu einer Verschlechterung des operativen Ergebnisses. Zu den bereinigten Sachverhalten zählten etwa Zinsüberschüsse aus temporär von der EZB zur Verfügung gestellten Refinanzierungsmitteln sowie Abschreibungen auf Staatsanleihen der so genannten PIIGS-Staaten. Diese Abschreibungen führten zum Ende 2011 auch einer Verringerung des Eigenkapitals des Konzerns.

Erkenntnisse, dass die Planungsrechnungen der LBBH im untersuchten Zeitraum aufgrund von Planungsfehlern die tatsächliche Entwicklung regelmäßig unter- oder überschätzt haben, fanden sich aufgrund der Vergangenheitsanalyse nicht. Die festzustellenden Planunterschreitungen waren nach Auffassung der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin

im Wesentlichen auf die Folgewirkungen der Staatsschuldenkrise zurückzuführen und nicht systematischer Natur.

Die Planung der Gesellschaft wird rollierend jeweils nach Verabschiedung der Zahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres erstellt und umfasst das Folgejahr sowie vier weitere Jahre. Die Bewerterin hat die von der Gesellschaft vorgelegten Zahlen im Wesentlichen erläutert hinsichtlich der positiven und negativen Komponenten des operativen Ergebnisses unverändert beibehalten. Mit der im Jahr 2012 beginnenden Mittelfristplanung hat die Gesellschaft die interne Verrechnung der erzielten Zinsüberschüsse verändert. Auswirkungen auf das Konzernergebnis hatte diese Maßnahme nicht. Eigene Anpassungen hat hinsichtlich des Kernkapitals beziehungsweise des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals vorgenommen. Zum einen ging die Bewertungsgutachterin davon aus, dass bereits 2013 ein „hartes“ Kernkapital von 9 % erreicht werden müsste und es daher der Zuführung externen Kapitals bedürfe. Zu diesem Zweck nahm sie zu Bewertungszwecken die Umwandlung der Stillen Einlage der Antragsgegnerin an der LBB in haftendes Eigenkapital zum Stichtag an. Für die Jahre 2012 und 2013 ermittelte sie darüber hinaus einen weiteren Bedarf an Eigenmitteln – bedingt durch die Basel-III-Regularien und die Umstellung der Rech-

nungslegung der Gesellschaft auf IFRS – in Höhe von 847 Mio. EUR, der mit Ausnahme eines überschießenden Betrages in Höhe von 308 Mio. EUR aus den erzielten Ergebnissen abgedeckt werden sollte. Für die ewige Rente betrachtete nicht periodentypische Ereignisse bis zum Jahr 2035 und aggregierte die ermittelten Daten auf einen Normwert für die Jahre ab 2017.

Im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes brachte einen gerundeten Basiszins von 2,50 %, eine Marktrisikoprämie von 5,0 %, eine Betafaktor von 1,0 bis 1,1 sowie einen Wachstumsabschlag von 1,0 % in Ansatz. Den Betafaktor ermittelte die Bewertungsgutachterin anhand einer so genannten Peer Group, da sie das eigene Beta der LBBH für nicht hinreichend belastbar hielt.

Zur Plausibilisierung des gefundenen Ergebnisses führte die Bewerterin ein Vergleich des Marktwert-Buchwert-Verhältnisses zwischen der LBBH und den Unternehmen der Peer Group durch und gelangte dabei zu dem Ergebnis, dass dieses deutlich über dem Durchschnitt der Vergleichsunternehmen liege.

Der durchschnittliche Börsenkurs der LBBH-Aktie im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Absicht des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre am 8. November 2011 lag bei 3,36 EUR und spielte daher bei der Ermittlung der Abfindungshöhe keine Rolle.

Die vom Gericht bestellte Prüferin bestätigte Angemessenheit der Abfindung. Angesichts der in der Planung vorgesehenen Steigerung des Konzernergebnisses mit einer jährlichen Rate von 31,5 % hielt sie diese für ambitioniert, aber erreichbar.

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 1. August 2012 in das Handelsregister der LBBH bei dem Amtsgericht Charlottenburg in Berlin eingetragen und am 3. August 2012 bekannt gemacht. Bereits am 2. August 2012 wurde der Börsenhandel mit den Aktien der Gesellschaft eingestellt.

Der Antragsteller greifen die von der Antragsgegnerin festgelegte Kompensation aus verschiedenen Gründen als zu niedrig an:

Die von der Antragsgegnerin beeinflusste Planung sei zu negativ und unter dem Eindruck der Fi-



nanzkrise erstellt worden. Es handele sich darüber hinaus nicht um eine originäre Planung der LBBH, sondern um eine von I zu Bewertungszwecken erstellte. Unternehmensintern würden andere Werte für maßgeblich gehalten. In diesem Zusammenhang sei schon die durchgeführte Vergangenheitsbetrachtung unzutreffend erfolgt, da zum einen der Betrachtungszeitraum von lediglich zwei Jahren zu gering sei und zum anderen nur die Einnahmen-, nicht aber die Ausgabenseite bereinigt worden sei.

Die fehlende Plausibilität der Planung zeigten bereits die tatsächlich erzielten Ergebnisse des ersten Halbjahres 2012, in dem ein stark angestiegener Zinsüberschuss zu verzeichnen gewesen sei. Demgegenüber wiesen die Planwerte für 2012 sinkende Zins- und Provisionsüberschüsse aus obwohl zugleich die Refinanzierungskosten der Konzernunternehmen als Folge der Niedrigzinspolitik der EZB gesunken seien. Gleichfalls unplausibel sei der Umstand, dass die Zinsüberschüsse niedrigere Werte annehmen sollen als im Durchschnitt der Jahre 2009 bis 2011. Die in der Planung enthaltenen „Rückschläge“ seien auch mit den Äußerungen des Vorstandes aus dem Dezember 2011 nicht zu vereinbaren.

Angesichts der zu erwartenden weiteren Rationalisierungsmaßnahmen sei der Anstieg des Verwaltungsaufwandes nicht nachvollziehbar. Dies gelte auch für den trotz Personaleinsparungen steigenden Ansatz für den Personalaufwand. Sonstige Synergieeffekte seien überhaupt nicht berücksichtigt worden.

Im Rahmen der vorgelegten Planung sei die Marktführerschaft der Unternehmen der LBBH nicht hinreichend berücksichtigt worden. Für den Bereich der Privatkunden gehe das Bewertungsgutachten schon von unzutreffenden tatsächlichen Voraussetzungen aus, da die LBB nach eigenen Angaben im Jahr 2011 über zwei Millionen Kunden verfügt habe, während bei von lediglich über einer Million Kunden die Rede sei. In die Betrachtung einzubeziehen sei auch der wirtschaftliche Nachholbedarf der Region Berlin und der seit einiger Zeit zu beobachtende Boom am hiesigen Immobilienmarkt.

Insgesamt sei der Planung auch nicht zu entnehmen, in welcher Weise die Ergebnisse der einzelnen Tochtergesellschaften einbezogen worden seien.

Die für den Detailplanungszeitraum angenommene Höhe der Risikovorsorge sei fehlerhaft, da sie aus den historischen Daten der Finanzkrise abgeleitet worden sei. Zudem zeige sich die fehlende Plausibilität der Planung auch daran, dass ein Anstieg der Aufwendungen für die Risikovor-

sorge negativ mit der Entwicklung des Zinsüberschusses korreliere. Diese Entwicklung stehe im Widerspruch zu den Angaben der Antragsgegnerin, dass zukünftige Engagements mit höheren Margen verfolgt werden sollten. Ein gegenüber dem Jahr 2011 dauerhaft um 75 % erhöhter Wert für das Kreditgeschäft sei nicht nachvollziehbar und könne nicht pauschal mit „Expertschätzungen“ begründet werden.

Im Übrigen sei zu beanstanden, dass die in der Detailplanungsphase thesaurierten Beträge den Minderheitsaktionären nicht fiktiv zugerechnet würden. Soweit die Antragsgegnerin eine erforderliche Erhöhung der Kernkapitalquote einwende, könne diese auch auf andere Weise erreicht werden, etwa durch eine Kapitalerhöhung oder den Rückkauf von Hybridkapital. Der Argumentation der Antragsgegnerin überzeuge auch aus dem Grunde nicht, dass laut dem Konzernabschluss per 31. Dezember 2011 bereits eine Kernkapitalquote von 12,5 % erreicht gewesen sei. Eine weitere Aufkapitalisierung sei daher nicht erforderlich. Zudem „verschwände“ nach der Planung von 2012 auf 2013 ein Kapitalbetrag von 366 Mio. €. Auf die Vorgaben von Basel-III könne sich die Antragsgegnerin ohnehin nicht stützen, da diese zum Bewertungsstichtag noch nicht in Kraft gewesen seien. Darüber hinaus sähen diese nur eine Kernkapitalquote von 7 % vor. Die vorgeblich geplante Thesaurierung sei auch nach den eigenen Angaben der LBBH nicht erforderlich, da im Zwischenbericht 2012 eine Entlastung des Eigenkapitals in Höhe von 500 bis 750 Mio. € mitgeteilt worden sei.

Die von \_\_\_\_\_ zum Bewertungsstichtag angenommene Umwandlung der stillen Einlage der Antragsgegnerin in Höhe von 700 Mio. € in hartes Kernkapital sei nicht hinreichend erläutert. Der damit einhergehende Wegfall der Zinszahlung schlage in den prognostizierten Aufwendungen auch nicht „voll durch“. Es sei auch bewertungstechnisch verfehlt, eine sich aus der Auflösung der Einlage ergebende schuldrechtliche Forderung gegen die LBB vom Ertragswert der LBBH abzuziehen.

Letztlich sei auch das angenommene Absinken des Ergebnisses in der Zeit der ewigen Rente nach dem Jahr 2016 nicht plausibel.

Der Basiszinssatz sei zu hoch gewählt, zumindest gelte dies für den Ansatz als einheitlichen Zins. Zum Abzug zu bringen sei die hiesige Prämie, die für Credit Default Swaps auf Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland am Markt gezahlt werde.

Die Aussagen von \_\_\_\_\_ und der gerichtlich bestellten Prüferin zum eigenen Betafaktor der

LBBH seien inkonsistent. Eine Marktengte habe jedenfalls nicht vorgelegen, da die Aktie der LBBH hinreichend liquide gewesen sei. Für einen Zweijahreszeitraum vor dem Stichtag ließen sich auch statistisch signifikante Werte ermitteln (Antragsteller).

Weder die thesaurierungsbedingte Erhöhung des Eigenkapitals noch der Strategiewechsel im Kapitalmarktgeschäft hin zu weniger risikoreichen Geschäften spiegele sich im verschuldeten Befaktor wider.

Die Zusammensetzung der Peer Group sei fehlerhaft, da mit Ausnahme der skandinavischen Institute sämtliche Vergleichsunternehmen anderen Risiken unterlägen als die LBBH. Besonders offensichtlich sei dies bei den herangezogenen Banken aus den Krisenstaaten Italien und Spanien. Auch die stark im Investmentgeschäft engagierte Deutsche Bank stelle ebenso wenig eine taugliche Referenz dar wie die Commerzbank, welche die Finanzkrise nur mit staatlicher Hilfe überstanden habe. Die mangelnde Vergleichbarkeit der Peer-Group-Unternehmen mit der LBBH zeige sich auch beim Vergleich der externen Ratings. Während die LBBH über ein gutes Rating verfüge, sei das am höchsten bewertete Unternehmen der Vergleichsgruppe die Ringkøbing Landbobank mit einem Wert von A3 (Antragsteller). Auch die Einbindung der LBBH in den Sparkassenverbund wirke sich risikomindernd aus.

Die in den Bewertungsgutachten angenommenen Steuerbelastung der Minderheitsaktionäre sei fehlerhaft. Zum einen sei von einem Aktienbesitz vor dem 1. Januar 2009 auszugehen, so dass keine fiktiven Veräußerungssteuern auf Wertsteigerungen anfallen könnten. Zum anderen könnten Ausschüttungen steuerfrei aus dem steuerlichen Einlagekonto der LBBH geleistet werden.

Der von zur Plausibilisierung des gefundenen Ergebnisses durchgeführte Multiplikatorvergleich scheitere an der fehlenden Ähnlichkeit der einbezogenen Unternehmen mit der LBBH.

Für die Höhe der Abfindung seien sowohl von der Antragsgegnerin nicht offengelegte Vorwerbspreise als auch der Umstand zu berücksichtigen, dass die Antragsgegnerin für Aktien der LBBH auf der Basis ihres öffentlichen Übernahmeangebots vom 1. August 2007 noch 6,81 € gezahlt habe. Dieser Angebotspreis müsse jedenfalls als Untergrenze der Abfindung angesehen werden, da die Antragsgegnerin der Lage gewesen sei, bereits zum damaligen Zeitpunkt einen Squeeze-Out durchzuführen (Antragsteller). Es sei auch nicht ersichtlich, dass sich die Lage der LBBH seit dem Übernahmeangebot verschlechtert habe. Darüber hinaus müsse die Antragsgegnerin auch erklären, welche Höhe ihr Bilanzansatz der Anteile der LBBH besitze. Dieser

liege bei mindestens 4,22 € (Antragsteller beziehungsweise 4,51 € je Stückaktie (Antragsteller Die Antragsteller Drastig u.a. behaupten in diesem Zusammenhang, dass die Sparkassen-Gruppe den Wert der Beteiligung nach Abschreibungen bei 5,11 € sehe.

Ferner existiere in erheblichem Umfang nicht betriebsnotwendiges Vermögen in Form von Kunstgegenständen, welches – entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin - nicht zu Repräsentationszwecken erforderlich sei. Dies gelte erst recht, da die LBBH selbst kein Kreditinstitut, sondern lediglich eine Finanzholding sei. Zu prüfen seien auch Schadensersatzansprüche gegen den Vorstand der Gesellschaft wegen zu niedriger Kaufpreise, die bei der Veräußerung von Grundstücken der LBBH an andere Unternehmen des Sparkassen-Verbundes gefordert worden seien.

Der als Wertuntergrenze heranzuziehende Aktienkurs müsse höher angesetzt werden, da die Antragsgegnerin diesen manipuliert habe. Er habe vor Beginn des hier maßgeblichen Referenzzeitraums noch bei durchschnittlich 4,35 € gelegen.

Die Antragsteller beantragen,

die Barabfindung gerichtlich höher als 4,01 EUR je Stückaktie festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt die von vorgenommene Bewertung.

Bei der Planung, welche der Bewertung zu Grunde gelegt worden sei, handele es sich um die originäre Planung der LBBH, an der von ediglich bewertungstechnische Anpassungen vorgenommen worden seien. Sie beruhe auf den Ist-Daten des Jahres 2011 und zwischenzeitlichen Aktualisierungen. Grundsätzlich könne aufgrund des veränderten wirtschaftlichen und regulatorischen Umfeldes nicht davon ausgegangen werden, dass Ergebnisse wie vor dem Beginn der Finanzkrise erzielt werden könnten. Bei der Planung sei auch keineswegs nach dem Vorsichtsprinzip verfahren worden, wie auch die übereinstimmende Einschätzung von Bewertungsgutachter und Prüfer zeige, dass diese als „ambitioniert“ zu bezeichnen sei.

Das externe Wachstum der LBBH werde durch das Regionalitätsprinzip im Sparkassensektor begrenzt, wonach sich die Tätigkeit des Unternehmens im geschäftlichen Privatkunden sowie kleineren und mittleren Firmenkunden auf das Geschäftsgebiet Berlin beschränken müsse.

Die ansteigende Risikovorsorge liege in dem eintrübenden Wirtschaftswachstum in der Kernregion der LBBH und einer langfristigen Veränderung in der Portfoliozusammensetzung hin zu Engagements mit höheren Margen aber auch höheren Risiken begründet. Die wirtschaftliche Entwicklung beeinflusse grundsätzlich auch die Zahl der Unternehmensinsolvenzen, die in den Jahren ab 2009 wegen der günstigen Rahmenbedingungen relativ gering ausgefallen sei. Die unternehmensinterne Planung beruhe auf zentral vom Bereich Risiko und Controlling ermittelten Ausfallraten, wobei Experteneinschätzungen der einzelnen Geschäftsfelder berücksichtigt würden. Effekte aus der Finanzkrise seien in die Planansätze nicht eingeflossen. Die von einigen Antragstellern behaupteten Zusammenhänge zwischen der Höhe von Zinsüberschuss oder Provisionsüberschuss auf der einen und der Risikovorsorge auf der anderen Seite seien nicht vorhanden.

Der Prämisse einer Mindestkernkapitalquote von 9 % liege nicht nur die Empfehlung der EBA vom 8. Dezember 2011 zu Grunde, sondern auch eine entsprechende Festlegung seitens des Vorstandes vom 13. Dezember 2011. Zu diesem Zeitpunkt sei bereits absehbar gewesen, dass auch das Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen dieser Empfehlung folgen würde. Die LBBH sei im Management Letter des EBA-Supervisory College vom 23. April 2012 angewiesen worden, eine harte Kernkapitalquote von 9 % zu erreichen. Darauf, ob diese Empfehlung für die LBBH rechtlich bindend gewesen sei, könne es nicht ankommen.

Die Marktrisikoprämie sei zutreffend nach dem TAX-CAPM bestimmt worden. Das IDW habe Anfang 2012 einen Wert von 5,0 % und höher empfohlen.        habe sich im Übrigen mit dem Ansatz von 5,0 % auch noch innerhalb der zuvor empfohlenen Bandbreite von 4 % bis 5 % bewegt und einen höheren Ansatz im vorliegenden Fall nicht für erforderlich gehalten. Die Kritik mehrerer Antragsteller an der Stehle-Studie aus dem Jahr 2004 sei ebenso wenig geeignet, diese Schätzung als nicht vertretbar anzusehen wie der Verweis auf eine Vielzahl anderer Untersuchungen, deren Überlegenheit nicht zu erkennen sei.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Vorbringens der Beteiligten wird auf die zu den Akten gereichten Schriftsätze Bezug genommen.

Die Kammer hat Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens des Sachverständigen Wegen des Beweisthemas wird auf den Beschluss vom 24. Oktober 2014, wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme auf das Gutachten vom 11. Dezember 2018 sowie die ergänzende gutachtliche Stellungnahme vom 19. Januar 2021 sowie die Anhörung des Sachverständigen vom 27. September 2022 Bezug genommen.

II.

### **A. Zulässigkeit der Spruchverfahrensanträge**

Die Spruchverfahrensanträge der Antragsteller waren zum größten Teil zulässig, zu einem anderen Teil jedoch auch bereits unzulässig, so dass sie entsprechend zu verwerfen waren.

1. Die Anträge der am Verfahren beteiligten Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis zum 5. November 2012 bei Gericht eingegangen sind. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, waren die Antragschriften jeweils vorab per Telefax eingereicht worden.

2. Die fehlerhafte Bezeichnung der Antragsgegnerin durch eine Anzahl von Antragstellern führte entgegen deren Auffassung nicht per se zu einer Unzulässigkeit der entsprechenden Spruchstellenanträge. Zwar ist der Antragsgegnerin nach § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 SpruchG zu bezeichnen, was regelmäßig durch die Angabe der Firma und des Sitzes geschehen wird. Allerdings ist die Bezeichnung der Auslegung zugänglich, so dass eine erkennbare Falschbezeichnung unschädlich ist (vgl. Simon/Leuering, SpruchG, Rz. 36 zu § 4 SpruchG). Vorliegend konnte nach Auffassung der Kammer im Zusammenhang mit der in den Anträgen jeweils konkret genannten Strukturmaßnahme nicht zweifelhaft sein, dass sich die Anträge gegen die Antragsgegnerin richten sollen. Die Kammer hielt es daher nicht für gerechtfertigt, die Anträge als unzulässig zu verwerfen.

3. Soweit die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung der Antragsteller zum Teil in Zweifel gezogen hat, haben diese jeweils im Nachgang Bankbescheinigungen des Inhalts eingereicht, dass sie bei Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der LBBH Anteilsinhaber gewesen sind.

Soweit dies nicht innerhalb der Antragsfrist geschehen ist, war dies unschädlich, da – neben

den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben – im Antrag die Mitteilung ausreicht, im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionär beziehungsweise Aktionärin der LBBH gewesen zu sein. Eine Pflicht zu einem Nachweis innerhalb der Antragsfrist folgt aus dem Verweis in § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG auf § 3 SpruchG nicht. Die Darlegung der Antragsberechtigung „nach § 3 SpruchG“ bezieht sich darauf, dass der Antragsteller in der Antragsbegründung vortragen muss, zu dem in § 3 Satz 1 und Satz 2 SpruchG für die jeweilige Strukturmaßnahme genannten Zeitpunkt Anteilsinhaber zu sein beziehungsweise gewesen zu sein. Auf eine Darlegung in der Form eines Nachweises wird damit nicht verwiesen. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während ein Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist. § 3 Satz 3 SpruchG begründet keine eigenständige Nachweispflicht, sondern beschränkt den Nachweis der Stellung als Aktionär auf Urkunden und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).

4. Bis zum Abschluss des Verfahrens haben allerdings die Antragsteller zu 100) und 106) keinerlei Nachweise ihrer Aktionärsstellung im Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses durch Eintragung in das Handelsregister der LBBH am 1. August 2012 zu den Akten gereicht. Nicht ausreichende Nachweise lagen vor von den Antragstellern zu 21), 22), 86), 103), 105), 107), 108) sowie 118). In sämtlichen genannten Fällen wurden lediglich Abrechnungen über die Abfindung beziehungsweise Mitteilungen über die Ausbuchung der Aktien der Gesellschaft aus den jeweiligen Aktiendepots zu den Akten gereicht. Derartige Mitteilungen oder Abrechnungen über die Gutschrift einer Abfindung stellen nicht hinreichend sicher, dass der jeweilige Antragsteller tatsächlich auch bereits im Zeitpunkt der Registereintragung im Besitz seiner Aktie(n) war. Grundsätzlich ist dies zwar solange unbedenklich, wie die Aktionärsstellung nicht in Zweifel gezogen wird. Vorliegend hat die Antragsgegnerin die fehlenden beziehungsweise unzureichenden Nachweise aber ausdrücklich gerügt, so dass diese in der Form des § 3 Satz 3 SpruchG hätten eingereicht werden müssen.

## **B. Begründetheit der Anträge**

Die weiteren - zulässigen - Spruchverfahrensanträge erwiesen sich in der Sache als begründet. Der den Antragstellern beziehungsweise den ehemaligen Minderheitsaktionären der LBBH AG von der Antragsgegnerin gemäß § 327b AktG gezahlte Betrag von 4,01 EUR je Stückaktie war nicht (mehr) als angemessen anzusehen. Es war nicht ersichtlich, dass eine Kompensation in

der von der Antragsgegnerin festgesetzten Höhe eine unter Berücksichtigung verfassungsmäßiger Grundsätze hinreichende Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet. Die von der Antragsgegnerin geschuldete Abfindung war daher auch vor dem Hintergrund der von der Kammer durchgeführten Beweisaufnahme um 0,48 EUR je Stückaktie auf einen Betrag von insgesamt 4,49 EUR zu erhöhen

### **1. Grundlagen der Abfindung nach § 327b AktG**

a) Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (vgl. BGHZ 147, 108 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs-) Recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (vgl. BVerfG NZG 2011, 86 -Telekom/T-Online; BVerfGE 100, 289 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, BeckRS 2011, 24586; OLG Stuttgart, Beschluss vom 20. August 2018, 20 W 2/13, BeckRS 2018, 26698 m.w.N.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO.

b) Daher ist der Forderung, im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so etwa Lochner, AG 2011, 692, 693 f.), nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert, vor allem auch nach der hier von den Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode, gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insge-



samt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen - auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschluss vom 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, BeckRS 2012, 55224) von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung auch dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Es ist nämlich zu berücksichtigen, dass es einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens - unabhängig von der zugrunde gelegten Bewertungsmethode - nicht geben kann (BGH, Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, Rn. 36; OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018, 31 Wx 415/16). Jede in die Zukunft gerichtete Prognose beinhaltet naturgemäß gewisse Unsicherheiten, die auch im Hinblick auf das Gebot des effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Es muss dementsprechend eine gewisse Bandbreite von Werten als (noch) angemessen angesehen werden und eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist. Das Gericht ist in diesem Zusammenhang insbesondere auch nicht gehalten, nach dem Meistbegünstigungsprinzip die Bewertungsmethode oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung ergeben, etwa um auf diese Weise auszugleichen, dass die Antragsgegnerin im Zweifel eher einen niedrigeren als eine höhere Abfindungszahlung anbietet. Die Antragsteller haben Anspruch auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Abfindung, nicht aber auf eine möglichst hohe Abfindung (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 3. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 32 zitiert nach juris).

c) Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

## **2. Höhe der Abfindung nach § 327b AktG**

Gemäß § 327b AktG legt der Hauptaktionär, der eine Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen will, die Höhe der Barabfindung fest, welche die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses berücksichtigen muss. § 327f AktG gibt vor, dass die Höhe der Abfindung angemessen sein zu sein hat, wobei dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft werden muss, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

### 3. Methodik der Wertermittlung

a) Die Bewertungsgutachterin hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der LBBH AG die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Bei Ertragswertgutachten ist - worauf oben bereits hingewiesen wurde - regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei allerdings um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage ha-

ben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt somit die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachten abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Lediglich der Umstand, dass Prognosen zur zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens stets kritisch hinterfragt werden können, führt nicht dazu, dass ein Spruchgericht gehalten wäre, regelmäßig eine möglichst große Anzahl an sachverständigen Einschätzungen zu sämtlichen Aspekten der Bewertung heranzuziehen, um sich ein Bild über die mögliche Wertbandbreite zu verschaffen. Soweit die vorliegenden Gutachten und Ergänzungen nach einer anerkannten Methode erstellt worden sind und keine erkennbaren Fehler enthalten oder ersichtlich unvollständig sind, führt eine weitere Begutachtung regelmäßig zu keinem erheblichen Erkenntnisgewinn, sondern allenfalls zu einer weiteren, gleichfalls vertretbaren Sichtweise.

Aus diesem Grunde war im vorliegenden Verfahren keine vollständige Neubewertung der LBBH AG durchzuführen. Vielmehr war es ausreichend, diejenigen Aspekte der von [redacted] i vorgenommenen und von der Barabfindungsprüferin [redacted] i bestätigten Bewertung einer näheren Betrachtung durch einen vom Gericht bestellten Sachverständigen zu unterziehen, die von Seiten der Antragsteller zum Inhalt konkreter Bewertungsrügen gemacht worden sind. Auch insoweit war die weitere Beweisaufnahme aber auf diejenigen Fragestellungen zu beschränken, die erkennbar einen Einfluss auf die Höhe des Bewertungsergebnisses nehmen konnten und deren Beantwortung nicht aufgrund der eigenen Sachkunde der Kammer möglich war.

e) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft aufzubauen hat und zukünftig möglicher Eingriffe wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren.

Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich. Gegebenenfalls ist eine mehrwertige Schätzung durchzuführen, um die konkret bestehenden Unsicherheiten zu dokumentieren.

f) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativenanlagen bestehen.

g) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde beziehungsweise gezahlt hätte (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da sonst die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

Die Kammer hält es jedoch regelmäßig für geboten, die Entwicklung der Ertragslage in den dem Bewertungsstichtag unmittelbar nachfolgenden Zeiträumen zu untersuchen, da insoweit die Annahme gerechtfertigt sein dürfte, dass diese bereits in der Wurzel angelegt war.

#### 4. Allgemeine Unternehmensplanung der LBBH

a) Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte verbietet, eigenständige Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder eines durch das Gericht beauftragten Sachverständigen ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive wie auch für negative Abweichungen.

b) Grundlage für die vorliegende Bewertung war die vom Vorstand der LBBH verabschiedete Mittelfristplanung für die Geschäftsjahre 2012 bis 2016. Die Planung erfolgte intern - dem üblichen Prozess der Gesellschaft folgend - nach Geschäftsfeldern und nicht auf der Ebene der einzelnen operativ tätigen Gesellschaften des Konzerns. Die LBBH selbst nimmt eine reine Holdingfunktion ein.

Für die von Antragstellerseite aufgestellte Behauptung, es handele sich bei der genannten Mittelfristplanung nicht um eine eigene Planung der Gesellschaft, da sie von der Bewertungsgutachterin erstellt worden sei, fanden sich keinerlei konkrete Hinweise. Soweit zu einzelnen konkreten Punkten der Bewertung – etwa hinsichtlich des erforderlichen Kernkapitals des LBBH-Konzerns – bestimmte Annahmen getroffen hat, konnte dies nicht dazu führen, die gesamte Planung nicht mehr als eine solche der LBBH anzusehen. Vielmehr waren die entsprechenden Annahmen und Prämissen kritisch zu hinterfragen, was dann auch Gegenstand der von der Kammer durchgeführten Beweisaufnahme war.

c) Der wesentliche Teil des operativen Konzerngeschäfts wird, wie oben bereits angesprochen,

durch die LBB betrieben, die als Träger der Berliner Sparkasse vor allem im Bereich der Privatkunden sowie kleinen und mittleren Firmenkunden Dienstleistungen einer Universalbank erbringt und in Berlin ein flächendeckendes Filialnetz betreibt. Zum Bewertungsstichtag im Jahr 2012 war die LBB mit über 1 Million Kunden Marktführerin in Berlin. Unter der Marke Landesbank Berlin wird zum einen das überregionale Privatkundengeschäft betrieben und zum anderen die Betreuung großer Firmenkunden übernommen. Schließlich handelt es sich bei der LBB um einen der größten Emittenten von Kreditkarten in Deutschland.

Weitere für das Ergebnis wesentliche Tochtergesellschaften sind die BerlinHyp, die als Pfandbriefbank das Immobilienfinanzierungsgeschäft betreibt sowie die Kapitalanlagegesellschaft LBB-Invest.

Darüber hinaus besteht eine mit 66,67 % mehrheitliche Beteiligung an der gemeinsam mit der Deutschen Sparkassen Leasing AG & Co. KG betriebenen S-Kreditpartner GmbH (SKP) mit Sitz in Berlin. Diese Gesellschaft nahm zum 1. Juni 2011 den Betrieb auf, wobei sämtliche bestehenden Verträge aus dem Geschäftsbereich Auto- und Konsumentenfinanzierung der LBB in dieses Unternehmen ausgelagert worden sind. Ebenso wird das von der LBB generierte Neugeschäftsvolumen mit Auto- und Konsumentenkrediten nach 2011 durch die SKP abgewickelt. Im Gegenzug erhalten die LBB sowie die weiteren an der SKP beteiligten Partnersparkassen Provisionen für die im Bestand der SKP befindlichen ungekündigten Kreditvaluta. Darüber hinaus partizipieren die LBB und damit auch die LBBH durch ihre Beteiligung an der SKP an den durch diese erwirtschafteten Ergebnissen.

d) Die Planung der LBBH geht davon aus, dass sich das Geschäft der SKP durch die Ausweitung der Anzahl der Kundensparkassen deutlich ausweiten lässt. Ferner ist vorgesehen, die LBB-Invest innerhalb des Sparkassenverbundes als Zweitmarke neben der DekaBank zu etablieren.

e) Die LBBH plant die wesentlichen Ergebniskomponenten Zinsüberschuss und Provisionsüberschuss getrennt nach den internen Geschäftsbereichen Privatkunden, Firmenkunden, Immobilienfinanzierung, Kapitalmarktgeschäft und Zinsmanagement. Der zuletzt genannte Geschäftsbereich existiert nur unternehmensintern und entfaltet keine nach außen gerichtete Tätigkeit. Vielmehr umfasst dieses Segment die zentrale Steuerung des Bankbuchs über verschiedene Portfolien. Die Aufgabenschwerpunkte des Segments umfassen den Ausgleich von Zinsänderungsrisiken aus Kundengeschäften und der längerfristigen Refinanzierung, die Erzielung von Erträgen

aus der Fristentransformation sowie die Generierung zusätzlicher Erträge aus der Anlage des Eigenkapitals, der Pensionsrückstellungen und der stillen Einlage sowie von Erträgen aus der Anlage in alternative Investments.

Hinzu tritt als weitere das Konzernergebnis beeinflussende Komponente das Ergebnis aus erfolgswirksam zum Zeitwert bilanzierten Finanzinstrumenten. Dieses setzt sich aus dem Ergebnis aus Finanzinstrumenten, die zu Handelszwecken eingegangen werden (Held for Trading) und aus dem Ergebnis von zum Zeitwert designierten Finanzinstrumenten (Fair Value-Option) zusammen.

Die erhebliche Ergebniswirksamkeit dieser Komponente für das Konzernergebnis zeigt der Umstand, dass das operative Ergebnis nach Restrukturierungsaufwendungen und der – erstmals im Jahr 2011 zu zahlenden – Bankenabgabe im Jahr 2010 gegenüber dem Vorjahr um rund 25 % auf 292 Mio. € und im Jahr 2011 um weitere 58 % auf 124 Mio. € eingebrochen ist (vgl. Sachverständigengutachten Tz. 132).

Auf der Passivseite der Planung finden sich im Wesentlichen der Verwaltungsaufwand, die Risikovorsorge sowie die Eigenmittelanforderungen für die angemessene Ausstattung der Gruppe mit aufsichtsrechtlich vorgeschriebenem Eigenkapital.

f) Im Rahmen der Bewertung der Planung der LBBH ergab sich auf der einen Seite die Besonderheit, dass die vor dem Beginn der Detailplanungsphase liegenden Jahre bis 2011 noch deutlich von den Auswirkungen der Banken- und Finanzkrise der Jahre 2008 ff. beeinflusst waren. Zum anderen war nicht nur das Auto- und Konsumentenkreditgeschäft mit dem Beginn der Detailplanungsphase ausgelagert worden, sondern auch die internen Verrechnungsmethoden der LBBH (IVZ-Methodik) wurden im Laufe des Geschäftsjahres 2011 geändert, um Ergebnisbelastungen verursachungsgerechter den einzelnen Geschäftsfeldern zuzuweisen.

Der Grund für diese Änderung lag im dauerhaften Auseinanderfallen zwischen den sinkenden Kapitalmarktzinsen und den Verrechnungszinssätzen, welche den jeweiligen Marktbereichen intern vergütet wurden, da diese sich an (zu hohen) Vergangenheitsdaten orientierten. Diese führte zu einer überproportionalen Vergütung der Passiveinlagen in den Segmenten private und Firmenkunden zu Lasten des Segments Zinsmanagement. Als Ausgleich für die aus den schwankenden Einlagen und gleichzeitig stark sinkenden Kapitalmarktzinsen entstehenden negativen Ergebniswirkungen für das Geschäftsfeld Zinsmanagement wurde bis zum 30. Juni 2011 ein sogenann-

ter Volumenrisikospread erhoben, der vom internen Verrechnungszins als pauschale Prämie abgezogen wurde und zulasten der Kundengeschäftsfelder erhoben wurde. Die auf diese Weise vereinnahmten Risikospreads reichten in den Jahren 2008 bis 2011 jedoch nicht aus, um die negativen Effekte im Zinsmanagement aus dem Volumenzuwachs und den gleichzeitig sinkenden Kapitalmarktzinsen abzufangen, so dass sich ein strukturelles Defizit im Segment Zinsmanagement ergab. Daher wurde dieses Verfahren ab dem 1. Juli 2011 durch die monatliche Verrechnung von Ausgleichszahlungen ersetzt und die Effekte aus Volumenschwankungen verursachungsgerecht im Folgemonat verrechnet. Positive und negative Effekte aus Volumenschwankungen ab diesem Zeitpunkt wurden daher nicht mehr im Bereich ZM ausgewiesen, sondern vollständig den einzelnen Kundengeschäftsfeldern zugeordnet. Die beschriebene Veränderung in der unternehmensinternen Zurechnung hat zur Folge, dass die ab dem Jahr 2012 in den einzelnen Segmenten ausgewiesenen Zinsüberschüsse in der Planungsrechnung nicht mehr unmittelbar mit den Vergangenheitsdaten vergleichbar sind.

Daher können die geplanten Beiträge der Geschäftssegmente Private Kunden, Firmenkunden und Zinsmanagement zum Zinsüberschuss nicht getrennt, sondern nur gemeinsam betrachtet werden.

g) Einige Antragsteller sind der Auffassung, dass der in der vorliegenden Planung vorgesehene Rückgang der Summe aus Zins- und Provisionsüberschuss im Jahr 2012 nicht plausibel ist. Insbesondere sei der geplante Rückgang des Zinsüberschusses mangelhaft hergeleitet, die hierfür maßgeblichen Gründe seien nicht ersichtlich und dessen Höhe nicht plausibel.

Nach Auffassung der Kammer werfen erhebliche Änderungen im Überschuss und den hierfür maßgeblichen Ergebniskomponenten mit dem Beginn einer Detailplanungsphase stets die Frage auf, aus welchen konkreten Gründen die Vergangenheitsentwicklung nicht fortgeschrieben wird beziehungsweise werden kann. Daher hielt das Gericht im vorliegenden Bewertungsfall eine nähere Überprüfung für erforderlich, welche durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen auch ausführlich erfolgt ist.

Dies galt vor allem vor dem Hintergrund, dass der geplante Rückgang des - gesamten - Zinsüberschusses auf Konzernebene von 951 Mio. € in 2011 auf 860 Mio. € in 2012 nicht allein auf die Veränderung der IVZ-Methodik zurückzuführen sein konnte, da sich die Be- und Entlastungen der einzelnen Geschäftsfelder infolge der (lediglich internen) Methodenänderung, gegenseitig ausgleichen, so dass die der Planung zugrunde liegenden Annahmen im Einzelnen zu untersuchen wa-



ren.

Der gerichtliche Sachverständige hat daraufhin die geplante Entwicklung getrennt nach den einzelnen Geschäftssegmenten der LBBH untersucht:

### **5. Planung Segment Kapitalmarktgeschäft**

Das Geschäftsfeld Kapitalmarktgeschäft (KMG) richtet sich von seinem Produktportfolio laut der Gesellschaft vorrangig an Finanzinstitute und institutionelle Kunden (vgl. Prüfbericht S. 24). Über die LBB-Invest GmbH werden auch Publikums- und Spezialfonds angeboten. Das Segment verantwortet daneben auch die Eigenhandelsaktivitäten des LBBH-Konzerns.

a) Die Kammer hielt nach den vorgelegten Planzahlen vor allem die prognostizierte Entwicklung des Zinsüberschusses im Segment Kapitalmarktgeschäft zwischen dem letzten Vergangenheitsjahr 2011 (370 Mio. €) und dem ersten Planjahr 2012 (202 Mio. €) für erläuterungsbedürftig.

Dieser Geschäftsbereich soll nach dem Willen des Vorstands der Gesellschaft im Rahmen der „neuen Kapitalmarktstrategie“ der LBBH ab 2011 aufgrund der Marktentwicklung und erwarteter, zukünftiger regulatorischer Anforderungen stärker auf das kundenbezogene Geschäft ausgerichtet werden, um stabile Erträge zu erzielen und die Ergebnisvolatilität zu verringern. Ergänzend zum Kundengeschäft umfasst der Geschäftsbereich auch nach dieser Neuausrichtung im Unterbereich „Treasure and Trading“ das Management von kurz- und langfristigen Anlage- und Handelsgeschäften sowie die Steuerung und Sicherstellung der Liquidität und langfristigen Refinanzierung des LBBH-Konzerns.

Die Gesellschaft sieht sich künftig vor allem auch als Dienstleister für andere Sparkassen, wobei auch die bestehenden Geschäftsbeziehungen nach Mittel- und Osteuropa genutzt werden sollen.

b) Nach den Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen beruhte der im Jahr 2011 zu beobachtende Anstieg des Zinsüberschusses gegenüber dem Vorjahr auf kurzfristigen Fristentransformationen. Dennoch fiel das operative Ergebnis 2011 um 226 Mio. € in den Negativbereich und betrug -3 Mio. €, während nach der Planung für 2012 trotz des deutlichen Rückgangs des Zinsüberschusses wieder ein deutlich positives Ergebnis in Höhe von 156 Mio. € erwartet wird. Entsprechend führt der Sachverständige aus, dass im Geschäftsfeld Kapitalmarktgeschäft

die alleinige Betrachtung der Ergebnisgröße „Zinsüberschuss“ problematisch und unvollständig wäre. So bestünden in der Ergebnisrechnung nach IFRS Abhängigkeiten beziehungsweise Wechselwirkungen zwischen den Erfolgsgrößen „Zinsüberschuss“ und „Ergebnis aus erfolgswirksam zum Zeitwert bilanzierten Finanzinstrumenten“, so dass diese Größen gemeinsam zu betrachten sind. Bei dieser – gebotenen – Betrachtungsweise ergebe sich aus der Summe dieser Größen für das erste Planjahr kein Rückgang, sondern vielmehr gegenüber 2011 ein Anstieg des relevanten Ergebnisses um 73,7 % auf einen Betrag von 304 Mio. €.

c) Die Planungsrechnung sieht im ersten Planjahr 2012 insgesamt einen deutlichen Anstieg der Erträge von 154 Mio. € auf 323 Mio. € vor. Der geplante Anteil des Kundengeschäfts, d.h. der marktpreisrisikoneutrale Absatz von Produkten und die Bereitstellung von Lösungen für Kunden trägt gemäß Planungsrechnung im Jahr 2016 zu rund 60 % der Erträge im Kapitalmarktgeschäft bei, während sich der Anteil des Eigenhandels laut Planungsrechnung durch sukzessiven und „ergebnisschonenden“ Abbau nicht strategiekonformer Investments im Planungszeitraum von 40 % in 2012 auf 20 % in 2016 halbiert. Die deutliche Stärkung des kundenbezogenen Geschäfts soll unter anderem zur Reduzierung der Volatilität des Ergebnisses im Kapitalmarktsegment führen. So haben die Analysen der Barabfindungsprüferin der in der Vergangenheit aufgetretenen Plan-Ist-Abweichungen ergeben, dass die festzustellenden Planunterschreitungen im Wesentlichen auf das Geschäftsfeld des Kapitalmarktgeschäfts und hier auf unerwartete Bewertungsverluste bei Wertpapierbeständen im Rahmen der Euro-Schuldenkrise zurückzuführen waren (vgl. Prüfgutachten S. 30).

Die Gesellschaft plant das Wachstum des Kundengeschäfts insbesondere durch den verstärkten Vertrieb von Zertifikaten und sonstigen Wertpapieren an Sparkassen für das Depot B und für Banken und Finanzintermediäre, durch die Betreuung von institutionellen Kunden im täglichen Anlagemanagement in festverzinslichen Wertpapieren und durch den Vertrieb von Zins- und Währungssicherungsprodukten an Firmen- und Immobilienkunden der LBB. Darüber hinaus ist auch eine Ausweitung des Volumens der Publikumsfonds der LBB-INVEST vorgesehen. Insgesamt plant die LBBH im Zeitraum der Detailplanungsphase ein kontinuierliches Wachstum der Ergebnisse im Kundengeschäft von 112 Mio. € in 2012 auf 223 Mio. € in 2016. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 18,8 %.

d) Die Ergebnisse im Segment KMG sollen nach der Planung auch unter Berücksichtigung der weiteren Tätigkeitsfelder durchgehend positiv bleiben und bis 2016 auf 370 Mio. € ansteigen (Tabelle Tz. 199 des Hauptgutachtens). Ähnliche Einbrüche der Ergebnisgrößen wie im Jahr 2011,

die auf eine Ausweitung der Credit Spreads bei Schuldverschreibungen, negative Wertänderungen bei den Spezialfonds sowie einen Verlust infolge des Handels mit Volatilitätsindex-Futures zurückzuführen waren, werden für die Zukunft wegen der Neuausrichtung des Bereichs nicht mehr erwartet.

e) Der Sachverständige hält zusammenfassend fest, dass er die Planungsrechnung im Segment KMG insgesamt für plausibel hält. Sie spiegele die Neuausrichtung des Geschäftssegments wider, nach der Erträge von nicht-kundenorientierten Handelsgeschäften (Investition) zum Kundengeschäft verlagert werden (vgl. Tz. 206). Die Kammer schließt sich dieser Bewertung an, da gegenteilige Erkenntnisse, welche Änderungen an der Planung für die Zwecke dieses Verfahrens zwingend erforderlich machen würden, nicht vorliegen.

## **6. Planung Segment Private Kunden**

Parallel zum Segment Kapitalmarktgeschäft warf auch die Planung im Segment Private Kunden Fragen durch den Umstand auf, dass der Zinsüberschuss zum ersten Planjahr deutlich absinken soll, wobei allerdings zugleich ein deutlicher Anstieg der Risikovorsorge vorgesehen ist. Nach der Planung soll zudem die Höhe des Zinsüberschusses aus dem Jahr 2011 bis zum Ende des Planungszeitraums nicht mehr erreicht werden, sondern mit 412 Mio. € zu 417 Mio. € leicht dahinter zurückbleiben.

Der Zinsüberschuss in diesem Bereich beinhaltet nach den Feststellungen der Barabfindungsprüferin sowohl die Zinskonditionenbeiträge aus Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Kunden der LBB als auch die von der netbank erzielten Zinsüberschüsse.

a) Die Barabfindungsprüferin hat die Verminderung des Zinsüberschusses im ersten Planjahr mit der Veränderung der Methodik der internen Zinsverrechnung der LBBH erklärt. Sie hat darüber hinaus darauf verwiesen, dass das Geschäftsjahr 2011 von Sonderfaktoren beeinflusst gewesen sei und der Zinsüberschuss in diesem Zeitraum ein außergewöhnliches Niveau erreicht habe, da seit 2009 aufgrund der Finanzkrise in den Geschäftsbereichen Private Kunden und Firmenkunden hohe Zuflüsse von Kundeneinlagen zu verzeichnen gewesen seien.

Diese Analyse war jedoch unvollständig, wie der gerichtlich bestellte Sachverständige festgestellt hat. Neben der Änderung der konzerninternen Zuordnung von Zinsüberschüssen zu den einzelnen Geschäftsfeldern spielen nämlich auch die Übertragung des Konsumenten- und Autokre-

ditgeschäfts auf die S-Kreditpartner und weitere Faktoren wie sinkende aktivische und passivische Zinskonditionenbeiträge durch die Erwartung sinkender Margen eine Rolle. Darüber hinaus hat die Prüferin ihre Behauptung der „Ausnahmestellung“ des Jahres 2011 nicht näher begründet, sondern vielmehr nur ausgeführt, dass sie die Planung des Bereichs Privatkunden insgesamt für ambitioniert halte.

b) Im Jahr 2012 ist in der Planung im Vergleich zum Vorjahr ein Rückgang der durchschnittlichen aktivischen Marge des Zinskonditionenbeitrages von 3,7 % auf 3,5 % vorgesehen. Auch für die weiteren Jahre 2013 bis 2016 plant die Gesellschaft mit leicht rückläufigen Margen von zuletzt 3,1 % in 2016. Ausgehend vom Niveau des Jahres 2012 resultiert daraus im Jahr 2013 zunächst ein noch weiterer Rückgang des aktivischen Zinskonditionenbeitrags auf 119 Mio. €. Ab dem Jahr 2014 sollen steigenden Volumina die rückläufigen Margen überkompensieren, so dass der aktivische Zinskonditionenbeitrag wieder ansteigt. Über den Planungszeitraum soll das Geschäftsvolumen mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rd. 4,6 % p.a. ansteigen, während das Gesamtwachstum des Zinskonditionenbeitrags lediglich mit rd. 1,4 % p.a. wächst.

c) Die Erwartung sinkender Margen war vor dem Hintergrund des Transfers des eher höhermarginigen Kreditgeschäfts gerade im Bereich der Kfz-Finanzierung auf die S-Kreditpartner grundsätzlich nachvollziehbar. Daneben nahm die LBBH an, ihren Marktanteil bei Privatkunden – insbesondere die Position als Marktführer bei privaten Girokonten in Berlin – zukünftig nur durch Preisgeständnisse halten zu können.

Die Barabfindungsprüferin hat auf S. 11 ihrer Ergänzenden Stellungnahme verschiedene Aspekte angeführt, welche ihr gegenüber von der LBBH angeführt wurden, um diese Schlussfolgerung zu stützen. Das wesentliche Argument scheint für die Berliner Sparkasse das dort betonte Regionalitätsprinzip im Sparkassensektor zu sein, welches eine räumliche Ausweitung der Aktivitäten der LBB unter dieser Marke ausschließt. Auch sei der Wettbewerb der Kreditinstitute um Privatkunden in besonderem Maße in Berlin und im Umland gestiegen, gerade auch durch Direktbanken.

d) Der gerichtliche Sachverständige hat diese Annahmen für die Kammer auf ihre Schlüssigkeit und Stichhaltigkeit untersucht und für den vor dem Bewertungsstichtag liegenden Zeitraum festgehalten, dass zwischen 2001 und 2011 das Volumen im Kreditgeschäft für den Gesamtmarkt in Berlin-Brandenburg mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rund 2,4 % p.a. gestiegen ist, wobei ausgehend von dem im Jahr 2009 erreichten maximalen Kreditvolumen von 51

Mrd. € in den beiden folgenden Jahren ein leichter Rückgang erkennbar gewesen sei. Im selben Zeitraum habe das Einlagenvolumen um rund 6,0 % im Jahr zugenommen, wobei sich das entsprechende Wachstum infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2008 deutlich beschleunigt habe.

Zur konkreten Marktposition der LBBH führt der Sachverständige aus, dass der Marktanteil der Bankengruppe Sparkasse/Landesbank im Kreditgeschäft ausgehend vom Jahr 2001 bis 2007 deutlich von 27 % auf 14 % gesunken ist. Zwischen 2007 und 2011 habe der Marktanteil dann in einer Bandbreite von 13 % bis 14 % konstant gehalten werden könne, so dass die Marktanteilsverluste der vorhergehenden Jahre aufgehoben worden seien. Das Geschäftsvolumen im Kreditgeschäft habe sich auch nicht nur prozentual um 4,4 % p.a., sondern auch in absoluten Beträgen von rund 10 Mrd. € im Jahr 2001 auf rund 7 Mrd. € im Jahr 2011 reduziert.

Bezogen auf das Volumen der Einlagen sei der Marktanteil im Zeitraum von 2001 bis 2011 von 43 % auf 28 % in 2011 gesunken. In absoluten Größen sei es der Bankengruppe Sparkasse/Landesbank in Berlin und Brandenburg jedoch gelungen, ihr Geschäftsvolumen von rd. 25 Mrd. € in 2001 auf rd. 29 Mrd. € in 2011 auszubauen. Damit sei die LBBH per Ende 2011 zwar sowohl im Einlagen- als auch im Kreditgeschäft im Privatkundengeschäft (weiterhin) Marktführerin gewesen, sie habe über die vergangenen Jahre allerdings deutlich an Marktanteilen verloren, da sich das Volumen im Kreditgeschäft entgegen der Marktentwicklung rückläufig und das Volumen im Einlagengeschäft unter dem Marktdurchschnitt entwickelt habe.

e) Der Sachverständige bestätigt im Ergebnis auch die weitere Annahme der Prüferin, dass der Wettbewerbsdruck steigt und dies vor allem auf die zunehmenden Marktanteile von Direktbanken zurückzuführen ist. Nach einer Studie der Investors Marketing wirke sich der Erfolg der Direktbanken besonders im Einlagengeschäft nachteilig auf die Sparkassen und Genossenschaftsbanken (Volks- und Raiffeisenbanken) aus.

f) Im Übrigen stellt er fest, dass im Vergleich zu den historischen Zuwachsraten des Gesamtmarktes in Höhe von 2,4 % p.a. bzw. 2,9 % p.a. nach der Finanzkrise die Entwicklung des Kreditvolumens der LBBH im Planungszeitraum mit einer erwarteten durchschnittlichen Wachstumsrate von 4,6 % p.a. eine dynamischere Entwicklung aufweist. Demnach geht die Planungsrechnung der LBBH nicht von Marktanteilsverlusten der LBBH im Aktivgeschäft aus. Im Passivgeschäft liegt die geplante Entwicklung des Einlagenvolumens der LBBH im Planungszeitraum mit 3,9 % p.a. hingegen unterhalb der historischen Zuwachsraten des Gesamtmarktes i.H.v. 6,0 %

p.a. bzw. 11,6 % p.a. nach der Finanzkrise. Sofern sich das Einlagevolumen auch künftig mit den historischen Wachstumsraten weiterentwickelt, würde die Planungsrechnung in diesem Bereich davon ausgehen, dass die LBBH Marktanteile verliert. Dies steht in Einklang mit dem drohenden Verlust weiterer Kunden an Direktbanken. Zudem ist die vergleichsweise hohe durchschnittliche Marktwachstumsrate im Einlagengeschäft nach Einschätzung des Sachverständigen maßgeblich durch hohe Zuwachsraten nach der Wirtschafts- und Finanzkrise geprägt gewesen, so dass nicht von einem dauerhaften Marktwachstum in dieser Größenordnung ausgegangen werden könne.

g) Parallel zur teilweisen Ausgliederung des Kreditgeschäfts der LBB auf die SKP und der damit verbundenen geringeren Vereinnahmung von Zinsüberschüssen steigen unternehmensintern die Ausgleichszahlungen des Geschäftsbereichs Private Kunden an den Bereich IVZ laut Planung von 26 Mio. € in 2011 auf 34 Mio. € in 2012, so dass der Zinsüberschuss des Geschäftsbereichs Private Kunden im Vergleich zum Vorjahr um 8 Mio. € stärker belastet wird. Im Jahr 2013 verringern sich die Ausgleichszahlungen dann von 34 Mio. € auf 13 Mio. €. Ab 2014 sind gemäß Planungsrechnung keine Ausgleichszahlungen mehr vorgesehen.

h) Gegenläufig zum sinkenden Zinsüberschuss entwickelt sich der Provisionsüberschuss, was wiederum auch eine Folge der Weitergabe von Auto- und Konsumentenkrediten an die SKP ist, da sich entsprechend das Volumen der an die LBB gezahlten monatlichen Bestandsprovisionen erhöht. Daneben beinhaltet der Provisionsüberschuss im Bereich der Privaten Kunden vor allem Erträge aus Zahlungsverkehr und Kontoführung, Wertpapier- und Emissionsgeschäft, Kartengeschäft und Kreditgeschäft. Vor allem das Kartengeschäft soll neben dem Kreditgeschäft zur Steigerung des Provisionsüberschusses in der Detailplanungsphase beitragen.

i) Das Segment Private Kunden erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2011 rund 70,6 % des gesamten Konzern-Provisionsüberschusses, wobei sich der Anteil nach der Planung bis 2016 leicht auf 67,8 % verringern soll. Von 2012 bis 2016 steigt der Provisionsüberschuss um durchschnittlich rd. 7,2 % p.a. an. Im Geschäftsfeld Private Kunden setzt sich der Provisionsüberschuss hauptsächlich aus den Erträgen aus dem Zahlungsverkehr und der Kontoführung, den Wertpapieren und Vermögensanlagen sowie dem Kartengeschäft inkl. des Drittkartengeschäfts zusammen. Darüber hinaus tragen, wie oben bereits ausgeführt, das an die SKP ausgelagerte Kreditgeschäft sowie das übrige Kreditgeschäft in einem geringeren Umfang zum Provisionsüberschuss bei. Die hierdurch generierten Bestandsprovisionen sollen bis zum Jahr 2016 auf 27 Mio. € steigen.

Während sich nach der Planung der Anteil des Provisionsüberschusses aus Zahlungsverkehr und Kontoführung am Gesamtprovisionsüberschuss von 34,2 % in 2012 auf 25,1 % in 2016 verringert, ist der Anteil des Kartengeschäfts inklusive Drittkarten im selben Zeitraum von 23,3 % auf 27,5 % ansteigend vorgesehen. Die Entwicklung im Bereich Zahlungsverkehr und Kontoführung ist dabei durch Anpassungen bei der Preisgestaltung negativ beeinflusst, so dass sich insgesamt der Provisionsüberschuss insoweit von 73 Mio. € im Jahr 2011 um durchschnittlich 2,9 % p.a. auf 63 Mio. € in 2016 vermindert. Allerdings soll mit dem geplanten Ausbau des Private Banking und der Neuausrichtung der Vermögensverwaltung das von der LBBH verwaltete Vermögen ansteigen und daraus höhere Bestands- und Transaktionsprovisionen sowie Depotgebühren generiert werden. Diese Entwicklung spiegelt sich in einem dynamisch von 44 Mio. € in 2011 auf 64 Mio. € in 2016 steigenden Provisionsüberschuss aus Wertpapieren und Vermögensanlagen wider.

j) Eine ähnliche Entwicklung wie im Aktivgeschäft sieht die Planung im Passivgeschäft vor, in dem gleichfalls von einer von 2,1 % auf 1,7 % rückläufigen Marge ausgegangen wird, die aber ab 2015 durch das zunehmende Geschäftsvolumen kompensiert werden kann, so dass auch der passivische Zinskonditionenbeitrag zum Ende der Detailplanungsphase steigt.

Insgesamt soll der Ergebnisbeitrag des Segments Private Kunden nach dem Einbruch des operativen Ergebnisses von 130 Mio. € auf 77 Mio. € von 2011 auf 2012 bis zum Ende der Mittelfristplanung im Jahr 2016 auf 179 Mio. € ansteigen.

k) Schließlich hat der Sachverständige ausgeführt, dass das Marktumfeld für Banken allgemein durch die Mitte 2012 erwartete Zins- und Konjunktorentwicklung relativ pessimistisch gesehen wurde. So habe die gesamte Sparkassengruppe für 2012 zwar eine stabile Einlagenentwicklung, vor dem Hintergrund vor allem der Zinsentwicklung aber einen rückläufigen Zinsüberschuss erwartet. Eine längerfristige Betrachtung zeige, dass Zinserträge und Zinsaufwendungen ebenso wie die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im Zeitraum von 1990 bis 2011 nahezu parallel sinken. Insoweit bestehe ein positiv korrelierender Zusammenhang zwischen sinkendem Zinssatz, repräsentiert durch die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen, und dem Zinsüberschuss von Banken. Zwar habe sich historisch betrachtet die Nettozinsspanne der Sparkassen über derjenigen des Gesamtmarkts bewegt, dennoch stünden die Zinskonditionsbeitragsmargen gerade im Einlagengeschäft unter Druck.

l) Nach der Analyse sämtlicher Einflussfaktoren hielt der gerichtlich bestellte Sachverständige die Planung der aktiven und passiven Zinsbeiträge sowie des Provisionsüberschusses für plausibel. Dieses Ergebnis hält – für den Zinsüberschuss nunmehr - auch die Kammer für nachvollziehbar, was allerdings erst nach der Erläuterung der hier wirkenden unterschiedlichen Einflüsse durch den Sachverständigen der Fall war.

## **7. Planung Segment Firmenkunden**

Im Geschäftsfeld Firmenkunden soll nach der Planung, anders als bei den Privatkunden, nicht erst mit dem Jahr 2012 ein Rückgang des Zinsüberschusses eintreten, sondern sich insoweit die bereits 2011 eingetretene negative Entwicklung zunächst fortsetzen.

a) Von 2009 auf 2010 war zunächst ein starker Anstieg des Zinsüberschusses auf 158 Mio. € in Folge steigender aktiver und passiver Zinskonditionenbeiträge zu verzeichnen gewesen. In 2011 ist dieser dann auf 130 Mio. gesunken, was insbesondere auf geringere Margen und Volumerrückgänge im Einlagengeschäft sowie auf den Lastenausgleich an das Segment Zinsmanagement in Höhe von 9 Mio. € zurückzuführen war.

Für 2012 rechnete die LBBH bei gleichbleibendem Lastenausgleich mit einem weiteren Rückgang auf 117 Mio. €, basierend auf der Annahme einer weiterhin verhaltenen Investitionsneigung von Unternehmen aufgrund von Überkapazitäten und unsicheren Märkten. Es wird eine vergleichsweise geringere Nachfrage nach Krediten erwartet, da Investitionen durch Firmenkunden entweder verschoben oder aus vorhandener Liquidität finanziert werden. Der Rückgang des aktiven ZKB im Jahr 2012 ist auf rückläufige Zinskonditionenmargen zurückzuführen. Die Entwicklung des passiven ZKB wird im Planjahr 2012 insbesondere durch das abnehmende Einlagevolumen von mittelgroßen Firmenkunden geprägt, da hier Abflüsse von Sichteinlagen für Investitionszwecke erwartet werden. Bei den übrigen Firmenkunden sowie den Gewerbekunden rechnet die Gesellschaft dagegen mit konstanten Einlagevolumina.

b) Die Einführung von neuen Produkten soll in späteren Planjahren zu einem steigenden Einlagevolumen führen. Die Planungsrechnung sieht im Einlagengeschäft für Gewerbe, mittlere und übrige Firmenkunden eine leicht rückläufige Marge im Zeitraum von 2012 bis 2014 und einen Anstieg ab 2015 vor.

Im Planungszeitraum von 2012 bis 2016 erhöht sich der erwartete Zinsüberschuss durchschnitt-



lich um rund 6,2 % pro Jahr auf 149 Mio. € in 2016. Während der aktivische Zinskonditionenbeitrag sowohl volumen- wie auch margenbedingt durchgängig um rund 5,8 % p.a. steigt, sinkt der passivische ZKB zunächst bis zum Jahr 2014 und erreicht erst im Jahr 2015 wieder in etwa das Niveau von 2011.

c) Zusammenfassend stellt der Sachverständige in Tz. 314 seines Hauptgutachtens fest, dass nach kritischer Würdigung der geplanten Entwicklung des Zinskonditionenbeitrags im Aktiv- und Passivgeschäft sowie der Eigenkapital-Verzinsung und der sonstigen Zinsüberschüsse im Segment Firmenkunden keine Anzeichen dafür vorlägen, dass die Planung des Zinsüberschusses im Zeitraum der Mittelfristplanung unplausibel wäre.

d) Der Provisionsüberschuss belief sich im Jahr 2011 auf einen Anteil von rund 16,0 % bezogen auf die gesamten von der LBBH vereinnahmten Provisionsüberschüsse. Er wird im Wesentlichen durch den Zahlungsverkehr und die Kontoführung sowie aus der Exportfinanzierung mit Gewerbekunden, mittleren und übrigen Firmenkunden erwirtschaftet. Große Firmenkunden tragen hingegen nur in geringem Maße zum Provisionsüberschuss bei.

Im Detailplanungszeitraum von 2012 bis 2016 ist ein moderates, aber kontinuierliches Wachstum des Provisionsüberschusses in Höhe von durchschnittlich 2,2 % p.a. vorgesehen. Ursächlich hierfür ist im Wesentlichen der geplante Zuwachs von 1.500 neuen Girokonten bei den Gewerbekunden. Der Anstieg des Provisionsüberschusses aus der Exportfinanzierung ist unter anderem auf die geplante Ausweitung des ECA-Geschäfts mit großen Firmenkunden in Russland und der Ukraine zurückzuführen.

e) Auf Grundlage des Vergleichs der Bestandsmargen in der Vergangenheit und im Planungszeitraum erachtet der gerichtliche Sachverständige auch die Planung des Provisionsüberschusses im Segment Firmenkunden als plausibel. Dem schließt sich die Kammer erneut an, da auch hier keine Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass die Planung die zukünftigen Ertragsaussichten unterschätzen würde.

## **8. Planung Segment Immobilienfinanzierung**

Das Geschäftsfeld Immobilienfinanzierung umfasst als Kerngeschäft das Immobilienfinanzierungsgeschäft der LBB und deren Tochtergesellschaft Berlin Hyp. Darüber hinaus sind dem Geschäftsfeld auch die Aktivitäten des „Treasury“ und des Zinsmanagements der Berlin Hyp sowie

die Eigenmittelverzinsung zugeordnet.

a) Während sich im Kerngeschäft der Immobilienfinanzierung der aktivische Zinskonditionenbeitrag in den Jahren 2010 und 2011 positiv entwickelte, ergaben sich in den sonstigen Bereichen der Berlin Hyp Rückgänge im Zinsüberschuss und beim Ergebnis aus erfolgswirksam zum Zeitwert bilanzierten Finanzinstrumenten. Ursächlich hierfür waren insbesondere eine Verflachung der Zinsstrukturkurve sowie Schwankungen an den Finanzmärkten (vgl. Sachverständigengutachten Tz. 316).

b) Im Zeitraum von 2011 bis 2016 sieht die Planungsrechnung kontinuierlich steigende Zinsüberschüsse vor. Die durchschnittliche Zuwachsrate des Zinsüberschusses beläuft sich in diesem Zeitraum auf 6,5 % p.a.

Der Zinsüberschuss des Geschäftsbereichs Immobilienfinanzierung wird maßgeblich durch den aktivischen Zinskonditionenbeitrag geprägt, während der passivische Zinskonditionenbeitrag sowie die sonstigen Bestandteile des Zinsüberschusses von untergeordneter Bedeutung sind.

Die Planungsrechnung sieht vor, dass das Kreditvolumen von 2011 bis 2016 durchgehend mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 2,0 % p.a. ansteigt. Die aktivische ZKB-Marge steigt im Planungszeitraum durchgehend an und bewegt sich in einer Bandbreite zwischen 0,9 % und 1,1%. Das Einlagenvolumen wächst laut Planungsrechnung im Zeitraum von 2011 bis 2016 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 8,2 % p.a. Die durchschnittliche Marge bleibt im Planungszeitraum relativ konstant.

c) Nach kritischer Würdigung der geplanten Entwicklung des Zinskonditionenbeitrags im Aktiv- und Passivgeschäft kann nach Auffassung des gerichtlich bestellten Sachverständigen Creutzmann zusammenfassend festgestellt werden, dass mit Blick auf die geplante Entwicklung des Kredit- und Einlagevolumens sowie die durchschnittlichen Bestandsmargen auch im Vergleich mit der historischen Entwicklung keine Anzeichen dafür vorliegen, dass die Planung des Zinsüberschusses im Zeitraum von 2012 bis 2016 unplausibel wäre.

Das Geschäftsfeld Immobilienfinanzierung erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2011 rd. 10,4 % der gesamten Provisionsüberschüsse der LBBH. Im Planungszeitraum von 2011 bis 2016 wird mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von rd. 3,3 % p.a. geplant. Auch insoweit finden sich keine Hinweise, dass die Planung zu Lasten der Minderheitsaktionäre zu negativ ausfällt.

## **9. Planung Segment Zinsmanagement**

Das Segment Zinsmanagement (IVZ) übt allein konzerninterne Funktionen aus. Die Aufgabenschwerpunkte umfassen den Ausgleich von Zinsänderungsrisiken aus Kundengeschäften und der längerfristigen Refinanzierung, Ertragsgenerierung aus Fristentransformation, Generierung zusätzlicher Erträge aus der Anlage des Eigenkapitals, der Pensionsrückstellungen und der stillen Einlage sowie die Generierung von Erträgen aus der Anlage in alternative Investments (vgl. Hauptgutachten des gerichtlichen Sachverständigen Tz. 321).

So werden eigene Emissionen des Konzerns, etwa im Refinanzierungsportfolio, abgesichert, wobei sich Zinsinkongruenzen zwischen Grund- und Sicherungsgeschäften ergeben, die zu positiven wie negativen Ergebnissen führen können. Das Kunden- & Hedge-Portfolio wird im Wesentlichen durch die Geschäftsaktivitäten der Kundengeschäftsfelder geprägt, wobei es in diesem Bereich zu den oben bereits beschriebenen Gutschriften und Belastungen durch die interne Zinsverrechnung kommt. Schließlich werden im zentralen Anlageportfolio die Investitionen des Eigenkapitals, der Pensionsrückstellungen und der stillen Einlage in Schuldscheindarlehen mit guter Bonität abgebildet.

Der gerichtliche Sachverständige hält fest, dass die Planungsrechnung ab dem ersten Planjahr 2012 positive Werte für die Summe aus Zinsüberschuss und Ergebnis aus erfolgswirksam zum Zeitwert bilanzierten Finanzinstrumenten im Segment Zinsüberschuss vorsieht. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass im Ergebnis des Jahres 2011 noch ein negativer Ergebnisbeitrag enthalten gewesen sei, erscheine der im Planungszeitraum für das Jahr 2012 geplante deutliche Anstieg auf 50 Mio. € als nicht unplausibel. Gleichwohl setze die geplante positive Entwicklung voraus, dass das Marktumfeld wieder berechenbarer werde, so dass im Planungszeitraum wieder positive Ergebnisbeiträge aus taktischen Dispositionsmaßnahmen erzielt werden könnten. Vor diesem Hintergrund war die erwartete Entwicklung als eher optimistisch anzusehen, so dass auch hier insgesamt von einer plausiblen Planungsrechnung auszugehen war.

## **10. Weitere Planungsaspekte**

Die Bewertungsgutachterin führt ergänzend aus, dass in der Planung der LBBH keine Bewertungs- oder Veräußerungsergebnisse aus Finanzanlagen mehr vorgesehen seien, zum Beginn des Planungszeitraums aber noch Engagements in italienische und spanische Staatsanleihen

in Höhe von insgesamt 716 Mio. € bestanden hätten. Soweit für diese Anleihen, wie im Falle Griechenlands, gleichfalls ein Schuldenerlass unter Beteiligung privater Gläubiger beschlossen werden sollte, ergäben sich Risiken für den Unternehmenswert. Im Rahmen der Bewertung berücksichtigt hat diesen Sachverhalt zutreffend nicht, da im Bewertungsstichtag nicht konkret absehbar war, ob die Bedienung der Anleihen durch die genannten Staaten in Zukunft ganz oder teilweise gefährdet sein würde.

## 11. Annahmen zur Kernkapitalquote

Die in der Bewertung von           aufgenommene Annahme des Vorstands der Gesellschaft, dass bereits für das Jahr 2012 eine Kernkapitalquote von 9% erreicht werden müsse, war – anders als eine Mehrheit der Antragsteller meint - nicht zu beanstanden und bedurfte daher keiner Korrektur. Es war insbesondere nicht ersichtlich, dass ein überhöhter Wert mit dem Ziel angenommen wurde, im Rahmen der Abfindung der Minderheitsaktionäre einen niedrigeren Unternehmenswert zu erzielen.

a) Soweit von Seiten der Antragsteller zum Teil geltend gemacht wird, dass im Dezember 2011 bereits eine Kapitalquote von 11,5 % erreicht gewesen sei, so dass eine Notwendigkeit für die Zuführung externen Kapitals von vornherein nicht bestanden habe, ging dies offensichtlich fehl. Die bei dieser Argumentation in Bezug genommene Eigenkapitalquote konnte nicht mit dem „harten Kernkapital“ beziehungsweise dem aufsichtsrechtlich geforderten Eigenkapital gleichgesetzt werden, da hier andere Berechnungsregeln greifen.

b) Der gerichtliche Sachverständige hat aufgrund des Beweisbeschlusses der Kammer vom 24. Oktober 2014 den Vortrag der Antragsgegnerin bestätigt, dass der Vorstand der LBBH am 13. Dezember 2011 dem Beschluss gefasst hatte, eine Kernkapitalquote von mindestens 9 % als strategisches Ziel festzulegen. Entsprechend wurde auch bereits im Geschäftsbericht des Jahres 2011 darauf hingewiesen, dass nach den Beschlüssen des EU-Gipfels vom 26. Oktober 2011 eine Gruppe großer, international tätiger Banken, zu denen auch die Gesellschaft gehöre, eine Kernkapitalquote von mindestens 9 % erfüllen müsse. Die Umsetzung dieser Zielsetzung ist damit nicht erstmals vor dem bevorstehenden Ausschluss der Minderheitsaktionäre und in die Planung aufgenommen worden.

c) Die Entwicklung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Kreditinstitute im Zeitraum 2011/2012 stellte sich als unmittelbare Folge der vorangegangenen Bankenkrise dar. Im Dezem-

ber 2010 hatte der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht das sogenannte Basel III-Rahmenwerk beschlossen, das neue Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken definierte und zu einer erheblichen Verschärfung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben der Kapitalregeln führte. Parallel beschlossen europäischen Staats- und Regierungschefs am 26. Oktober 2011, die Kapitalausstattung europäischer Banken zu stärken, wobei eine wesentlich höhere Eigenkapitalquote von 9 % Kapital höchster Güte gefordert werden sollte. Diese sollte bis zum 30. Juni 2012 erreicht sein.

Vor diesem politischen und aufsichtsrechtlichen Hintergrund handelte sich damit bei der Entscheidung des Vorstands zum 13. Dezember 2011 nicht lediglich um eine subjektive Festlegung, die auf eigenen Überlegungen der Gesellschaft beruhte. Vielmehr konnte und musste der Vorstand davon ausgehen, die öffentlich gemachten Anforderungen erfüllen zu müssen. Die Richtigkeit bzw. Vertretbarkeit dieser Einschätzung galt auch noch zum Bewertungsstichtag, da nicht ersichtlich war, dass sich die rechtlichen, politischen oder wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in dem kurzen Zeitraum seit Ende des Jahres 2011 geändert hatten. Aufgrund der seinerzeit und auch noch zum Bewertungsstichtag herrschenden Unsicherheit über die weitere Entwicklung der staatlichen Vorgaben auf europäischer und nationaler Ebene hielt es die Kammer im Rahmen der Bewertung für grundsätzlich unschädlich, dass im April 2012 noch kein bindender Beschluss sämtlicher Gremien der Gesellschaft vorgelegen hat.

d) Von Seiten der Antragsteller konnte insoweit nicht mit Erfolg eingewandt werden, dass die Basel-III Anforderungen im Bewertungsstichtag noch nicht anwendbar waren, da deren zukünftige Geltung – auch für die LBBH – hinreichend konkretisiert war. Es hätte sich vielmehr um einen Planungsfehler gehandelt, wenn der Vorstand davon ausgegangen wäre, dass es aus Sicht des Stichtages bei den bisherigen Eigenkapitalanforderungen bleiben würde. Daher ist nicht der Schluss gerechtfertigt, dass die Planung ein Negativszenario zu Lasten der Minderheitsaktionäre und nicht einen realistischen, mittleren Erwartungshorizont abbildet.

e) In der von ihr vorgenommenen Unternehmensbewertung wurde durch die Bewertungsgutachterin die Annahme getroffen, dass die typische stille Einlage der bei der LBB mit Wirkung ab der außerordentlichen Hauptversammlung vom 25. April 2012 in hartes Kernkapital gewandelt wird. Wie der Sachverständige ausführt, würde diese Umwandlung wirtschaftlich betrachtet in zwei Teilschritten stattfinden: in einem ersten Schritt würde die stille Einlage durch die LBB zurückgezahlt, in einem zweiten Schritt würde in einer sich unmittelbar anschließenden externen Kapitalerhöhung bzw. -zuführung das Kernkapital um den Be-

trag der stillen Einlage in Höhe von 700 Mio. € erhöht. In der Bewertung wurde dies so umgesetzt, dass der Unternehmenswert der LBBH um den Zuführungsbetrag reduziert wurde.

Die Bewertungsgutachterin ging davon aus, dass aufgrund einer mit den Basel-III Regeln verbundenen Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen die typische stille Einlage nicht dem harten, sondern nur dem zusätzlichen Kernkapital mit einer um 10 % jährlich fallenden Anrechnungsquote zugerechnet würde.

Das in der Folge gewählte Modell einer unmittelbaren Umwandlung der stillen Einlage in hartes Kernkapital beruhte auch nicht auf einer autonomen Entscheidung von [redacted], was die Bewertungen dieser Stelle fragwürdig hätte erscheinen lassen, sondern auf bereits im Jahr 2011 begonnenen Überlegungen aufgrund von Gesprächen zwischen der Gesellschaft und der [redacted]. [redacted] wie die verminderte Anrechnung der stillen Einlage verhindert werden könnte. Zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags ist [redacted] als Gläubigerin der stillen Einlage grundsätzlich zu deren Wandlung bereit gewesen. Damit erschien die Annahme der Bewertungsgutachterin, diese Maßnahme bewertungstechnisch voranzusetzen, nachvollziehbar und plausibel, auch wenn eine konkrete Vereinbarung noch nicht getroffen worden war.

f) Der gerichtliche Sachverständige [redacted] führt ergänzend zu diesem Fragenkomplex aus, dass die stille Einlage bei der LBB AG nach der Übergangsvorschrift des § 64m KWG im Jahr 2013 nur noch zu 90 % als zusätzliches Kernkapital angerechnet worden wäre, wobei sich der Abzug in den folgenden Jahren jeweils um 10 % erhöht hätte. Aufgrund dieser Übergangsregelung stellte sich die von [redacted] abgebildete Vorgehensweise einer sofortigen Auflösung der stillen Einlage noch im Jahr 2012 allerdings nicht als die einzige Alternative dar, um die von der Gesellschaft (zunächst) angestrebte Kernkapitalquote von 9% zu erreichen. Vielmehr bestand auch die Möglichkeit einer Abschmelzung der stillen Einlage unter ratierlicher Kapitalzuführung über den Zehnjahreszeitraum, nach dessen Ablauf die Qualität einer solchen Einlage als hartes Kernkapital endgültig weggefallen wäre. Der Sachverständige hat diesbezüglich eine Alternativberechnung durchgeführt und kommt dabei in Tz. 594 zu dem Ergebnis, dass sich bei der Wahl dieses Modells der Unternehmenswert zum Stichtag im Bereich von rund 1,7% gegenüber dem von [redacted] gefundenen Ergebnis erhöht.

Er kommt vor diesem Hintergrund zu dem Ergebnis, dass es sich bei der Annahme einer sofortigen Umwandlung der stillen Einlage in Eigenkapital nicht um die für den Wert der Gesellschaft günstigste Variante handelt. Der Sachverständige hält die Vorgehensweise von [redacted] aller-

dings dennoch für sachgerecht und vertretbar, da die Wandlung der Einlage bereits im Gespräch gewesen und zudem fraglich sei, ob die für das Alternativszenario kontinuierlich erforderlichen externen Kapitalzuführungen hätten erreicht werden können.

g) Dieser Wertung schließt sich die Kammer im Ergebnis an. Zwar ist eine Gesellschaft grundsätzlich gehalten, möglichst vorteilhafte Entscheidungen zu treffen, wenn mehrere Alternativen für geschäftliche Maßnahmen zur Verfügung stehen. Allerdings bedeutet dies – auch im Rahmen einer Unternehmensbewertung – nicht automatisch, dass ungeachtet der weiteren Umstände regelmäßig die den Wert am positivsten beeinflussende Variante gewählt werden müsste. Vielmehr kann die „naheliegendste“ Variante gewählt werden, soweit diese nicht zu erheblichen Werteinbußen führt und Hinweise darauf vorliegen, dass diese von der Gesellschaft überhaupt nicht in Betracht gezogen wird. Hier war, worauf der Sachverständige zutreffend hinweist, hinsichtlich der Alternative „Wandlung der stillen Einlage“ das Gegenteil der Fall. Da zudem nicht als sicher angesehen werden konnte, dass das Alternativszenario des Abschmelzens der stillen Einlage ohne zukünftige (gesehen vom Bewertungsstichtag) wertreduzierende Schwierigkeiten umgesetzt werden konnte, hielt es die Kammer für nicht gerechtfertigt, dieses der Bewertung zugrunde zu legen und isoliert eine Erhöhung der Abfindung anzunehmen.

h) Auch der Einwand einer Mehrzahl von Antragstellern, dass die stille Einlage bei der LBB bestehe und daher ein Abzug der 700 Mio. EUR bei der Obergesellschaft LBBH nicht gerechtfertigt sein könne, erwies sich als nicht berechtigt.

Unter der nach den obigen Ausführungen für plausibel gehaltenen Prämisse, dass innerhalb der LBBH-Gruppe bereits im Jahr 2012 eine harte Kernkapitalquote von 9,0 % vorgehalten werden musste, war eine entsprechende Zuführung innerhalb des Konzerns erforderlich. Wie der gerichtliche Sachverständige in Tz. 559 des Hauptgutachtens sowie Tz. 90 der ergänzenden gutachtlichen Stellungnahme zutreffend ausführt, war es dabei für die Zwecke der Bewertung unerheblich, ob das entsprechende Kernkapital unmittelbar bei der LBBH als Konzernobergesellschaft oder bei der LBB extern zugeführt wird. In jedem Fall hätte der entsprechende Kapitalbedarf über eine den Unternehmenswert unmittelbar mindernde externe Kapitalerhöhung gedeckt werden müssen.

i) Soweit von Seiten der Antragsteller zum Teil geltend gemacht wird, dass zu Lasten des Ergebnisses eine mehrfache Berücksichtigung der stillen Einlage stattfinde, war auch dieser Einwand unbegründet. Er beruht auf einem offensichtlich fehlerhaften Verständnis der im Rahmen der Be-

wertung der LBBH verwendeten Modellannahmen für die Erhöhung des „harten“ Kernkapitals. Wenn konkret der Betrag von 42 Mio. EUR genannt wird, der im Jahr 2012 als „Doppelbelastung“ ergebnismindernd in Ansatz gebracht worden sein soll, ist dieser vom gerichtlichen Sachverständigen in seinem Gutachten im Zusammenhang mit der unvollständigen Bedienung der Verzinsung der stillen Einlage im Jahr 2011 genannt worden. In dem genannten Zeitraum wurden von der Gesellschaft wegen des von ihr erzielten (schlechten) Ergebnisses lediglich 9 Mio. EUR anstelle der vereinbarten 51 Mio. EUR an \_\_\_\_\_ als Einlagegläubigerin abgeführt. Für das Jahr 2012 erwartete die Gesellschaft, wieder den vollen Betrag abführen zu können, was eine Differenz in Form einer Mehrbelastung des Ergebnisses in 2012 im Vergleich zu 2011 von eben 42 Mio. EUR bedeutete.

Eine mehrfache Berücksichtigung dieses Betrages findet nicht statt, da die Bewertungsgutachterin in ihrem Bewertungsmodell zwar zum einen davon ausgegangen ist, dass die stille Einlage in voller Höhe von 700 Mio. EUR zum Bewertungsstichtag zurückgeführt und damit zugleich das Eigenkapital des LBBH-Konzerns um diesen Betrag erhöht und das ausschüttbare Ergebnis verringert wird. Zum anderen hat \_\_\_\_\_ zugleich aber auch folgerichtig die Zahlungen auf die stille Einlage aus dem Bewertungskalkül eliminiert. Hieraus ergab sich nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen für das Jahr 2012 eine zeitanteilige Entlastung des Zinsüberschuss in Höhe von 34 Mio. €, für den Folgezeitraum in Höhe der bereits angesprochenen 51 Mio. € jährlich.

j) Im Rahmen der von ihm durchgeführten Alternativberechnung, die eine gestreckte Rückführung der stillen Einlage bis zum Jahr 2022 vorsieht, in dem ein solches Kapitalinstrument nach den verschärften Bestimmungen zur Bankenregulierung gemäß Basel-III nicht mehr als Eigenkapital(ersatz) anerkannt werden sollte, geht der Sachverständige \_\_\_\_\_ von einer weiteren Bedienung der (anteiligen) Einlage aus, was sich ebenfalls als folgerichtig darstellt. In keinem der beiden Modelle kommt es zu einer „Überschneidung“ zwischen der Rückführung der Einlage auf der einen und der Bedienung der durch sie anfallenden Kosten auf der anderen Seite.

k) Die – sofortige oder stufenweise – Überführung der stillen Einlage in Eigenkapital war auch nicht vor dem Hintergrund obsolet, dass der Vorstand der LBBH im Bewertungszeitraum konkrete Maßnahmen zur Reduktion der Eigenkapitalbelastung einleiten wollte.

Die entsprechenden Überlegungen einer von der Gesellschaft eingesetzten Arbeitsgruppe mit dem Ziel der Reduktion der Eigenmittelbelastung waren zum Bewertungsstichtag noch nicht voll-



ständig abgeschlossen. Aus diesem Grund haben weder die Bewertungsgutachterin noch die Prüferin die insoweit vorgesehenen Maßnahmen zum RWA-Abbau in die Bewertung einbezogen. Mitte April 2012 lag allerdings ein ausgearbeiteter Sachstandsbericht zum „Konzept zur Erfüllung der neuen Eigenkapitalanforderungen durch Abbau von RWA und Komplexität“ vor, nach dem bis zum Jahr 2015 weitere 750 Mio. € an Eigenkapital sollten freigesetzt werden können. Dieses Konzept sah unter anderem eine deutliche und schnelle Reduzierung des Nichtkundengeschäfts der LBB im Kapitalmarktgeschäft und einen Rückzug aus den Standorten Luxemburg und London vor. Entsprechende Maßnahmen wurden für realistisch gehalten, ohne das künftig im Fokus stehende Kundengeschäft zu stark zu beeinträchtigen.

Die Angemessenheitsprüferin hat sich im Rahmen ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 30. Mai 2014 mit den vorläufigen Ergebnissen der Arbeitsgruppe auseinandergesetzt und ist diesbezüglich zu der Einschätzung gelangt, dass deren Umsetzung jedenfalls keine Erhöhung des Unternehmenswerts nach sich ziehen würde.

Auch der gerichtliche Sachverständige hat die einzelnen in Sachstandsbericht vorgesehenen Maßnahmen näher analysiert und in Tz. 568 seines Hauptgutachtens näher dargestellt. Darüber hinaus hat er deren Auswirkungen auf die Bewertungsannahmen und den Ertragswert zum Stichtag berechnet. Auch er gelangt zu dem Ergebnis, dass eine Berücksichtigung des Konzepts zum RWA-Abbau durch die damit verbundenen gegenläufigen Effekte zu einem nahezu identischen Unternehmenswert führt, der tendenziell eher unterhalb der von der Antragsgegnerin gezahlten Barabfindung liegt. Einer weiteren Aufklärung dieses Sachverhalts bedurfte es daher nach Auffassung der Kammer nicht mehr.

l) Schließlich erwies sich auch der Einwand, dass in der Planung des Jahres 2013 thesaurierte Beträge in Höhe von 366 Mio. EUR schlichtweg nicht mehr vorhanden gewesen seien, als nicht durchgreifend.

Wie der Sachverständige in Tz. 601 ff. seines Gutachtens ausführt, beruhte der im Bewertungsmodell von vorgenommenem Abzug auf der seinerzeit bevorstehenden Umstellung der Berechnung der aufsichtsrechtlichen Eigenmittel der LBBH vom HBG-Aggregationsverfahren zu IFRS-Eigenkapital. Die wesentliche Differenz ergibt sich aus der Abzugsfähigkeit und -höhe für latente Steueransprüche aus Verlustvorträgen sowie latente Steueransprüche aus temporären Differenzen zwischen Handels- und Steuerbilanz.

Der Vorstand der LBBH war bei im März 2012 durchgeführten Simulationsrechnungen zwar von einer Umstellung auf einen IFRS-Konzernabschluss im Jahr 2013 ausgegangen, hatte aber zugleich die Annahme getroffen, dass sich hinsichtlich der Ermittlung der Höhe des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals aufgrund der Duldung der Weiterverwendung der HGB-Aggregationsmethode durch die BaFin bis Ende 2013 keine wesentlichen Veränderungen ergeben würden. Bis Ende 2018 wurde ein schrittweiser Wegfall der Begünstigungen bei den Anrechnungen und damit einhergehend ein deutliches Absinken des Kernkapitals erwartet. Diese Annahme beruhte auf dem damals vorliegenden Entwurf der , wonach für den Zeitraum von 2013 bis 2018 eine Übergangsregelung vorgesehen war, welche von den zuständigen Aufsichtsbehörden konkretisiert werden sollte beziehungsweise musste.

Demgegenüber hat die Bewertungsgutachterin die Annahme getroffen, dass unter Berücksichtigung der Basel-III/CRD-IV Regularien bereits Anfang 2014 eine vollständige Berechnung der aufsichtsrechtlichen Eigenmittel auf IFRS-Basis erfolgen müsse. Sie hat in der Folge die bisher zulässigen Anrechnungspositionen für das Jahr 2013 in voller Höhe als zusätzlichen Kapitalbedarf definiert und insoweit einen Betrag in Höhe von 324 Mio. EUR bei der Ermittlung des Kernkapitals abgezogen.

Der Sachverständige hat dieser Vorgehensweise die in den eigenen Berechnungen der LBBH enthaltene zeitlich nachgelagerte Berücksichtigung der höheren Kapitalanforderungen als Szenariorechnung gegenübergestellt. Darin entfällt ein Abzug bereits im Jahr 2013, während dieser in den Folgejahren sukzessive um jeweils 20% ansteigt. Dies führt isoliert betrachtet bei unveränderten sonstigen Bewertungsannahmen zu einer Steigerung des Ertragswerts um 1%, entsprechend einem anteiligen Wert von 4,05 EUR je Stückaktie.

m) Der gerichtliche Sachverständige vertritt insoweit allerdings die Auffassung, dass nach dem zum Bewertungsstichtag vorliegenden Informationen beide Vorgehensweisen sachgerecht und auch plausibel gewesen sind, da es an einer abschließenden Regelung gefehlt habe. Aus diesem Grunde hielt die Kammer es auch in diesem Punkt nicht für gerechtfertigt, eine isolierte Werterhöhung anzunehmen.

## **12. Höhe der Risikovorsorge**

Änderungen an der Planung der Gesellschaft waren auch hinsichtlich der Höhe der geplanten Risikovorsorge nicht angezeigt, und zwar weder für den Detailplanungszeitraum noch für die Pha-

se der ewigen Rente. Die Untersuchungen des gerichtlichen Sachverständigen haben ergeben, dass zwar im Bereich der Privatkunden im Vergleich zu früheren Zeiträumen eher (zu) hohe Beträge in Ansatz gebracht worden sind, dass auf der anderen Seite die Betrachtung der geplanten Risikovorsorge für sämtliche Segmente des LBBH-Konzerns allerdings nicht den Schluss zulässt, dass diese insgesamt unplausibel ist.

a) Als Grundlage der Planung der Risikovorsorge der LBBH im Kreditgeschäft dienen die zentral von dem Bereich „Risiko und Controlling“ für die Geschäftsfelder Private Kunden, Firmenkunden und Immobilienfinanzierung ermittelten erwarteten Kreditausfallraten („Expected Loss“), die aufgrund realisierter historischer Ausfälle abgeleitet werden. Hierbei handelt es sich nach den Erläuterungen des Sachverständigen im Termin vom 27. September 2022 um ein rein mathematisches Modell auf Basis statistischer Auswertungen.

Die vom Bereich „Risiko und Controlling“ auf diese Weise ermittelten erwarteten Kreditausfälle wurden für den Zeitraum der Detailplanungsphase durch die Verantwortlichen der jeweiligen Geschäftsbereiche aufgrund deren Kenntnisse der einzelnen Kunden beziehungsweise Verträge sowie der Marktgeschehnisse angepasst. Hierbei handelt es sich um subjektive Einschätzungen, die sich offensichtlich nicht objektivieren lassen. Wie sich aus den Tabellen in Tz. 377 ff. des Hauptgutachtens ersehen lässt, führten die Einschätzungen der einzelnen operativen Bereiche der LBBH zu einer jeweils leichten bis deutlichen Anhebung der Kreditvorsorge, wobei die stärksten Abweichungen gegenüber dem „Expected Loss“ mit einem Aufschlag von bis zu 35,3 % in der Planung des Jahres 2012 bei den Immobilienfinanzierungen angenommen wurden. Für die ewige Rente wurde eine nachhaltige Kreditrisikovorsorge unter der Annahme eines eingeschwungenen Zustands basierend auf dem Expected Loss-Ansatz ermittelt. Dabei wurde von einem gegenüber dem letzten Jahr des Detailplanungszeitraums mit der Wachstumsrate von 1,0 % steigenden durchschnittlichen Kreditvolumen ausgegangen und auf die durchschnittliche Expected-Loss-Quote des Detailplanungszeitraums abgestellt.

b) Die Art und Weise der Planung für den Detailplanungszeitraum entsprach danach offensichtlich dem regulären Prozess der Gesellschaft, so dass die Erhöhung der Risikovorsorge nach einer Befragung der einzelnen Geschäftsbereiche vom Grundsatz her nicht zu kritisieren war. Der Sachverständige erklärt in Tz. 389 seines Hauptgutachtens, er halte es für sachgerecht, die nachhaltigen Kreditrisikovorsorgeaufwendungen auf der Basis eines Expected-Loss-Modells abzuleiten, da diese Berechnungsmodelle auf den Daten für einen längeren historischen Zeitraum basieren, so dass die damit berechneten Ausfallraten grundsätzlich insbesondere dazu geeig-

net sind, für eine gegebene Struktur des Portfolios auch die langfristig im Durchschnitt zu erwartenden Ausfälle zu beziffern. Die Vorgehensweise, davon abweichend für den Detailplanungszeitraum auf Expertenschätzungen der jeweiligen Verantwortlichen im Geschäftsfeld zurückzugreifen, um ihrer Nähe zu den jeweiligen Kunden und Marktgeschehnissen individuell Rechnung tragen zu können und insoweit von der langfristigen, durchschnittlichen Expected-Loss-Prognose abweichende Einschätzungen für einen kurz- und mittelfristigen Planungszeitraum einzubeziehen, halte er grundsätzlich ebenfalls für sachgerecht und sinnvoll. Dieser Einschätzung schließt sich die Kammer an

c) Im Hinblick auf die konkrete Höhe der künftigen Risikovorsorge konnte es nach dem oben Gesagten im Verfahren nicht darauf ankommen, ob eine andere Planung denkbar wäre beziehungsweise von den Antragstellern oder dem Sachverständigen für möglich gehalten wird. Entscheidend war allein, ob sich die Planung des Vorstands der LBBH nicht mehr als plausibel erwies oder sich konkrete Anhaltspunkte dafür finden ließen, dass diese für die bevorstehende Strukturmaßnahme aufgestellt oder wegen dieser abgeändert worden ist.

d) Anlass für eine nähere Betrachtung gab allerdings der Umstand, dass die Gesellschaft im Jahr 2012 einen deutlichen Anstieg der Kreditrisikovorsorge von 83 Mio. € in 2011 auf 145 Mio. € vorsieht. Diese Entwicklung ist insbesondere auf die Geschäftsfelder Private Kunden, Firmenkunden und Immobilienfinanzierungen zurückzuführen, für die nach der Planung im Jahr 2012 ein deutlicher Anstieg der Kreditrisikovorsorge erwartet wird. Während in den Geschäftsfeldern Private Kunden und Immobilienfinanzierungen für das Jahr 2012 mit Risikovorsorgeaufwendungen von 45 Mio. € bzw. 79 Mio. € geplant wird, die im Geschäftsfeld Private Kunden etwa der durchschnittlichen Nettorisikovorsorge im Zeitraum von 2009 bis 2011 i.H.v. 45 Mio. € entsprechen bzw. diese im Geschäftsfeld der Immobilienfinanzierung leicht unterschreiten (88 Mio. €), wird im Geschäftsfeld Firmenkunden im Jahr 2012 die Notwendigkeit einer deutlich höheren Kreditrisikovorsorge als in der Vergangenheit angenommen. Für den Zeitraum ab 2012 wird aber in sämtlichen Geschäftsfeldern eine – zum Teil deutlich – steigende Kreditrisikovorsorge ausgewiesen, welche die Kammer angesichts der in Bewertungs- und Prüfgutachten enthaltenen nur allgemeinen Erklärungen wie der angenommenen Abschwächung von Konjunkturtrends und dem höheren Anteil risikobehafteter Engagements für näher begründungsbedürftig hielt.

e) Der Sachverständige führt hierzu in Tz. 392 des Hauptgutachtens zunächst aus, dass die Risikovorsorge im Rahmen der Bilanzierung bei Banken regelmäßig sehr starken Schwankungen unterliegt. Neben einer tatsächlich variierenden Risikosituation ergäben sich ins-

besondere Abhängigkeiten von der Bilanzpolitik einer Bank, da erhebliche gesetzliche und faktische Ermessensspielräume bei der Bildung von Wertberichtigungen mit entsprechenden Folgewirkungen für künftige Jahre bestünden. Zudem wirkten sich Änderungen gesetzlicher Vorgaben oder geänderte Vorgaben der Bankenaufsicht (z.B. bei der Bewertung von Kreditsicherheiten), Prüfungsergebnisse von Abschlussprüfern oder Steuerprüfern und ähnliches auf die Risikovorsorgebildung in der Bilanz aus. Vor diesem Hintergrund war festzustellen, ob der LBBH durch eine überzogene Vorsorge in der Detailplanungsphase liquide Mittel entzogen werden, welche dann planungstechnisch nicht mehr zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Diese Reserven könnten dann jedoch später ohne Weiteres zu Gunsten der Antragsgegnerin aufgelöst werden.

f) Der gerichtliche Sachverständige hat für die Plausibilisierung der Planansätze zunächst die Entwicklung der historischen Kreditausfallraten in den drei oben genannten Geschäftssegmenten untersucht und diese den jeweils in Ansatz gebrachten Beträgen der Risikovorsorge gegenübergestellt. Bei der Betrachtung der Vergangenheitsentwicklung war auffällig, dass in allen betrachteten Segmenten der Gesellschaft im Jahr 2006 ungewöhnlich hohe Ausfallquoten zu verzeichnen waren. Der Sachverständige hat aus diesem Grund die durchschnittlichen Ausfallquoten, jeweils gemessen am Bestand an Risikoaktiva, für die Zeiträume 2006 und 2011 und 2007 bis 2011 getrennt ausgewiesen. In Anbetracht der deutlich abweichenden Quoten lag es nahe, das Jahr 2006 zum Zweck der Verprobung der Planwerte aus der Referenzperiode auszublenden.

g) Für den Bereich der Privatkunden ist der Sachverständige zu dem Ergebnis gelangt, dass die in der Planung angesetzte Risikovorsorgequote vergleichsweise hoch erscheint, da die Quoten im Zeitraum von 2012 bis 2016 mit durchschnittlich 1,94 % über der durchschnittlichen, historischen Risikovorsorgequote i.H.v. 1,41 % liegen. Auch lag die geplante durchschnittliche Risikovorsorgequote sowohl über der (bereinigten) historischen Ausfallquote i.H.v. 1,21 % als auch über der durchschnittlichen Ausfallquote von 1,77 %, welche auch das Jahr 2006 mit den besonders hohen Ausfällen miteinbezieht. Der Anstieg der Risikovorsorge im Geschäftsfeld Private Kunden im Planungszeitraum ist daher auf eine im Vergleich zur Vergangenheit höhere Risikovorsorgequote zurückzuführen.

Bei einer Analyse der sonstigen Planung zeigte sich, dass gegenüber den betrachteten Zeiträumen der Jahre 2006 ff. keine wesentlichen Risikoverschiebungen zu erwarten sind, welche eine deutlich erhöhte Risikovorsorge rechtfertigen würden. Zwar verschieben sich die Schwerpunkte der Kreditgeschäfte, insbesondere aufgrund der Auslagerung der sonstigen Kundenkredite auf

die SKP-Kreditpartner. Allerdings nimmt der Umfang der eher risikoarmen Hypothekenkredite deutlich zu, auch wenn der wesentliche Anstieg im Zinskonditionenbeitrag durch den Anstieg des Geschäfts mit Drittkarten erfolgen soll. Vor diesem Hintergrund ist der Sachverständige unter Annahme einer von ihm für angemessen gehaltenen Vorsorgequote von 1,5 % zu dem Ergebnis gelangt, dass sich der Ertragswert der LBBH je Aktie bei ansonsten gleichbleibenden Planungsprämissen um 0,07 EUR erhöhen würde.

h) Die Kammer hielte es – mit dem Sachverständigen – aber für verfehlt, die Planung der Gesellschaft zu kleinteilig zu betrachten und vor diesem Hintergrund isoliert Änderungen für erforderlich zu halten, die sich bei einer Gesamtschau als weder zwingend noch gerechtfertigt erweisen würden. Daher waren zunächst auch die für die Bereiche Firmenkunden und Immobilienfinanzierung vorgesehenen Vorsorgequoten zu betrachten.

i) Im Segment Firmenkunden beträgt die durchschnittliche Risikovorsorgequote im Zeitraum von 2006 bis 2002 rund 0,00 %. Unter Ausklammerung der Auflösungen in den Jahren 2007 und 2008 ergab sich eine durchschnittliche historische Risikovorsorgequote von rund 0,19 %. In der Planung ab 2012 ist dagegen ein Mittelwert der Vorsorge von 0,54 % vorgesehen, bei einer Bandbreite zwischen 0,50 % und 0,59 %. Damit liegt die geplante Risikovorsorgequote erheblich sowohl über dem Mittelwert als auch der beobachtbaren Bandbreite im betrachteten Vergangenheitszeitraum. Anders als im Segment der Privatkunden überstieg allerdings die zu beobachtende tatsächliche Ausfallquote mit durchschnittlich 2,68 % und gewichtet 2,84 % die Risikovorsorge deutlich. Damit liegen die Planwerte unterhalb der verzeichneten Ausfälle der Vergangenheit, auch wenn deren Höhe nach Auffassung der Gesellschaft Folge der ab 2009 bereits wieder überwundenen Wirtschaftskrise war. Diese Entwicklung führte dann seitens der LBBH zu einer deutlichen Reduzierung der Risikovorsorge.

Angesichts der Vergangenheitszahlen und der geplanten deutlichen Steigerung des Kreditvolumens bei gleichzeitig geplanter Erhöhung der Engagements in schlechteren Ratingklassen hielt die Kammer die Planung der Risikovorsorge im Segment Firmenkunden aufgrund der vom gerichtlichen Sachverständigen durchgeführten Analysen für plausibel. Dies galt auch für die deutliche Steigerung vom letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr 2011 mit 3 Mio. € auf 17 Mio. € im ersten Planjahr 2012. Wie der Sachverständige ausführt, wurde zum Bewertungsstichtag allgemein mit einer Abschwächung der Konjunktur mit stark rückläufigem Wirtschaftswachstum gerechnet, was auch für Berlin galt.

j) Im Segment Immobilienfinanzierung wiederum war in der Vergangenheit eine uneinheitliche Entwicklung zu beobachten, da erfolgswirksamen Auflösungen von Rückstellungen in den Jahren 2007 und 2008 im Jahr 2009 eine gegenüber 2006 stark erhöhte Risikovorsorge von 140 Mio. € zu 54 Mio. € gegenüberstand. Ohne Berücksichtigung der erfolgten Auflösungen betrug die durchschnittliche Risikovorsorgequote im Zeitraum zwischen 2006 und 2011 rund 0,57 %. Analog zum Segment Firmenkunden zeigte sich bei der Betrachtung der tatsächlichen Ausfallquoten, dass diese im Zeitraum von 2007 bis 2011 mit rund 0,80 % bzw. 0,82 % (gewichteter Durchschnitt) im Geschäftssegment Immobilienfinanzierung in der Vergangenheit gleichfalls die Netto-Risikovorsorge übertrafen.

Ähnlich wie im Segment Firmenkunden sieht die Planung in der Detailplanungsphase im Kreditgeschäft mit gewerblichen Immobilienkrediten sowohl steigende Volumen als auch steigende Margen vor, die zur geplanten Erhöhung des Zinsüberschusses beitragen sollen. Vor diesem Hintergrund kann, worauf die gerichtliche Sachverständige zutreffend hinweist, nicht darauf geschlossen werden, dass sich die Risikostruktur des Kreditportfolios im Planungszeitraum gegenüber der Vergangenheit verbessert. Vielmehr deutet die steigende Marge darauf hin, dass tendenziell höhermargige Engagements mit einem schlechteren durchschnittlichen Rating und höheren durchschnittlichen Kreditrisiken eingegangen werden. Da auch hier die mit durchschnittlich 0,63 % im Planungszeitraum mit einer Risikovorsorgequote geplant wird, die zwar höher ist als in der Vergangenheit, welche aber die Zahlungsausfälle aus der Vergleichsperiode unterschreitet, konnte auch insoweit nicht von einer fehlenden Plausibilität ausgegangen werden.

k) Bei einer Gesamtbetrachtung auf der Konzernebene der LBBH lässt sich feststellen, dass geplanten Risikovorsorgequoten im Zeitraum von 2012 bis 2016 mit 0,53 % deutlich über der durchschnittlichen historischen Risikovorsorgequote liegen. Demgegenüber beläuft sich die um die Sondereffekte des Jahres 2006 bereinigte durchschnittliche Ausfallquote des Vergangenheitszeitraums auf 0,62 % und liegt damit über der im Rahmen der Planungsrechnung angesetzten durchschnittlichen Risikovorsorgequote. Unter Berücksichtigung dieses Datums sieht sich die Planung zur Risikovorsorge nach Auffassung der Kammer im Ergebnis nicht dem Einwand ausgesetzt, sie sei zu Lasten der Minderheitsaktionäre erstellt worden.

Aspekte, welche die Risikovorsorge und die deren Höhe zugrunde liegenden Annahmen als verfehlt erscheinen lassen würden, waren für die Kammer nicht ersichtlich. Uneinbringliche Forderungen von nicht-strategiekonformen Engagements, die bei der LBB von 1991 bis 1994 und bei der Berliner Bank in 1990 und 2000 ausgereicht wurden, sind nach den Feststellungen des Sach-

verständigen bereits im Jahr 2006 wertberichtigt worden und spielen danach für die Risikoversorge keine Rolle mehr. Soweit die Gesamt-Risikoversorge des LBBH-Konzerns in der Vergangenheit in hohem Maß durch bilanzpolitische Bildung und spätere Auflösung stiller Reserven geprägt war, wurde eine solche Strategie der Planung offensichtlich nicht zugrunde gelegt. Darüber hinaus stellt der Sachverständige abschließend fest, dass nach Einschätzung auf Basis der vorstehenden Analysen festgehalten werden kann, dass die Planung der erforderlichen Höhe der Risikoversorge - anders als von Seiten mehrerer Antragsteller behauptet - nicht maßgeblich durch die Entwicklungen der Krisenjahre 2007 bis 2009 beeinflusst wurde.

l) Da die Gesamtrisikoversorge nicht als unvertretbar hoch angesehen werden kann, hielt es die Kammer - wie oben bereits ausgeführt - auch nicht für angezeigt, nach der vom Sachverständigen vorgenommenen Szenarioberechnung eine niedrigere Vorsorgequote für den Bereich der Privatkunden anzunehmen.

### **13. Plan-/Ist-Vergleich für das Jahr 2012**

Entgegen den Einwendungen mehrerer Antragsteller sprach ein Vergleich der im Jahr 2012 tatsächlich erzielten Ergebnisse der LBBH auf der einen mit der vorliegenden Planung auf der anderen Seite nicht dafür, dass diese als zu negativ anzusehen war, da in ihr absehbare, positive Marktentwicklungen systematisch unterschätzt worden wären.

a) Die Kammer hält – mit den gebotenen Einschränkungen – eine ex-post Betrachtung von Ergebnissen, die unmittelbar nach dem Bewertungsstichtag erzielt werden, für grundsätzlich zulässig, um zu untersuchen, ob sich Hinweise auf eine fehlende Plausibilität der Planung ergeben. Dies entspricht der Wurzeltheorie, nach der im Stichtag bereits „in der Wurzel angelegte“ Entwicklungen berücksichtigt werden können und gegebenenfalls müssen (vgl. etwa vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle. NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

b) Eine isolierte Betrachtung allein der Entwicklung des ersten Halbjahres 2012 schied insoweit als Beurteilungsgrundlage jedoch aus. Zwar befindet sich der Bewertungsstichtag innerhalb dieses Zeitraums, jedoch kann innerhalb von (nur) sechs Monaten eine Vielzahl von Sonderfaktoren Einfluss auf die Ergebnisentwicklung eines Unternehmens ausüben, dass sich ausreichende Rückschlüsse auf die Planungsqualität aus Abweichungen zum tatsächlichen Ergebnis nicht herleiten lassen.



Dennoch hat die Kammer den gerichtlichen Sachverständigen mit der Analyse der Ergebnisse der LBBH für die Zeit Januar bis Juni 2012 beauftragt, da eine Steigerung sämtlicher maßgeblicher Indikatoren zu weiteren Untersuchungen hätte führen können, ob der Vorstand der Gesellschaft im Rahmen der Planung absehbare Entwicklungstendenzen unberücksichtigt gelassen hat und ob dies wegen des längerfristigen Ausblicks gerechtfertigt gewesen wäre.

c) Die vom Sachverständigen ( ) durchgeführten Untersuchungen zeigen im Ergebnis, dass die Betrachtung nicht auf einzelne Ergebnisbestandteile verengt werden darf, sondern dass für die potenziellen Zuflüsse an die Eigner allein das Konzernergebnis maßgeblich ist, welches von gegenläufigen Entwicklungen beeinflusst wird. Dies zeigt bereits der Blick auf das Gesamtergebnis des Jahres 2012, welches mit einem Überschuss von insgesamt 167 Mio. EUR deutlich hinter der Planung zurückbleibt, welche von einem operativen Ergebnis in Höhe von 279 Mio. EUR ausgegangen war.

Das Halbjahresergebnis des Konzerns lag dagegen noch um 7 Mio. EUR oberhalb des anteiligen (hälftigen) Ergebnisses nach der Planung. Die Heterogenität der zugrundeliegenden Entwicklung zeigt sich an dem vom Sachverständigen für die einzelnen Geschäftssegmenten der LBBH aufgezeigten Vergleich zwischen den entsprechenden Plan- und Ist-Werten. So stand etwa dem Negativergebnis im Bereich Privatkunden in Höhe von -71,8% ein um 11,1% besseres operatives Ergebnis im Bereich der Firmenkunden gegenüber, während sich die Segmente Immobilienfinanzierung und Kapitalmarktgeschäft um 42,7% beziehungsweise 126,8% besser als angenommen entwickelt hatten. Dagegen wurde der angestrebte Halbjahreswert im Segment Zinsmanagement um fast die Hälfte verfehlt.

Insgesamt gelangt der Sachverständige zu dem Ergebnis, dass die festzustellenden Abweichungen zum Teil durch Sondereffekte verursacht worden sind: insbesondere die deutlichen Überschüsse im Bereich des Kapitalmanagements beruhen nicht auf eigenem Geschäft der LBBH, sondern auf einer rollierenden Neubewertung der von ihr gehaltenen Staats- und Unternehmensanleihen, die nur eine Momentaufnahme darstellten und durch abweichende Risikoeinschätzungen in späteren Perioden bis zur Endfälligkeit wieder neutralisiert werden können.

d) Die Kammer schließt sich der Bewertung des Sachverständigen an, dass die Betrachtung der tatsächlich im ersten Halbjahr sowie im Gesamtjahr 2012 erzielten operativen Ergebnisse der LBBH keine Veranlassung gibt, Änderungen an der Planung für die Jahre ab 2013 für erforder-

lich zu halten. Wie oben bereits erwähnt, wäre dies angesichts der grundsätzlich gegebenen Planungshoheit der Organe der Gesellschaft nur dann möglich und geboten gewesen, wenn sich wesentliche Planungsmängel offenbart hätten. Eine solche Situation war aber - auch nicht im Ansatz - ersichtlich.

Dies gilt auch – und erst recht – für die Höhe der in der Planung vorgesehenen Risikovorsorge. Da es sich um eine in die Zukunft gerichtete Rücklage für Zahlungsausfälle handelt, verbietet es sich, aufgrund kurzfristiger Änderungen im Geschäfts- oder Ertragsvolumen unterjährige Änderungen vorzunehmen.

#### **14. Aufwandsposten**

##### **a) Verwaltungsaufwendungen**

Der wesentliche Aufwandsposten sind die Verwaltungsaufwendungen der LBBH, deren größte Einzelposten der Personalaufwand, die IT-Aufwendungen sowie die Gebäude- und Raumkosten sind.

aa) Nach der Planung wird eine relativ konstante Entwicklung vorgesehen, wobei vor allem beim Personalaufwand zwischen 2012 und 2016 nur moderate Kostensteigerungen in Höhe von insgesamt knapp 6 % vorgesehen sind. Die Bewertungsgutachterin führt insoweit aus, dass im Personalbereich bis 2014 Einsparungen von rund 350 Mitarbeiterkapazitäten sind, vor allem in den Vertriebseinheiten des Konzerns. Letztlich sollen die erwarteten Gehaltserhöhungen der Mitarbeiter weitgehend durch eine Verminderung des Personalbestands kompensiert werden.

bb) Soweit Antragsteller meinen, die geplanten Personalkosten seien zu hoch angesetzt, waren konkrete Anhaltspunkte für (weitere) Einsparmöglichkeiten nicht ersichtlich. Eine Zusammenlegung von Unternehmenseinheiten war nicht geplant und auch die vorgesehene Neuausrichtung von Teilen der Konzernaktivitäten weg vom Eigenhandelsgeschäft hin zu kundenorientierter Tätigkeit sprach nicht dafür, dass die Personalintensität abnehmen würde,

cc) Die Kosten für die IT sollen von 156 Mio. € auf 139 Mio. € pro Jahr fallen, nachdem sie im Jahr 2010 noch bei 163 Mio. € gelegen haben. Insoweit ist nachvollziehbar und plausibel, dass die Aufwendungen nach erhöhten Investitionen in der Vergangenheit ein nachhaltiges Niveau erreichen.

Insgesamt weist die Planung der Verwaltungsaufwendungen keine Auffälligkeiten auf, die eine nähere Betrachtung der einzelnen Positionen erforderlich gemacht hätte. Hinreichend konkrete Einwendungen sind - auch insoweit - von Seiten der Antragsteller nicht erhoben worden.

#### b) Stille Einlage

Außerhalb der beschriebenen Segmente fällt als wesentlicher, das Ergebnis reduzierender Aufwandsposten die Bedienung der stillen Einlage der an, für die eine Gewinnbeteiligung in Höhe von 7,22 % bezogen auf den Nennbetrag vereinbart ist. Wegen des geringen Nachsteuerergebnisses der LBBH im Jahr 2011 wurde die Einlage mit 9 Mio. € nur teilweise bedient. Für die Folgezeiträume ist die Gesellschaft davon ausgegangen, dass eine jährliche Gewinnbeteiligung von rund 51 Mio. € abzuführen ist, die jeweils als Zinsaufwand ausgewiesen wird. Wie oben ausgeführt, entfällt dieser Posten unter der Annahme einer Wandlung der stillen Einlage in Eigenkapital zum Bewertungsstichtag.

#### c) Bankenabgabe

Die Planung der LBBH berücksichtigt darüber hinaus ertragsmindernd die ab Mitte 2011 nach der Verordnung über die Erhebung der Beiträge zum Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute zu zahlende Bankenabgabe. Hiergegen war nichts zu erinnern, zumal es sich um eine nicht von der Gesellschaft zu beeinflussende Position handelt. Die Barabfindungsprüferin führt insoweit auf S. 46 ihres Berichts aus, sowohl die Methodik der Berechnung als auch die zugrunde liegenden Daten abgestimmt und die Ermittlung rechnerisch nachvollzogen zu haben.

#### d) Ertragssteuern auf Unternehmensebene

Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin haben die prognostizierten Erträge der Gesellschaft einer Ertragssteuerbelastung durch Gewerbesteuer, Körperschaftssteuer sowie Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Dabei wurde das IFRS-Konzernergebnis für die Steuerbilanz in ein handelsrechtliches Ergebnis übergeleitet. Für die ausländische Tochtergesellschaft LBB International S.A. mit Sitz in Luxemburg sowie die Konzernunternehmen, welche keine Bankgeschäfte betreiben, wurden vereinfachte Steuerschätzungen vorgenommen.

In die Berechnungen der effektiven Steuerlast wurden sowohl die vorhandenen körperschafts-

und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge berücksichtigt.

Soweit die Verlustvorträge innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht verbraucht werden, wurden diese annuitätisch bei der Ermittlung des Ertragssteueraufwands berücksichtigt und entsprechend in die ewige Rente überführt. Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin angenommen, dass die Organschaft mit der BerlinHyp nach dem vollständigen Verbrauch der steuerlichen Verlustvorträge der LBBH im Jahr 2023 aufgelöst wird und danach die ruhend gestellten Verlustvorträge der BerlinHyp bis zum Jahr 2028 genutzt werden können. Da sich diese Annahme zu Gunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt, ließ sich gegen die entsprechende Vorgehensweise nichts einwenden.

Insgesamt war nicht ersichtlich, dass die zukünftige Steuerbelastung des Unternehmens überschätzt worden ist.

## **15. Ewige Rente**

Die Annahmen der Bewertungsgutachterin für die so genannte ewige Rente erwiesen sich als hinreichend plausibel und bedurften daher gleichfalls keiner Korrektur. Die Barabfindungsprüferin hat das Vorgehen von                    auf S. 48 ff. ihres Berichts umfassend geschildert und dieses als sachgerecht beurteilt.

a) Für die Bewertung der ewigen Rente ist ein eingeschwungener Zustand (auch Beharrungszustand oder Gleichgewichtszustand) der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens anzunehmen, in welchem sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse nicht mehr wesentlich bzw. nur mit einer konstanten Rate fortentwickeln, welcher mit einem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszins Rechnung getragen wird (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15).

b) Die finanziellen Überschüsse für die fernere, zweite Phase werden bewertungstechnisch grundsätzlich aus den für die Detailplanungsphase angesetzten Werten unter Berücksichtigung von langfristigen Trendentwicklungen bestimmt (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 71 Anh § 11 SpruchG). Daneben ist im Einzelfall aber regelmäßig auch die Frage zu berücksichtigen, ob die künftig noch zu erwartende Veränderung der jährlichen Überschüsse durch einen konstanten Wachstumsfaktor angemessen dargestellt werden kann.

Lässt sich diese Frage nicht uneingeschränkt positiv beantworten, wird die tatsächlich dauerhaft erzielbare Profitabilität des Unternehmens (auch) durch eine bloße Fortschreibung der prognostizierten Ergebnisse des letzten Planjahrs nicht ausreichend abgebildet. Aus diesem Grunde kann die Art und Weise der Modellierung der Rentenphase nicht schematisch erfolgen, sondern sie muss die Eigenheiten des zu bewertenden Unternehmens, dessen Umfeld sowie die Besonderheiten der Branche berücksichtigen.

c) Vorliegend waren sowohl angesichts des etablierten Geschäftsmodells der LBBH als auch der bereits weitgehend erfolgten Restrukturierung des Instituts in der Vergangenheit keine besonderen Wachstumsfaktoren ersichtlich, welche nach der Detailplanungsphase noch für ein überdurchschnittliches Wachstum der organisch erzielten Überschüsse hätten sorgen können. Daher war es nicht angezeigt, zwischen der Detailplanungsphase und der ewigen Rente eine Übergangsphase zu modellieren, um ein solches Wachstum abzubilden.

d) Die Bewertungsgutachterin hat allerdings verschiedene Sachverhalte identifiziert, die sich am Ende der Detailplanungsphase noch nicht im Gleichgewichtszustand befinden, die Detailplanungsphase aus diesem Grunde – fiktiv – bis zum Jahr 2035 verlängert und die entsprechenden Sachverhalte anschließend barwertäquivalent umgerechnet. Diese Art des Vorgehens ist nicht unüblich, auch wenn es im Einzelfall durch die Aggregation unterschiedlicher Sachverhalte in einen einheitlichen Wert an der erforderlichen Transparenz mangeln kann. Allerdings hat die Barabfindungsprüferin, wie bereits eingangs erwähnt, die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses im Einzelnen dargestellt, so dass die Kammer den gefundenen Wert für (noch) hinreichend nachvollziehbar hielt.

h) Die Annahme eines eingeschwungenen Zustands bedingt unter anderem, dass im Geschäftsmodell keine außerplanmäßigen Abschreibungen beziehungsweise Wertaufholungen oder Abwertungen von bilanzierten Vermögensgegenständen mehr zu erwarten sind.

Daher war die Annahme von                    zwingend, dass im letzten Jahr der Detailplanungsphase 2016 noch erwartete Erträge aus „Unwinding“ nicht nachhaltig erzielt werden können. Nach IFRS dürfen die vereinbarten Zinsen für Forderungen, die eine Wertminderung aufweisen (d. h. für die eine Einzelwertberichtigung nach IAS gebildet wurde) nicht als Zinsertrag verbucht werden. Vielmehr ist der für die Vornahme der Wertberichtigung verwendete Effektivzinssatz festzuhalten und auf den Restbuchwert durch Aufzinsung anzuwenden. Die Folge hiervon ist, dass nicht mehr die vertraglich vereinbarten künftigen Zinserträge berücksichtigt und abgegrenzt wer-

den, sondern die (geringeren) durch Aufzinsung des Restbuchwertes ermittelten Erträge.

Ebenso konnte nicht davon ausgegangen werden, dass 2016 noch bestehende Differenzen zwischen IFRS und HGB beziehungsweise zwischen Handels- und Steuerbilanz dauerhaft sein würden, was auch für Bewertungsunterschiede zwischen Fonds und Rentenpapieren galt (vgl. Prüfbericht S. 50).

i) Gleichfalls konsistent war die weitere Annahme, dass die Höhe der Risikovorsorge in den Geschäftsfeldern Private Kunden, Firmenkunden und Immobilienfinanzierung langfristig auf die Beträge zurückgehen wird, die aufgrund des historischen „Expected-Loss“-Ansatzes ermittelt worden sind. Eine Erhöhung dieser Beträge durch die einzelnen Bereiche, wie dies in der Detailplanungsphase geschehen ist, wäre auch nicht gerechtfertigt gewesen, da Erkenntnisse über besondere Risiken einzelner Engagements für die fernere Zukunft nicht (mehr) existieren können.

Gleichfalls nicht zu beanstanden war die fehlende Berücksichtigung von Erträgen aus der Auflösung von Wertberichtigungen bei der Netbank in der Rentenphase.

j) Auch das Auslaufen von Altsachverhalten aus der Zeit der Bankgesellschaft Berlin war zu berücksichtigen. Durch das Risikoabschirmungsgesetz vom 16. April 2002 wurde der Berliner Senat ermächtigt, für vertraglich näher zu bestimmende Risiken aus dem Immobiliendienstleistungsgeschäft der damaligen Bankgesellschaft Berlin Gruppe eine Garantie im Sinne von § 39 Abs. 1 der Landeshaushaltsordnung zu übernehmen (§ 1 Abs. 1 AbschirmungsG). Der Haftungsrahmen ist (§ 1 Abs. 2 AbschirmungsG) auf eine Summe von höchstens 21,6 Milliarden Euro begrenzt. Die Laufzeit der Garantie endet spätestens mit Ablauf des Jahres 2032. Im Anschluss sind keine Avalprovisionen an das Land Berlin mehr zu zahlen.

k) Nachhaltig steigt das bereinigte Ergebnis vor Steuern auf 603 Mio. EUR und damit gegenüber dem letzten Jahr der Detailplanungsphase um einen Wert von insgesamt 3,5 %. Dem lag die Annahme zugrunde, dass zum einen der Zinsüberschuss bei zugleich gegenüber den Planjahren 2013 bis 2016 zurückgehender Risikovorsorge ansteigt, der Provisionsüberschuss gegenüber dem letzten Jahr der Detailplanungsphase aber leicht sinkt. Dem lag vor allem die Prognose der Höhe der langfristig aus dem an die S-Kreditpartner weitergeleiteten Kreditverträgen im Privatkundenbereich erzielbaren Provisionserträge sowie der Höhe der für Drittparkassen verwalteten Vermögen im Bereich Kapitalmarktgeschäft zugrunde (vgl. Prüfbericht S. 49). Das Ergebnis der aus nach der Equity-Methode bewerteten Anteile der LBBH entspricht nach der Eliminierung von

Sondereffekten in etwa dem im Planjahr 2015 vorgesehenen Wert.

l) Zur Deckung der für die Zukunft als erforderlich angesehenen Gesamtkapitalquote von 11,0 % bei einem harten Kernkapital von 9,0 % sieht die von der Bewertungsgutachterin erstellte Kapitalplanung nach den erheblichen Mittelzuführungen in der Detailplanungsphase trotz steigender RWA eine dauerhafte Thesaurierung von noch 23 Mio. € vor.

m) Das Nachsteuerergebnis fällt nach der Planung langfristig unter den Wert des letzten Planjahres und liegt mit 435 Mio. € leicht über dem Planergebnis für das Jahr 2015. Dies folgt im Wesentlichen aus der langfristig nach dem Verbrauch der Verlustvorträge wieder deutlich ansteigenden Steuerlast des Konzerns und war daher als plausibel anzusehen.

n) Fehlannahmen bei der Ableitung des Wertes für die ewige Rente waren für die Kammer nicht zu erkennen. Wie oben bereits ausgeführt, ist es regelmäßig nicht geboten, in der Detailplanungsphase angenommene Steigerungen in den Unternehmensergebnissen schlicht fortzuschreiben. Vielmehr ist es regelmäßig geboten, unter Berücksichtigung der Werttreiber und eventueller Sondereffekte die einzelnen Wertbeiträge zu analysieren und jeweils einen plausiblen nachhaltigen Wert zu bilden, wie es vorliegend durch die Bewertungsgutachterin geschehen ist. Alternativ kann auch ein rechnerischer Durchschnitt aus den Werten der ersten Phase ermittelt und in der Rentenphase in Ansatz gebracht werden, was für die LBBH allerdings zu einem geringeren Ertragswert geführt hätte.

Da es sich bei den von der LBBH betriebenen Finanzgeschäften, wie oben bereits erwähnt, um ein etabliertes Geschäftsmodell handelt, dessen Werttreiber bekannt sind, waren keine Wertaufholungen zu erwarten, die mit dem Beginn der Rentenphase im Jahr 2017 nicht mehr hätten abgebildet werden können. Auch standen keine (weiteren) Restrukturierungen innerhalb des Konzerns an, die eine wesentliche Veränderung einzelner Einnahmen- oder Ausgabenpositionen innerhalb der Gewinn- und Verlustrechnung hätten erwarten lassen. Gleiches gilt für die Höhe der in den einzelnen Unternehmensbereichen erzielbaren Überschüsse. Vielmehr war die Planungsrechnung insgesamt als eher optimistisch zu bewerten, da im Bewertungsstichtag mit der beginnenden Niedrigzinsphase abzusehen war, dass sich die Ertragsaussichten im Bereich der etablierten Finanzinstitute nicht unbedingt verbessern würden, da mit sinkenden Marktzinsen regelmäßig auch die Margen zurückgehen.

## **16. Ausschüttungsprognose**

Der Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2005 vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie unter Beachtung gegebenenfalls einschlägiger rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da auf diese Weise ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, da sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

a) Die Ausschüttungsannahmen für die Detailplanungsphase waren trotz der von mehreren Antragstellern erhobenen Einwendungen nicht zu beanstanden. Soweit die Jahresergebnisse nach der vorliegenden Planung wegen der regulatorischen Anforderungen in vollem oder überwiegendem Umfang als Zuführung zum Eigenkapital verwendet werden sollten, war nicht ersichtlich, dass die dem zugrunde liegenden Annahmen nicht gerechtfertigt gewesen wären. Auf die obigen Ausführungen zu diesem Punkt kann verwiesen werden.

b) Soweit die nach der Planung einbehaltenen Überschüsse ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept grundsätzlich eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Diese kann durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93). Ein solches Szenario lag aber gerade nicht vor, da die Planung eine konkrete Verwendung der Mittel vorsah. Da die entsprechenden Mittel als Teil des „harten Eigenkapitals“ der LBBH für eine freie Ausschüttung an die Anteilseigner nicht zur Verfügung standen, kam insoweit auch keine Zurechnung der entsprechenden Beträge in Betracht. Allerdings waren die thesaurierten Beträge, anders als einige Antragsteller meinen, auch nicht „verschwunden“, da anderenfalls eine Zuführung externen Kapitals in derselben Höhe erforderlich geworden wäre. Eine solche hätte gleichfalls nicht ergebnisneutral stattfinden können, so dass gegen die von bewertungstechnisch gewählte Vorgehensweise keine durchgreifenden Bedenken bestanden.

c) Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit



nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Auf das konkrete Ausschüttungsverhalten des Bewertungsobjekts ist dagegen allenfalls nachrangig abzustellen.

d) Die Ausschüttungsquote von 40%, welche in der Planung ab dem Jahr 2017 in Ansatz gebracht wurde, ist nach den Ausführungen der Barabfindungsprüferin aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote abgeleitet, welche für börsennotierte Unternehmen an den deutschen Kapitalmärkten in der Vergangenheit zu beobachten gewesen sei. Es handelt es sich dabei um den unteren Wert des Korridors von 40% bis 60%, der regelmäßig in Bewertungsgutachten nach IDW S1 als typisiertes Ausschüttungsverhalten unterstellt wird. Die dieser Annahme zugrunde liegende Untersuchungen werden zwar nicht unkritisch gesehen, so dass regelmäßig eine Betrachtung des Ausschüttungsverhaltens anderer Unternehmen derselben Branche als vorzugswürdig anzusehen ist. Vorliegend existierte aber angesichts des Umstandes, dass lediglich für die Deutsche Bank AG und die Commerzbank AG als börsennotierte Mitbewerber Vergleichswerte zur Verfügung gestanden hätten, eine zu geringe Datenbasis, um Rückschlüsse auf ein bestimmtes Verhalten sämtlicher Unternehmen der Finanzbranche ziehen zu können. Damit stand keine bessere Schätzgrundlage für die Typisierung zur Verfügung als der von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin verwendete Wert, der isoliert betrachtet jedenfalls nicht unplausibel erscheint.

e) Soweit für die Rentenphase eine dauerhafte Thesaurierung zur Erhaltung der Eigenkapitalquoten(n) in Höhe von 23 Mio. € vorgesehen ist, gelten für die (fehlende) Zurechnung an die Anteilseigner die obigen Ausführungen entsprechend.

f) Auch der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung ohne unmittelbaren Werteffekt im Bewertungsgutachten war entgegen der Auffassung mehrerer Antragsteller plausibel.

aa) Die wachstumsbedingte Thesaurierung wurde angesetzt, um die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums zu gewährleisten. Denn auch für den Fall der nachhaltigen fiktiven Vollausschüttung der Überschüsse ist zu berücksichtigen, dass das im Unternehmen regelmäßig zu reinvestierende gebundene Kapital inflationsbedingten Preiseinflüssen unterliegt und sich die in den Plan-Bilanzen zum Ende des Detailplanungszeitraums berücksichtigten Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln werden.

bb) Die nach dem Bewertungsmodell durch die teilweise Thesaurierung der Gewinne im Unter-

nehmen verbleibenden Mittel stehen aufgrund der bewertungstechnischen Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage bzw. der angenommenen wertgleichen steuerfreien Zurechnung dieser Mittel im Bewertungsmodell nicht zur nachhaltigen Finanzierung von preis- bzw. steuerinduziertem Wachstum zur Verfügung. Da die thesaurierten Mittel auch teilweise der Eigenkapitalfinanzierung der preisinduzierten Wachstumseffekte dienen, mit der fiktiven Zurechnung jedoch eine (vollständige) kapitalwertneutrale Wiederanlage unterstellt wird, ist im Bewertungskalkül die Finanzierungslücke des organischen Wachstums nicht geschlossen.

cc) Die weitere Problematik besteht in dem Umstand, dass eine Planung ab dem Zeitpunkt des Beginns der ewigen Rente nicht mehr stattfindet und entsprechend auch keine Planbilanzen mehr zur Verfügung stehen, anhand derer untersucht werden kann, ob bestimmte Posten preisbedingt in Höhe des Wachstumsabschlages steigen werden. Daher wird vereinfachend von einem Thesaurierungsbedarf in Höhe der Wachstumsquote bezogen auf das zum Ende der Detailplanungsphase vorhandene Eigenkapital ausgegangen.

dd) In der obergerichtlichen Rechtsprechung wird die Erforderlichkeit einer besonderen Thesaurierung für die Finanzierung des Wachstums grundsätzlich nicht beanstandet: maßgeblich sei der betriebswirtschaftlich anerkannte Gedanke, dass ein nachhaltiges Gewinnwachstum ohne zusätzliche Finanzierung nicht in Betracht komme (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. November 2011, 112 W 66/06, BeckRS 2013, 01573). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung vom 24. November 2011 (21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278) gleichfalls die Notwendigkeit der Thesaurierung von gesonderten Mitteln zur Erhaltung des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente betont. Da diese Entscheidungen vor dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag ergangen sind, war die entsprechende Vorgehensweise von [Name] welche auch die Barabfindungsprüferin nicht beanstandet hat, nachvollziehbar.

ee) Zwar mag es im Einzelfall abhängig vom Geschäftsmodell des bewerteten Unternehmens fraglich sein, ob tatsächlich sämtliche Bilanzpositionen gleichförmig wachsen und daher der pauschale Ansatz einer Wachstumsthesaurierung in Höhe der Wachstumsrate gerechtfertigt ist. Allerdings war vorliegend zu berücksichtigen, dass bei der LBBH aufgrund der regulatorischen Anforderungen an das Eigenkapital dessen Erhaltung in den oben genannten Quoten sichergestellt sein muss. Daher hielt die Kammer die Notwendigkeit einer besonderen Wachstumsthesaurierung in der Rentenphase im vorliegenden Fall für angemessen.

ff) Mit dem Ansatz wachstumsbedingter Thesaurierung wird auch nicht der Wachstumsab-

schlag vom Kapitalisierungszinssatz neutralisiert. Während der Wachstumsabschlag sich an der unternehmensspezifischen Möglichkeit, Preissteigerungen an Kunden weiterzugeben, orientiert, sichert die wachstumsbedingte Thesaurierung das nachhaltige organische Wachstum, den Substanzerhalt einschließlich der Finanzstruktur (vgl. OLG München Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, BeckRS 2018, 13474).

## 17. Persönliche Steuern

Der Anfall persönlicher Steuern auf Ebene der Anteilseigner ist in der Bewertung in Höhe der zum Bewertungsstichtag geltenden Tarifbelastung von 25% zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag angenommen worden, was einer Gesamtsteuerbelastung von 26,375% entspricht.

a) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektivierter und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

b) Entsprechend sind für die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern zu berechnen, für die der oben genannte, in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz in Ansatz gebracht worden ist. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschlagen würde.

c) Für die Thesaurierungsbeiträge, die in der Planung den Anteilseignern fiktiv zugerechnet werden, greift seit dem 1. Januar 2009 für erzielte Wertsteigerungen die Kursgewinnbesteuerung, die allerdings erst im Zeitpunkt des Verkaufs der Aktien anfällt. Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt damit von der Haltedauer der Aktie ab und sinkt infolge des Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es erforderlich, im Rahmen einer objektivier-

ten Unternehmensbewertung auch hier eine Typisierung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann. Belastbare empirische Untersuchungen zur Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt, auf welche sich eine konkrete Annahme zur Höhe der regelmäßig anfallenden Besteuerung hätte stützen können, sind der Kammer nicht bekannt.

Die Bewertungsgutachterin ist insoweit von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den hälftigen nominellen Steuersatz angesetzt. Hiergegen ist nach Ansicht der Kammer wegen des grundsätzlichen Anfalls der Besteuerung, jedenfalls für den inländischen Anteilseigner, nichts zu erinnern. Der typisierende Ansatz des halben nominalen Steuersatzes von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag ist zwischenzeitlich auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt und kann daher einer gerichtlichen Schätzung zugrunde gelegt werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894; OLG Stuttgart, AG 2013, 724/728 m. w. N.).

d) Das Vorhandensein eines steuerlichen Einlagenkontos bei der LBBH AG, aus dem heraus steuerfreie Ausschüttungen an die Anteilseigner hätten erfolgen können, war aus Bewertungs- und Prüfgutachten nicht ersichtlich.

e) Soweit einige Antragsteller meinen, durch die Sonderregelungen für „Alterwerber“, die ihre Anteile vor dem 31. Dezember 2008 erworben haben, müsse die Veräußerungsgewinnbesteuerung unberücksichtigt bleiben, vermochte dies die Kammer schon von der Prämisse her nicht zu überzeugen. Bei einem Bewertungsstichtag, der mehr als drei Jahre nach dem 31. Dezember 2008 liegt, war keine Basis für die Vermutung ersichtlich, dass alle oder wesentliche Teile der Minderheitsaktionäre schon zu diesem Zeitpunkt Anteilsinhaber gewesen sein müssten.

f) Der Umstand, dass die Barabfindung selbst ebenfalls zu versteuern ist, ändert nichts daran, dass für die Bewertung des Unternehmens und die Festlegung der Abfindung die Nettozuflüsse an die Anteilseigner zugrunde zu legen sind.

## **18. Synergien**

Sowohl von der Bewertungsgutachterin als auch von der Barabfindungsprüferin wurden keine Synergien identifiziert, die Auswirkungen auf die ausschüttungsfähigen Ergebnisse der LBBH hätten haben können.

Es war - auch unter Berücksichtigung der von den Antragstellern erhobenen Einwendungen - nicht ersichtlich, dass zu diesem Punkt weitere Ermittlungen oder eine Neubewertung erforderlich gewesen wären. Es war nämlich nicht zu erkennen, dass im Zuge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zusätzliche Synergieeffekte zum Tragen kommen konnten, welche in der Planung keinen (allgemeinen) Niederschlag gefunden hätten.

Die LBBH war bereits vor der hier in Rede stehenden Strukturmaßnahme in die Sparkassen-Gruppe eingebunden. Da es sich bei der Antragsgegnerin zudem nicht um eine operativ tätige Gesellschaft dieser Gruppe handelt, waren Einspareffekte durch die Zusammenlegung von Unternehmensfunktionen mit der LBBH beziehungsweise deren Beteiligungsunternehmen nicht zu erwarten. Aufgrund des Regionalitätsprinzips der Sparkassen existierten im Stammmarkt der LBBH auch keine sonstigen Untergliederungen der Sparkassen-Gruppe, mit denen derartige Effekte hätten realisiert werden können.

### **19. Kapitalisierungszinssatz**

Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens zugrunde gelegten Parameter als überhöht angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes sowie - die ganz überwiegenden Mehrzahl der Antragsteller - eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen.

Die Kammer sah auf der Basis der Feststellungen der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin sowie des gerichtlichen Sachverständigen allerdings lediglich bei der Höhe der in Ansatz zu bringenden Marktrisikoprämie Anlass, von den im Bewertungsgutachten verwendeten Werten abzuweichen. Die weiteren Parameter des Kapitalisierungszinssatzes waren im Ergebnis vertretbar und daher beizubehalten.

#### **a) Basiszinssatz**

Die Kammer hielt auf der Grundlage der Feststellungen von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 2,50 % vor Steuern für zutreffend.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., Rz. 682).

Soweit in jüngerer Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise - und auch vorliegend von einem Teil der Antragsteller - eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen nicht existieren und aus diesem Grunde ohnehin nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Die Existenz so genannter Credit Default Swaps für Bundesanleihen zeigt nach Auffassung der Kammer nicht, dass diese vom Markt nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten mit der Folge, dass vom Basiszinssatz ein Abschlag vorzunehmen wäre. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden. Ein Risikoabschlag auf die am Markt beobachtbaren beziehungsweise prognostizierten Zinssätze war daher nicht angezeigt.

bb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 25. April 2012. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391;

OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle. NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt. Dieser ist in seiner konkreten Höhe mehr oder weniger zufällig, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. März 2013, I-26 W 6/09 (AktE), BeckRS 2016, 12003).

dd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl der Bewertungsgutachterin als auch der Barabfindungsprüferin entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731). Da die Zinsstrukturkurve bereits Zukunftserwartungen abbildet, ist es nicht vorzugswürdig, die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Renditen für 10- oder 30-jährige Bundesanleihen als Maßstab für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes heranzuziehen.

ee) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfäl-

le müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

ff) Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, auch für den zeitnahen Detailplanungszeitraum, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

gg) Auch ist die nach dem IDW-Modell zugrundezulegende Verwendung eines Zinssatzes unter Betrachtung eines „unendlichen“ Zeitraums nicht zu beanstanden. Zwar ist grundsätzlich bei der Wahl des Betrachtungszeitraums auf die Fristadäquanz zwischen der Unternehmensinvestition und der Investition in die quasi-risikolose Alternativanlage zu achten. Diesbezüglich wird als Konvention regelmäßig von einer fehlenden zeitlichen Begrenzung des Anlagehorizonts ausgegangen, soweit sich nicht für den konkreten Bewertungsfall Besonderheiten ergeben. Insoweit war es vorliegend zutreffend, vom „Regelfall“ auszugehen und nicht lediglich auf den Zeitraum der Detailplanungsphase abzustellen. Dem stand die konkrete Planung der LBBH nicht entgegen, da in dieser eine dauerhafte Existenz des Unternehmens unterstellt wird.

hh) Die Bewertungsgutachterin hat den Basiszinssatz über einen Dreimonatszeitraum vom 29. November 2011 bis 28. Februar 2012 ermittelt und den rechnerisch feststellten Wert der berufsständischen Rundungsregelung der Wirtschaftsprüfer auf  $\frac{1}{4}$ -Prozentpunkte mit 2,50 % angesetzt.

Da für den Basiszinssatz allerdings, wie oben ausgeführt, nicht ein Referenzzeitraum bis zur Fertigstellung des Bewertungs- oder Prüfgutachtens maßgeblich ist, sondern der mit dem Tag der Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme endende Dreimonatszeitraum, wäre der für die Berechnungen zu verwendende Zinssatz entsprechend anzupassen.



Nach den öffentlich zugänglichen Daten des WollnyWP BaseRate Guide lag der durchschnittliche Basiszinssatz auf einen solchen Zeitraum bezogen bis zum Stichtag bei 2,56 %, während der Stichtagswert mit 2,52 % leicht niedriger lag.

Nach der vom IDW vorgeschlagenen und durchgängig praktizierten Verfahrensweise einer Rundung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes auf das nächste Viertelprozent ergab sich damit für die Zwecke der hiesigen Bewertung ein Basiszinssatz von 2,50%.

Die Kammer hat gegen diese Vorgehensweise Vorbehalte gehabt und sie als grundsätzlich willkürlich erachtet und insoweit ausgeführt, dass zwar kein allgemeiner Grundsatz existiert, wonach eine - auch zulasten der Antragsteller gehende - Rundung im Bereich des Basiszinssatzes nicht möglich ist (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015, 12a W 7/15, BeckRS 2015, 09001). Es bestehe jedoch keine nachvollziehbare Veranlassung, eine rein kaufmännische Rundungsregel anzuwenden. Sie hat aber auch Überlegungen angestellt, dass es gerechtfertigt sein kann, mit einer Auf- oder Abrundung erkennbare Tendenzen in der Zinsentwicklung zu berücksichtigen. So war hier bei Betrachtung der für den Bewertungsstichtag maßgeblichen Zahlen ist eine deutliche Abwärtstendenz in der Zinsentwicklung zu erkennen. Daher war im konkreten Fall eine Abrundung auf 2,50%, wie vom IDW empfohlen, angemessen.

ii) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S1 2008 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes auf 1,84 % nach Steuern.

#### **b) Marktrisikoprämie**

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen von ihrer Risikostruktur her nicht vergleichbar ist. Anders als bei einer für die Dauer einer bestimmten Laufzeit garantierten Rendite, schwanken bei einer Beteiligung an einem Unternehmen die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

aa) Es ist aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisie-

rung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in öffentliche Anleihen. Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzrisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – auch von einigen Antragstellern in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüberstehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., Rz. 677). Zudem steht den im Regelfall begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld, a.a.O., Rz. 678).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzins-

lichen Wertpapieren rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a.a.O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

ee) Den Bedenken gegen die früher übliche „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modell des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, Großkommentar AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

ff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller ausdrücklich hinweisen.

gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der

Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hh) Auf der anderen Seite ist die dem Modell zugrunde liegende Annahme nicht unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der idealtypische Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite (oder auch Unterrendite) ergeben können (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte konnte im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werden, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zutreffend zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

ll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Will-

kür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 4. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich zum Teil in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin haben in ihren jeweiligen Gutachten ohne nähere eigene Begründung eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,0 % angesetzt.

Die Bewertungsgutachterin hat zunächst ausgeführt, dass der IDW nach der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens den Ansatz einer Marktrisikoprämie nach Steuern innerhalb einer Bandbreite von 4,0 % bis 5,0 % empfohlen hat. Diese Empfehlung stützte sich im Grundsatz auf eine Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (WpG 2004, 906 ff.).

nn) Die Stehle-Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch PwC, auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen (vgl. auch Großfeld-Stöver-Tönnies, a.a.O.). Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Marktrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet – wie oben bereits ausgeführt – als in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterhin ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zudem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

Darüber hinaus wird das von Stehle ausgewiesene Ergebnis in überproportionalem Umfang durch die zugrunde gelegten Annahmen zur Haltedauer beeinflusst. Dies zeigt ein in einem Verfahren vor dem Landgericht Hannover von Prof. Dr. Großfeld am 11. Dezember 2013 erstattetes Gutachten, in dem auf der Basis der von Stehle zusammengestellten Datengrundlage lediglich die von Stehle verwendete Prämisse einer einjährigen Anlage auf längere Anlagezeiträume von drei bis fünf Jahren verändert wird. Prof. Dr. Großfeld ist (allein) durch diese Änderung zu einem um 1,0 % bis 2,0 % geringeren Ausgangswert für die Marktrisikoprämie vor Steuern gelangt. Im Ergebnis handelt es sich bei dieser Untersuchung aber um keine neue Studie über die Höhe historischer Marktrisikoprämien in Deutschland, sondern lediglich um eine neue, andere Interpretation bekannter Daten. Dass diese der bisherigen Sichtweise erkennbar überlegen ist, wie einige Antragsteller meinen, vermag die Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreihet.

oo) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

pp) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegenden Bewer-

tungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25,00 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man beim IDW von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden. Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

qq) Die Kammer hat sich in der Vergangenheit nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite, mithin 4,5 %, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

Für die Schätzung des Risikozuschlags in dieser Höhe kann der in § 203 Abs. 1 BewG festgelegte Zuschlag von 4,5% zum Basiszinssatz einen ersten Anhaltspunkt bieten. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt, zeigt sie die Wertung des Gesetzgebers, dass ein solcher Zuschlag im Regelfall als geeignet angesehen werden kann. Die darin enthaltenen pauschalen Ab- und Zuschläge für Wachstum, (mangelnde) Fungibilität, inhaberabhängige Faktoren u. a. (vgl. BT-Drs. 16/11107 S. 24) heben sich gegenseitig weitgehend auf (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894).

rr) Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls Betrachtungen, die zu dem Ergebnis gelangen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe – zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt haben soll (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen ergibt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Ren-



diten abwerfen wird, welche durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin gingen, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

Wäre nach der entsprechenden Auffassung keine oder nur eine minimale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, würde dies bedeuten, dass die zu erwartenden Zahlungsströme aus Aktien ebenso sicher sind wie diejenigen aus Rentenpapieren. Eine solche Annahme kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der vielfach geäußerte Einwand fehl, bei Annahme einer Marktrisikoprämie von – etwa – 4,5 % müsse die allgemeine Aktienrendite diesen Betrag zuzüglich des Basiszinssatzes erreichen, da hierbei unterstellt würde, dass sich aus Aktien sichere, konstante Zahlungsströme ableiten lassen. Eben dies ist aber gerade nicht der Fall.

ss) Für eine Erhöhung des Werts von 4,5% sah die Kammer auch vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise ab dem Jahr 2009 im vorliegenden Verfahren keinen Anlass.

Die Kammer halte es für verfehlt, als Begründung einer denkbaren Erhöhung der Marktrisikoprämie auf die Empfehlung des IDW vom 19. September 2012 abzustellen, da diese erst mehrere Monate nach dem Stichtag offiziell verlautbart und zum Gegenstand der Handhabung von im IDW zusammengeschlossenen Wirtschaftsprüfern wurde.

Schon aus diesem Grunde kann es nicht maßgeblich darauf ankommen, dass in der Rechtsprechung zum Teil die Auffassung vertreten wird, dass die Verlautbarungen des IDW eine anerkannte Expertenauffassung darstellen und als solche eine wesentliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswertes bilden (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 106 zitiert nach juris). Auch eine solche Expertenauffassung muss sich jedoch der Anforderung stellen, dass sie in ihrem wesentlichen Kern nachvollziehbar abgeleitet und begründet ist, was vorliegend im Hinblick auf die genannte Empfehlung nicht festgestellt werden kann, zumal eine Vermischung zwischen dem bisher auf Basis der Stehle-Daten erfolgten Rückgriff auf historische Renditedeltas und einer Einbeziehung des – keineswegs unumstrittenen – TMR-Ansatzes und von Ex-Ante-Modellen erfolgt (vgl. hierzu van Rossum in MünchKomm/AktG, 5. Aufl., Rz. 150 zu § 305 AktG).

Selbst für den Fall, dass man den Hinweisen des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie bei Bewertungsanlässen nach IDW S1 als Expertenauffassung eine auch für die Spruchgerichte erhöhte Bedeutung beimessen wollte, ändert dies vorliegend nichts an dem Umstand, dass die Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie erst mehr als ein halbes Jahr nach dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag erfolgt ist. Damit kann nicht davon ausgegangen werden, dass eine entsprechende Vorgehensweise im Februar 2012 auch nur der allgemein üblichen Vorgehensweise innerhalb des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer entsprach.

Darüber hinaus hält es die Kammer auch in der Sache für zweifelhaft, dass der vom AKU des IDW im September 2012 vorgegebene Wertkorridor – ausgehend vom damaligen Erkenntnisstand – zutreffend ist.

tt) Nachhaltige Änderungen des Marktzinsniveaus mögen zwar durchaus geeignet sein, Zweifel an der Verwendung ausschließlich historischer Überrenditen zu wecken. Mit der Übertragung von Renditen aus der Vergangenheit auf die Zukunft ist nämlich die Prämisse verbunden, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf mehr oder weniger konstant bleibt, da bei ausreichend langen Beobachtungszeiträumen die Daten von Zeiten wirtschaftlicher Prosperität auf der einen und Krisen auf der anderen Seite in die Betrachtung einfließen. Auf der anderen Seite ist aber ebenso fraglich, ob die Annahme des IDW, dass die Finanzkrise die Erwartung der Anleger an die Gesamrendite ihrer Investments nicht beeinflusst hat, gerechtfertigt war. Insoweit fehlte es empirischen Untersuchungen, ob die Marktteilnehmer bei sinkender Verzinsung sicherer Titel infolge krisenhafter Entwicklungen tatsächlich erwarten, dass sich bei einer Anlage in Aktien identische Renditen wie in Vorkrisenzeiträumen erzielen lassen, so dass – rein rechnerisch – bei sinkendem Basiszins die Marktrisikoprämie ansteigen muss. Diese These ist vor allem auch aufgrund des Umstandes zu hinterfragen, dass nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise parallel auch die Aktienrenditen eingebrochen sind und sich für die entsprechenden Zeiträume keine steigende Risikoprämie ableiten lassen würde.

Soweit auf den Anstieg impliziter Kapitalkosten in Folge der Finanzkrise verwiesen wird, ist dies nach Ansicht der Kammer bei isolierter Betrachtung kein überzeugendes Argument, um zu einer höheren Marktrisikoprämie zu gelangen. Implizite Kapitalkosten beruhen zwar im Gegensatz zu historischen Daten auf Erwartungswerten, diese sind jedoch durch den Einbezug von Analystenprognosen stark subjektiv geprägt. Ihnen kann daher grundsätzlich keine bessere theoretische Fundierung zugesprochen werden als dem Ansatz, die zukünftige Risikoprämie aus einem Vergangenheitsdurchschnitt zu gewinnen (vgl. auch Ballwieser/Friedrich, Corporate Finan-

ce 2015, 449, 451). Wenn aufgrund sich verfestigender, aktueller Entwicklungen die Abkehr von der Verwendung einer auf historischen Daten basierenden Marktrisikoprämie für erforderlich gehalten würde, müsste insoweit ein tragfähiges neues, in sich geschlossenes Konzept entwickelt werden, woran es sowohl im Bewertungsstichtag fehlte als auch weiterhin fehlt.

uu) Jedenfalls kann im Rahmen einer objektivierten Ermittlung von Unternehmenswerten eine rein intuitive Erhöhung der Marktrisikoprämie nicht in Betracht kommen. Die zugrunde liegenden Beobachtungen, die nach Auffassung des IDW für eine (rechnerische) Erhöhung der Marktrisikoprämie infolge der Finanzkrise der Jahre 2007 ff. sprechen sollen, stützen sich auf einen relativ kurzen Zeitraum, während die von Stehle untersuchte Zeitreihe die Jahre von 1955 bis 2003 umfasst und damit mehrere Wirtschaftszyklen abdeckt. Auch der durch die Eingriffe der Europäischen Zentralbank künstlich niedrig gehaltene Basiszinssatz war nicht geeignet, eine Erhöhung der Marktrisikoprämie als plausible Folge der Marktsituation ansehen zu können. Der vielfach beklagte „Anlagenotstand“ dürfte vielmehr eher dazu geführt haben, dass sich Investoren, jedenfalls zunächst, mit niedrigeren Renditen als in der Vergangenheit zufriedengeben.

Schließlich hat in einem weiteren vor der Kammer geführten Spruchverfahren die dort bestellte Sachverständige anhand der von Stehle zur Verfügung gestellten Daten eigene Berechnungen vorgenommen und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass sich bei einer Ausweitung des Untersuchungszeitraum anhand aktualisierter Daten bis zum Jahr 2009 – rein rechnerisch – kein Hinweis auf eine signifikante Erhöhung der Risikoprämie durch die Finanz- und Wirtschaftskrise ab dem Jahr 2007 feststellen lässt. Sie ist daher zu der Auffassung gelangt, dass sich die vom IDW empfohlene Anpassung anhand der Fundamentaldaten nicht rechtfertigen lässt.

vv) Vor diesem Hintergrund hielt auch die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % nach Steuern auch für einen Stichtag im April 2012 für plausibel und angemessen. Dahin gestellt bleiben kann, ob für spätere Zeiträume angesichts der fortgeführten Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank eine Anhebung des Kapitalisierungszinssatzes, gegebenenfalls über den Faktor Marktrisikoprämie, angezeigt erscheint.

ww) Soweit sich und die Barabfindungsprüferin auf eine Empfehlung des FAUB des IDW vom 10. Januar 2012 stützen, wonach zu prüfen sei, ob der erhöhten Unsicherheiten am Kapitalmarkt mit dem Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Rand der empfohlenen Spanne Rechnung getragen werden könne, gelten die obigen Bedenken der Kammer gegen eine rein subjektivi-

ve Ermittlung der Marktrisikoprämie. Zum Bewertungsstichtag lagen jedenfalls keine belastbaren Untersuchungen zur Frage vor, ob die Finanzkrise der Jahre 2008 ff. tatsächlich zu einer Erhöhung der historischen Marktrisikoprämien führen muss oder ob ein neues Modell zur Feststellung zukünftiger Marktrisikoprämien herangezogen werden muss. Vor diesem Hintergrund war ein über 4,5 % hinausgehender Wert nicht zu rechtfertigen, da insoweit eine Schätzgrundlage im Sinne des § 287 ZPO fehlte.

Wenn           ausführt, dass eine (noch) höhere Risikoprämie nicht zu verwenden sei, weil die LBBH in ihrer Mehrjahresplanung bereits „eine Reihe von Auswirkungen der Krise reflektiert“ habe, waren diese Ausführungen als fehlerhaft anzusehen. Wie oben ausgeführt, handelt es sich bei der Marktrisikoprämie um ein gesamtmarktbezogenes und nicht um ein unternehmensindividuelles Datum. Ertragsrisiken, welche das zu bewertende Unternehmen betreffen, mögen sich solche auch aus der Marktsituation ergeben, sind ausschließlich innerhalb der Planung zu berücksichtigen.

### **c) Betafaktor**

Da die Marktrisikoprämie mithin marktbezogen, also global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil des individuellen Unternehmens anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindi-

zes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. Jedenfalls hat sich bislang in Wissenschaft und Bewertungspraxis keine einheitliche Auffassung zu der Frage entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat auch die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance biz 2011, 176 ff.)

Darüber hinaus verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist. Dies gilt zum einen dann, wenn in der Vergangenheit Marktverwerfungen zu Risikoerhöhungen geführt haben, die zukünftig nicht oder nicht in gleichem Maße zu erwarten sind. Zum anderen können auch im Bewertungsstichtag geplante Umstrukturierungen dazu führen, dass eine Änderung der Risikoposition am Markt eintreten wird, welche die Eignung der im Referenzzeitraum beobachtbaren Betas als Zukunftsschätzer fraglich erscheinen lässt.

bb) Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin sind zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der LBBH für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht in Betracht kommt.

Die Prüferin ist auf die von der Kammer diesbezüglich geäußerten Bedenken in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 30. Mai 2014 näher eingegangen und hat angemerkt, dass die Bewertungsgutachterin keine rein historischen, sondern sogenannte „adjusted Betas“ erhoben hat. Dieser Vorgehensweise, welche die Kammer in der Vergangenheit stets als unplausibel abgelehnt hat, geht davon aus, dass sich das individuelle Unternehmensrisiko langfristig dem Marktdurchschnitt anpasst. Dies wird rechnerisch dadurch umgesetzt, dass der beobachtbare Betafaktor nur mit zwei Dritteln bewertet wird, das verbleibende Drittel hingegen mit 1,0.

Die Prüferin referiert erneut die Art und Weise der Ermittlung des originären Betafaktors der LBBH durch die Bewerterin , welche auf fünf Jahresscheiben von 2007 bis 2011 abgestellt hat. Innerhalb dieses Untersuchungszeitraums seien die Betafaktoren nach statistischen Filterkriterien nicht durchgängig valide gewesen. Gegen eine Validität spreche auch der Umstand, dass sich das (Raw-) Beta der Gesellschaft trotz der Finanz- und Bankenkrise der Jahre ab



cher Anteil der zu beobachtenden Betafaktoren als statistisch nicht hinreichend signifikant betrachtet werden könne, jedenfalls isoliert betrachtet, nicht bestätigen können.

ee) Der Sachverständige stellt dann jedoch fest, dass „mittlerweile in der Praxis neben den zuvor dargestellten statistischen Kennzahlen auch Liquiditätskennzahlen zur Würdigung der Prognoseeignung von historischen Betafaktoren herangezogen [werden]“, da eine Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnisse führen könne, wenn sich die zugrundeliegenden Aktienkurve sachlich und zeitlich unverzerrt an die ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen und damit auch auf kursrelevante Informationen reagieren.

Er hat in der Folge die Liquidität der LBBH-Aktie untersucht, allerdings darauf hingewiesen, dass es hierfür – insbesondere am Bewertungsstichtag – noch keinen allgemein anerkannten Maßstab gab, welche Kennzahlen in Ansatz zu bringen sind.

Er ist bei Betrachtung des am Markt beobachtbaren Bid-Ask-Spreads zu dem Ergebnis gelangt, dass im Handel mit der LBBH-Aktie am 15. Juni 2007 mit der Bekanntgabe des Zuschlags zum Erwerb der Anteile der LBBH durch [redacted] eine Zäsur eingetreten ist. Die durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina seien in den Folgezeiträumen kontinuierlich gesunken, und zwar von einem täglichen Handel im sechsstelligen Bereich bis zum dritten Quartal 2007 auf nur noch rund 5.200 bis 9.300 Aktien im Zeitraum 2008/2009.

Dieser Einbruch im Handel verwundert nicht, da der Streubesitzanteil wegen der Übernahme der Anteile durch [redacted] nur noch 4,88 % gefallen war, auch wenn dies, worauf der Antragsteller zu 38) hinweist, (immerhin) einem Restvolumen von rund 13 Millionen Aktien entsprach, die sich noch im Streubesitz befanden. Allerdings zeigt bereits der Vergleich dieser bis zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre noch im Streubesitz befindlichen und damit frei handelbaren Anteils der LBBG mit der Anzahl der tatsächlich ab 2008/2009 noch gehandelten Aktien die relativ geringe Liquidität der Aktie. Mit dem Rückgang der Handelszahlen stieg dann auch der relative Bid-Ask-Spread im Jahr 2009 auf bis zu 5,12 %. Der Sachverständige schließt aus den von ihm festgestellten Daten, dass sowohl das geringe Handelsvolumen als auch der vergleichsweise hohe relative BAS Indikatoren für eine mangelnde Liquidität der LBBH-Aktie ab dem Jahr 2008/2009 darstellen.

ff) Eine Rückverlagerung des Betrachtungszeitraums auf ein mit dem Jahr 2008/2009 endendes Zeitintervall lehnt der Sachverständige ab, da eine solche Betrachtung als Ausgangsbasis für

die Schätzung des zukünftigen operativen Geschäftsrisikos der LBBH ungeeignet sei. Die Daten lägen, ausgehend von Bewertungsstichtag, zu weit in der Vergangenheit, zumal sich das künftige Geschäftsmodell - verglichen mit bis in das Jahr 2003 zurückreichenden Zeiträumen - deutlich ändere. Neben die entfallene Gewährträgerhaftung trete die Neuausrichtung des Segments Kapitalmarktgeschäft mit der Verlagerung der Erträge von nicht-kundenorientierten Handelsgeschäften (Investition) hin zum Kundengeschäft.

gg) Diesem Ergebnis schließt sich die Kammer an. Ein Rückgriff auf mehrere Jahre alte Daten würde die veränderte Risikolage der LBBH als Unternehmen und allgemein des Finanzsektors durch die krisenhafte Entwicklung der Jahre ab 2008 ausblenden und aus diesem Grunde keine valide Schätzgrundlage für das zukünftige Investitionsrisiko bilden. Damit konnte es nicht darauf ankommen, dass in der Vergangenheit bis in das Jahr 2008 und zum Teil 2009 Zeiträume identifiziert werden können, in denen sowohl statistisch valide als auch auf ausreichend liquidem Handel beruhende Betafaktoren ermittelbar sind. Diese Daten wären zum Bewertungsstichtag mindestens drei Jahre alt gewesen.

Zudem war nach Auffassung der Kammer unter Berücksichtigung der typischen Betafaktoren von Unternehmen, die ein risikoarmes Geschäftsmodell wie die Verwaltung von Bestandsimmobilien betreiben, davon auszugehen, dass Betafaktoren von weniger als 0,5 für eine Universalbank kaum plausibel sind. Erst recht müssten Werte von 0,12, wie sie nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen am unteren Ende der Bandbreite der eigenen Betas der LBBH ermittelt werden konnten, von vornherein aus der Betrachtung ausscheiden. Dies lässt allerdings die Frage offen, welche Daten überhaupt verwendet werden können, um das zukünftige Risiko zu prognostizieren. Angesichts dieser Unsicherheiten hielt die Kammer die Entscheidung des Sachverständigen, den eigenen Betafaktor der LBBH für nicht bewertungsrelevant zu halten, für nachvollziehbar.

Wesentliche Mängel dieser Analyse des Sachverständigen sind von den Beteiligten dieses Verfahrens nicht aufgezeigt worden, so dass auch die Kammer zu dem Ergebnis gelangt, dass die verfügbaren Handelsdaten der LBBH keine ausreichenden Anhaltspunkte für die - allein maßgebliche - Bestimmung des zukünftigen Betafaktors der Gesellschaft bieten. Vor dem Hintergrund der vom Sachverständigen zutreffend angesprochenen Wechsels des Fokus bei der Betrachtung von Betafaktoren weg von einer rein statistischen Betrachtung hin zu einer deutlich stärkeren Betonung der Liquidität der Aktie, konnte es im Ergebnis nicht darauf ankommen, dass eine ausreichende Anzahl an Datenpunkten vorliegt, welche die Kriterien t-Test und  $R^2$  erfüllen. Aus



diesem Grunde konnte es auch dahinstehen, inwieweit es plausibel ist, dass der Aktienkurs der Betafaktor der LBBH bei einem Betrachtungsintervall von 2 Jahren und 3 Jahren trotz der Finanzkrise Ende 2008 nach dem steilen Anstieg als Folge des Bankenrettungspakets wieder absinkt und bis Oktober 2010 mehr oder weniger auf einem Plateau verharrt.

hh) Den von Seiten der Antragsteller unter Hinweis auf die statistische Validität der Daten geforderten Rückgriff auf „historische“ Betas der LBBH hält die Kammer im Ergebnis auch aufgrund der von der Bewertungsgutachterin eingangs ihrer Feststellungen auf S. 11 des Gutachtens geschilderten Entwicklung des allgemeinen Marktumfeldes für zweifelhaft. Dort hält sie fest, dass der Bankensektor allgemein seit dem Beginn der Finanzmarktkrise erheblichen finanziellen Belastungen durch Wertberichtigungen und zudem einem hohen Vertrauensverlust ausgesetzt sei. Durch die Staatsschuldenkrise seien erneut erhebliche Reduzierungen der Marktwerte zu verzeichnen. Diese unstreitig zu verzeichnende Entwicklung führt tendenziell zu branchenweit ansteigenden Betafaktoren.

Es wären auch keinerlei Maßstäbe erkennbar, anhand derer die historischen Betafaktoren der LBBH aus den entsprechenden Perioden fortentwickelt werden könnten. Eine reine Fortschreibung scheitert bereits an den Veränderungen sowohl des Marktumfeldes als auch der Ausrichtung des Geschäftsmodells der Gesellschaft. Daher verbietet sich auch die Annahme, dass die Betafaktoren der LBBH unter der Prämisse, dass auch nach 2009 ein breiter Handel mit den Anteilen der Gesellschaft stattgefunden hätte, wieder zu ihren – relativ niedrigen – Vergangenheitswerten zurückgefunden hätten. Für die Annahme, dass langfristig das Konfidenzniveau der Jahre bis 2007 wiederhergestellt werden kann, sieht die Kammer keine hinreichend konkreten Anhaltspunkte. Eine objektive Grundlage für eine solche Vermutung lässt sich nämlich nicht identifizieren.

ii) Damit erwies sich der von Bewertungsgutachterin und Prüferin gewählte Ansatz als zutreffend, den für die Bewertungszwecke zu verwenden Betafaktor aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der LBBH vergleichbarer Unternehmen, einer sogenannten Peer Group, zu ermitteln.

Zwar liegt der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend aus den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens abzuleiten sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors

kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

jj) Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat, dem Gutachtauftrag der Kammer entsprechend, die Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bewertungsgutachten sowie im Bericht der Barabfindungsprüferin einer eigenen Begutachtung unterzogen. Er ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass unter Berücksichtigung des zukünftigen, der Planung entsprechenden Unternehmensprofils der LBBH lediglich sechs als unmittelbar vergleichbar zu bewertende Unternehmen aus der Gesamtheit aller börsennotierten Gesellschaften identifiziert werden können.

Dies bedeutete eine wesentliche Verkleinerung der durch die Bewerterin und die Prüferin zusammengestellten Peer Groups, welche 16 beziehungsweise 18 Unternehmen umfassten (für die Übersicht wird auf die Tabelle in Tz. 706 des Hauptgutachtens des Sachverständigen Bezug genommen). Bei vier Instituten finden sich Überschneidungen mit den von Bewerterin und Prüferin identifizierten Vergleichsunternehmen. Neu in die Peer Group aufgenommen hat der Sachverständige das schwedische Kreditinstitut Skandinaviska Enskilda Banken AB. Nachvollziehbar im Sinne einer CAPM-modellkonformen Bildung von Marktpreisen beziehungsweise von Kursen allein aus dem Geschäftsmodell der betrachteten Unternehmen war der Ausschluss von Banken, die entweder den EBA-Stresstest im Jahr 2011 nicht bestanden oder unmittelbar Staatshilfe erhalten haben.

kk) Die wesentliche Problematik der vom Sachverständigen gebildeten Vergleichsgruppe liegt in dem Umstand begründet, dass sie sich ausschließlich aus ausländischen Instituten zusammensetzt, was eine Mehrzahl von Antragstellern entsprechend kritisiert. Grundsätzlich wird die Aufnahme internationaler Peers in Vergleichsgruppen allerdings für zulässig gehalten, insbesondere wenn sich keine ausreichend vergleichbaren und zudem börsennotierten inländischen Unternehmen finden lassen. Zum zuletzt genannten Punkt merkt der Sachverständige in Tz. 699 des Hauptgutachtens an, dass die direkt vergleichbaren Mitbewerber der LBBH, nämlich weitere Landesbanken sowie die Girozentralen des Genossenschaftssektors, sämtlich nicht börsennotiert sind, so dass Daten für eine Risikobewertung durch den Markt nicht zur Verfügung stehen.

Vor diesem Hintergrund haben die Bewerterin und ihr folgend die Barabfindungsprüferin die Deutsche Bank AG und die Commerzbank AG in ihre Betrachtungen einbezogen, während der Sachverständige diese Institute wegen des Faktors „Größe“ mit erheblich über 250 Mrd. EUR liegen-

den Bilanzsummen für nicht vergleichbar hält und er betreffend die Deutsche Bank zudem auf deren abweichendes operatives Geschäftsmodell verweist. Am quasi „unteren Ende“ der Vergleichbarkeitsskala hat der Sachverständige zudem Banken mit einem Bilanzvolumen von weniger als 50 Mrd. EUR aus seiner Peer Group ausgeschlossen. Dies betraf etwa die von Bewerterin und Prüferin in deren Peer Groups aufgenommene kleineren dänischen Institute Ringkjøbing Landbobank A/S und Vestjysk Bank A/S.

Indem er die beiden großen börsennotierten deutschen Institute aus „seiner“ Peer Group ausgeschlossen hat, ist der Sachverständige, wenn auch aus abweichenden Gründen, den von Antragstellerseite geäußerten Bedenken hinsichtlich deren Vergleichbarkeit mit der LBBH nachgekommen.

ll) Die Einbeziehung von Deutscher Bank und Commerzbank in die Gruppe der Vergleichsunternehmen wäre – jedenfalls aus Sicht der ausgeschlossenen Aktionäre – auch eher kontraproduktiv, da die für beide Institute nach den Feststellungen des Sachverständigen zu ermittelnden Betafaktoren mit 1,3 bis 1,8 deutlich oberhalb des von Bewerterin und Prüferin für die LBBH als zutreffend erachteten Korridors von 1,0 bis 1,1 liegen und eine Einbeziehung dieser Werte daher zu einer Erhöhung des Betafaktors führen würde.

mm) Allerdings kritisieren einige Antragsteller nunmehr, dass der Sachverständige die Postbank AG nicht in die Peer Group aufgenommen hat, obwohl diese nach Auffassung der fraglichen Antragsteller in besonderem Maße Übereinstimmungen mit dem Geschäftsmodell der LBBH aufweist.

Der gerichtliche Sachverständige hat im Rahmen seiner ergänzenden gutachtlichen Stellungnahme umfassende Ausführungen zu der Frage gemacht, aus welchen Gründen er eine Einbeziehung der Deutschen Postbank AG in die Peer Group für nicht zielführend hält, auch wenn deren operatives Geschäftsrisiko nach seiner Auffassung gut mit demjenigen der Gesellschaft vergleichbar wäre:

So sei die Kursentwicklung der Postbank seit September 2010 von der im Raum stehenden Übernahme durch die Deutsche Bank beeinflusst gewesen. So veröffentlichte die Deutsche Bank am 12. September 2010 ihre Absicht, den Aktionären der Postbank ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, welches sie am 21. September 2010 betragsmäßig konkretisierte. Am 10. Januar 2012 erfolgte die Bekanntgabe über die Aufnahme von Verhandlungen über

den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen den beiden Instituten. Nach den Feststellungen des Sachverständigen hat sich die Entwicklung der Postbank Aktie ab der Bekanntgabe des Übernahmeangebots von den Branchenindizes „DAXsector All Banks“ und „EURO STOXX Banks“ abgekoppelt und die allgemeinen Kursentwicklungen nicht mehr nachvollzogen. Vielmehr war der Aktienkurs durch die Höhe des Übernahmeangebots auf der einen und die Erwartung weiterer Strukturmaßnahmen durch den Mehrheitsaktionär Deutsche Bank geprägt. Dies zeigt auch der bei zweijähriger Betrachtung zu verzeichnende deutliche Rückgang des Betafaktors auf einen Wert von lediglich 0,3 Anfang 2012. Ein solcher ist für das Geschäft einer Universalbank, wie oben ausgeführt, schlichtweg nicht plausibel, da er lediglich bei besonders risikoarmen Geschäftsmodellen anzutreffen ist.

In Anbetracht der vom Sachverständigen dargelegten Analysen schließt sich die Kammer seiner Auffassung an, dass der in den Jahren vor dem Bewertungsstichtag maßgeblich durch die Übernahme der Postbank beeinflusste Betafaktor keinen maßgeblichen Indikator für das zukünftige Risiko der LBBH darstellen kann. Der Rückgriff auf Betafaktoren der Postbank AG aus Zeiträumen, die vor der Bekanntgabe des Übernahmeangebots liegen, begegnet identischen Bedenken wie die Verwendung eigener „historischer“ Daten der Gesellschaft.

Vor diesem Hintergrund war der Umstand, dass sich in der Peer Group des Sachverständigen, wie bereits erwähnt, nur ausländische Unternehmen befinden, isoliert betrachtet, nicht zu beanstanden.

nn) Soweit von Seiten der Antragsteller moniert wird, dass die Peer Group darüber hinaus zu zwei Dritteln aus in Italien und Spanien ansässigen Banken besteht, hat der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten nochmals ausführlich begründet, warum er die Aufnahme der italienischen und spanischen Institute BPER, UBI Banca, Bankinter sowie Banco Popular Espanol in die Vergleichsgruppe für (weiterhin) zutreffend hält. Er betont insoweit, dass die Geschäftsmodelle der von ihm ausgewählten Banken in hohem Maße mit demjenigen der LBBH vergleichbar sind, insbesondere hinsichtlich ihrer starken Ausrichtung auf lokale Privat- und Firmenkunden. Darüber hinaus betont er, dass keine der genannten Banken Staatshilfen erhalten hat. Die Einwendungen des Antragstellers Helfrich betreffen eine andere Bank als die BPER mit ähnlichem Namen. Die von ihm vorgetragene „Aufkapitalisierung“ der Bankinter sei tatsächlich ein Aktiensplit gewesen, der sich auf die beobachtbaren Betafaktoren nicht erhöhend ausgewirkt habe.

oo) Zwar läge es nach Ansicht der Kammer auf den ersten Blick tatsächlich nahe, Bankinstitute aus den von der Bankenkrise der Jahre 2008/2009 besonders betroffenen Ländern nicht zu berücksichtigen. Andererseits zeigen die vom Sachverständigen durchgeführten ausführlichen Analysen keine konkreten Anhaltspunkte dafür auf, dass die von ihm zusammengestellte Peer Group ohne Weiteres zu verwerfen wäre. Auch das Argument, dass die Länderratings von Spanien und Italien schlechter ausfallen als dasjenige etwa von Deutschland, dürfte angesichts der konkreten Bewertungen der einbezogenen Banken mit BBB+ bis BBB- nur begrenzt valide sein, da derartige Überlegungen bereits in die (grenzüberschreitenden) Bonitätsbewertung seitens des Dienstleisters S&P eingeflossen sind. Zudem weist der Sachverständige darauf hin, dass die von ihm als vergleichbar mit der LBBH identifizierten schwedischen Banken jeweils leicht bessere Ratings als die Gesellschaft aufweisen und daher ein gewisser Ausgleich stattfindet. Angesichts der somit vorzunehmenden differenzierten Betrachtung greift es zu kurz, wenn mehrere Antragsteller eine Einbeziehung für den von ihnen geforderten Ausschluss der fraglichen Banken aus der Peer Group pauschal mit dem Vorhandensein „fauler Kredite“ oder „toxischer Kreditportfolios“ begründen.

Dies hielt die Kammer insgesamt für nachvollziehbar. Hinzutritt, dass die vom Sachverständigen ermittelten Betafaktoren sämtlicher Unternehmen der Peer Group anhand des jeweiligen nationalen Index bestimmt worden sind. Zwar ist bei der Auswahl einer internationalen Peer Group fraglich, ob wegen der hierdurch zum Ausdruck kommenden Annahme eines breiten Investitionsspektrums potenzielle Investoren nicht ein weit gefasster Index wie der MSCI World zu wählen ist (vgl. auch Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Tz. 831 unter Hinweis auf einen Aufsatz von Ruiz de Vargas und Breuer). Auf der anderen Seite verhindert die Betrachtung nationaler Indizes einen Länder-Bias, der vorliegend zu einer zu hohen Risikobewertung der spanischen und italienischen Institute hätte führen können.

pp) Auch die gegen die Aufnahme der beiden schwedischen Institute vorgebrachten Argumente der Antragsteller vermochten nicht zu überzeugen. Zwar sind diese Banken primär in ihrem Heimatmarkt sowie in weiteren regionalen Märkten in Skandinavien und im Baltikum tätig. Allerdings handelt es sich dabei, wie auch bei Spanien und Italien, um entwickelte Märkte, die sich vom deutschen Markt nicht wesentlich unterscheiden.

Ebenso war nicht ersichtlich, dass die beiden schwedischen Institute im Referenzzeitraum bis zum Bewertungsstichtag trotz des Umstandes, dass Schweden nicht zum Euroraum gehört, gegenüber den weiteren Banken einschließlich der Gesellschaft in einem wesentlich anderen regu-

latorischen Umfeld tätig gewesen sind. Dies gilt auch unter Berücksichtigung der Eigenkapitalvorschriften nach Basel II. In diesem Zusammenhang hat der Sachverständige auch betont, dass sich eine einheitliche europäische Bankenaufsicht erst ab November 2014 und damit deutlich nach dem hier in Rede stehenden Zeitraum ausgebildet hat.

Soweit die Antragsteller zu 34) und 35) geltend machen, dass die LBBH im Gegensatz zu den schwedischen Instituten positiv von den zu erwartenden wirtschaftlichen Nachholeffekten in Berlin betroffen sei, war dies unbeachtlich. Im Rahmen des Betafaktors sind ausschließlich marktbezogenen systematische Risiken zu berücksichtigen, nicht aber unternehmensindividuelle Faktoren, die sich auf die zukünftigen Ertragsströme beziehen. Diese sind ausschließlich im Zähler des Bewertungskalküls in Ansatz zu bringen.

Auch war, anders als etwa der Antragsteller zu 38) meint, nicht zu erkennen, dass die LBBH im Vergleich zu anderen Finanzinstituten nur in geringerem Umfang von der Finanzkrise betroffen gewesen wäre. Die Veränderungen, welche die Gesellschaft im Zuge der Krise um die ehemalige Bankgesellschaft Berlin und der von dieser aufgelegten Immobilienfonds eingeleitet hat, mögen dafür gesorgt haben, dass in ausreichendem Maß Risikorückstellungen vorhanden waren, um eine Existenzgefährdung auszuschließen, wie sie etwa bei der Commerzbank eingetreten ist. Grundsätzlich haben sich die durch die Finanz- und Wirtschaftskrise ausgelösten Verwerfungen aber global auf sämtliche Bereiche der Finanzwirtschaft und damit auch die LBBH erstreckt.

qq) Schließlich kann zwar die grundlegende Schwäche der Bestimmung des Betafaktors über eine Peer Group dann nicht wegdiskutiert werden, wenn, wie im vorliegenden Bewertungsfall, keine tatsächlich mit dem Bewertungsobjekt vergleichbaren Unternehmen identifiziert werden können. Auch der gerichtliche Sachverständige hat in der Anhörung vom 27. September 2022 eingeräumt, dass die von ihm zusammengestellte Gruppe von Vergleichsunternehmen nicht perfekt ist und die Einwände von Seiten der Antragsteller durchaus nachvollziehbar seien. Dies gelte auch für den Umstand, dass die schwedischen Banken einen nicht unerheblichen Anteil an Investmentbanking betreiben, während die LBBH diesen Geschäftszweig gerade reduzieren will. Die Banken aus Italien und Spanien sind dagegen unter anderem auch im außerhalb des eigentlichen Finanzgeschäfts liegenden Versicherungssektor aktiv. Dies schließt aber nicht aus, dass die gewählten Institute vor allem wegen ihrer jeweils regionalen Ausrichtung im Kern mit der LBBH vergleichbar seien.

Von Seiten der Antragsteller ist neben der Kritik an der Peer Group des gerichtlichen Sachver-

ständigen – mit Ausnahme der Postbank AG – auch keine weitere inländische oder ausländische Bank benannt worden, welche ihrer Auffassung nach eher mit der LBBH und deren Geschäftsmodell übereinstimmt.

rr) Soweit der gemeinsame Vertreter in der Anhörung vom 27. September 2022 die Auffassung vertreten hat, es könne ein Abgleich der Verläufe der Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen des Sachverständigen und der LBBH in Zeiträumen, in denen ein liquider Handel stattgefunden hat, vorgenommen werden, war nicht ersichtlich, dass ein solches Vorgehen zielführend gewesen wäre. Zum einen hätte es sich – erneut – lediglich um die Betrachtung von Vergangenheitsdaten aus länger zurückliegenden Zeiträumen gehandelt. Zum anderen hat der Sachverständige insoweit zu Recht geltend gemacht, dass etwa in Zeiten vor der Finanzkrise nicht sicher wäre, ob die jetzt in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen auch damals als Vergleichsunternehmen für die LBBH in Betracht gekommen wären. Schließlich wäre auch für den Fall, dass sich divergierende Verläufe zeigten und man daraus den Schluss ziehen wollte, dass die Unternehmen der Peer Group mit der LBBH in der Vergangenheit nicht vergleichbar waren und dies auch auf den Stichtag zu übertragen wäre, nur wenig gewonnen. Dann stünden nämlich keinerlei börsennotierte Vergleichsunternehmen zur Verfügung und der Betafaktor der LBBH wäre frei zu schätzen.

ss) Nach alledem war dem Sachverständigen in seinem gut begründeten Urteil zu folgen, dass sich der für die LBBH ansetzende Betafaktor in einem Korridor von 1,0 bis 1,2 bewegt. Gründe, diesen im Interesse der Minderheitsaktionäre niedriger als 1,0 anzusetzen, waren unter Berücksichtigung des gesamten vorliegenden Datenmaterials nicht ersichtlich.

Insbesondere konnte in Ermangelung konkreter Anhaltspunkte nicht davon ausgegangen werden, dass - wie einige Antragsteller geltend machen - das systematische Risiko eines Investments in die LBBH wegen deren Einbindung in die Sparkassen-Gruppe niedriger sein müsste als ein solches im „privaten“ Bankensektor. Zum einen liegen, wie oben bereits angesprochen, keine objektiven Marktdaten vor, an denen eine solche Vermutung verifiziert werden könnte. Zum anderen zeigt gerade die Historie der Vorgängergesellschaft der LBBH, der Bankgesellschaft Berlin, dass auch staatlich kontrollierte Institute in eine erhebliche wirtschaftliche Schieflage geraten können. Ein irgendwie gearteter pauschaler Abschlag auf den sachverständig ermittelten Betafaktor kam damit nicht in Betracht, zumal sich ein solcher auch außerhalb des dem Gericht in analoger Anwendung des § 287 ZPO eingeräumten Schätzermessens bewegt hätte.

#### **d) Wachstumsabschlag**

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein Wachstumsabschlag abzusetzen.

aa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595).

Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstant bleibender finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595). Zwar sind auch in der Phase der ewigen Rente sowohl mengenmäßige Steigerungen als auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

Das künftige Wachstum ergibt sich grundsätzlich aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage, sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. In den Planjahren sind diese Wachstumspotentiale einschließlich des inflationsbedingten Wachstums in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen als nominale Größen abgebildet. Ein Wachstumsabschlag ist insofern nicht erforderlich. Im Rahmen der ewigen Rente scheidet eine Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums hingegen aus, da die thesaurierten Überschüsse den Anteilseigner fiktiv unmittelbar zugerechnet werden. Als Wachstumspotential verbleibt damit nur die branchenübliche Preissteigerung (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, BeckRS 2019, 22733).

bb) Der Wachstumsabschlag ist zu schätzen (vgl. Riegger/Gayk, KölnKomm zum AktG, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). In der gerichtlichen Praxis sind für die Vergangenheit Wachs-



tumsabschläge zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

cc) Obwohl der Thematik des Wachstumsabschlages vor allem in dem hier vorliegenden Bewertungsgutachten von I und auch im Prüfgutachten der Barabfindungsprüferin nur eine untergeordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie den Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

dd) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlages maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen (so auch schon Piltz, a.a.O., S. 179).

Ein ausschließlicher Rückgriff auf die erwartete Inflationsrate greift schon aus dem Grund zu kurz, dass vom Grundsatz her - unabhängig von dessen absoluter Höhe - bereits im Basiszinssatz eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die (alleinige) Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlages spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorb für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein arbeitendes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate wachsen. So hat die Kostenstruktur der LBBH AG als im Wesentlichen auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen orientiertem Unternehmen auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein. Mögliche Kostensteigerungen ergeben sich nicht aus der verbrauchertypischen Beschaffung eines Buketts aus Waren und Dienstleistungen, sondern hauptsächlich durch steigende Investitionen in die eingesetzte IT-Technik, Marketing- sowie Personalaufwendungen. Hinzu kommen Belastungen des Ergebnisses durch regulatorische Anforderun-

gen.

ee) Soweit von Antragstellerseite häufig eingewandt wird, ein unterhalb der (Ziel-) Inflationsrate der EZB liegende Wachstumsrate sei unplausibel, wäre der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Zwar sprechen die Ergebnisse einiger Studien für die Annahme eines durchschnittlichen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa *BewertungsPraktiker* 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, *BewertungsPraktiker*, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 Tz. 279 f. zitiert nach juris).

Zudem treffen die fraglichen Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher lediglich einen ersten Anhaltspunkt liefern. Bei der Festlegung der Wachstumsrate im Rahmen einer konkreten Unternehmensbewertung wird im eingeschwungenen Zustand stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft kaum anzutreffen sein, so dass empirisch beobachtbare Wachstumsraten nur bedingt mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung anzusetzenden Raten vergleichbar sind (vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

ff) Der Standard IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrates nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse sein kann, da auf die Situation im konkreten Bewertungsfall abzustellen ist. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG). Dabei ist die Frage zu beantworten, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564).

Darüber hinaus ist zu sehen, dass auch ein unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag durchaus nachhaltiges (positives) Wachstum darstellt. So drückt ein Wachstumsabschlag von 1,0 %, wie er vorliegend angesetzt worden ist, aus, dass das Unter-

nehmen nachhaltig Kostensteigerungen im unternehmensspezifischen Bereich durch Preiserhöhungen auf die Kunden überwälzen oder sonst kompensieren und darüber hinaus ein Gewinnwachstum von 1,0 % erreichen kann, sich aber der allgemeinen Geldentwertung nicht entziehen kann, weil ihr Gewinnwachstum hinter der allgemeinen Inflationsrate zurückbleibt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 274 nach beck-online; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014, 20 W 3/12, Tz. 136 nach beck-online).

gg) Die Bewertungsgutachterin hat ihre Feststellung, langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse der LBBH von jährlich 1,0 % für möglich zu halten, nur relativ pauschal mit einem auch für die Zukunft zu erwartenden Kostendruck und der Preissensitivität der Abnehmer begründet. Im Übrigen sei die Möglichkeit einer Überwälzung von Kostensteigerungen auch von den künftigen politischen Rahmenbedingungen abhängig. Es sei zu erwarten, dass die restrukturierungsbedingten Effizienzgewinne der LBBH zwar zur Stabilisierung der nachhaltigen Profitabilität beitragen, aber nur begrenzt zur Weitergabe von Kostensteigerungen etwa durch die Bankenabgabe oder die Finanztransaktionssteuer beitragen könnten. Im Übrigen sei aber durchaus ein weiteres Ansteigen des Ergebnisses zu erwarten, da in der Kernregion der LBBH ein Nachholbedarf im Wirtschaftswachstum bestehe und die Gesellschaft damit begonnen habe, Teile ihres Portfolios nicht nur lokal, sondern auch bundesweit anzubieten.

Die Barabfindungsprüferin hat den Ansatz von  $\frac{1}{2}$  im Ergebnis als „angemessen“ bezeichnet. Sie verweist zum einen auf die bereits im Bewertungsstichtag umstrittene und als überholt anzusehende Studie von Widmann/Schiezl/Jeromin aus dem Jahr 2003, nach der das Gewinnwachstum westdeutscher Industrieunternehmen maximal 50 % der Inflationsrate erreiche. Zum anderen sei zu berücksichtigen, dass sich die LBBH in einem „reifen“ Markt bewege und in ihrem Kerngebiet langfristig von einer negativen Bevölkerungsentwicklung auszugehen sei.

Schließlich entspreche nach der von Tschöpel/Wiese/Willershausen entwickelten Formel ein inflationsbedingter Wachstumsabschlag von 1,0 % unter Einbeziehung des zukünftigen Dividendenwachstums aus Thesaurierungen einem nachhaltigen Gewinnwachstum von mehr als 5 % (vgl. Prüfgutachten S. 76).

hh) Die Kammer schließt sich dieser Wertung an, da keine konkreten Anhaltspunkte dafür erkennbar sind, dass sich ab 2017 eine dauerhaft positivere Entwicklung der LBBH AG ergeben könnte. Letzteres haben auch die Antragsteller, welche die Wachstumsrate von 1,0 % als zu niedrig kritisieren, nicht nachvollziehbar begründen können. Insoweit war zu berücksichtigen,

dass die EZB als anzustrebende Inflationsrate für den Euro-Raum zwar eine Zielgröße von 2,0 % vorgibt, dieser Wert in der Bundesrepublik sowohl vor als auch unmittelbar nach dem Bewertungsstichtag regelmäßig unterschritten wurde. Eine rein inflationsgetriebene Wachstumsrate kann daher nach Ansicht der Kammer diese Zielgröße jedenfalls regelmäßig nicht übersteigen.

ii) Schließlich ist, worauf die Barabfindungsprüferin mit ihren Berechnungen zutreffend hingewiesen hat, seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben. Eine zusätzliche Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde. Die gegenteilige Annahme verkennt zunächst, dass in der Phase der ewigen Rente die thesaurierten und den Anteilseigner fiktiv zugerechneten Beträge einen wesentlichen Teil des operativen Wachstums darstellen und dementsprechend bereits abgebildet sind. Auch insofern steht die Annahme eines Wachstumsabschlags von 1,0 % nicht im Widerspruch zu Studien, die höhere Gesamtwachstumsraten von Unternehmen feststellen.

## **20. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG).

a) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.

b) Sonderwerte im genannten Sinn hat die Bewertungsgutachterin I bei der LBBH nicht identifizieren können und daher auch nicht in Ansatz gebracht. Die Barabfindungsprüferin hat diesen Befund in ihrem Bericht bestätigt und erklärt, dass anhand ihr im Verlauf der Prüfung keine entgegenstehenden Sachverhalte bekanntgeworden seien.

c) Soweit sich zum Bewertungsstichtag Immobilien im Eigentum der Gesellschaft befinden, die von den Konzerngesellschaften nicht selbst genutzt werden, handelt es sich bei diesen nach den Ausführungen der Barabfindungsprüferin um sogenannte Rettungserwerbe (vgl. Prüfgutachten S. 77). Diese bestünden nur in geringem Umfang. Soweit die Gesellschaft aus derartigen Objekten Mietverträge erwarte, seien diese in der Mittelfristplanung berücksichtigt worden.

d) Fraglich war allenfalls, ob die der LBBH gehörende Kunstsammlung als betriebsnotwendig zu qualifizieren ist, was von der Bewertungsgutachterin bejaht und von einer Mehrzahl von Antragstellerin in Zweifel gezogen wird.

aa) Die Antragsgegnerin hat die Einschätzung der Kunstgegenstände, deren Wert im Stichtag nach Angaben von           ; bei ungefähr 8,5 Mio. € lag, als betriebsnotwendig verteidigt und geltend gemacht, dass auch der Außenauftritt einer Landesbank für deren Ansehen im Markt entscheiden sei und daher ein funktionaler Zusammenhang zwischen den tatsächlich zu Repräsentationszwecken verwendeten Kunstgegenständen und dem Geschäftsgegenstand der LBBH bestehe. Nach Auffassung der Kammer bedurfte es vorliegend keiner Entscheidung, wie weit der Begriff der Betriebsnotwendigkeit auszulegen ist, wobei dessen Bestimmung allerdings nicht allein der Gesellschaft zu überlassen, sondern vielmehr ein objektiver Maßstab anzulegen sein dürfte.

bb) Grundsätzlich handelt es sich dann um nicht betriebsnotwendiges Vermögen, wenn sich das Fehlen der betreffenden Vermögensgegenstände nicht oder nur sehr geringfügig auf die künftigen finanziellen Überschüsse auswirkt (vgl. WP-Handbuch 2008, Teil A, Rz. 131). Bei einer funktionalen Abgrenzung gehören zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen alle Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt würde (vgl. etwa OLG Frankfurt, AG 2012, 330, 334). Insoweit wären die Kunstgegenstände eher als nicht betriebsnotwendig anzusehen, da ihnen keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Erträge eines Unternehmens zukommen. Auch werden von deren Vorhandensein im hiesigen Fall die Aufgaben der LBBH als Konzernobergesellschaft grundsätzlich nicht berührt. Auf der anderen Seite muss einem Unternehmen auch eine gewisse Freiheit bei der Ausgestaltung seines Außenauftritts und bei der repräsentativen Ausstattung seiner Geschäftsräume zugestanden werden. Insoweit war zu berücksichtigen, dass es sich bei der LBBH beziehungsweise ihrer Untergliederungen nicht lediglich um eine „Sparkasse“ handelt, deren Tätigkeit überwiegend auf den Bereich der Privat- und kleinen Firmenkunden ausgerichtet ist. Aus diesem Grunde kann – auch – Kunstgegenständen nicht vollständig eine Verbindung zur Tätigkeit der Ge-

sellschaft abgesprochen werden. Eine fehlende Betriebsnotwendigkeit könnte wohl nur dann zweifelsfrei angenommen werden, wenn der Wert der Kunstgegenstände außer Verhältnis zu den von der LBBH erzielten Einnahmen stünde. Dies war allerdings nicht der Fall, zumal auch die Hinzurechnung der 8,5 Mio. € zum Ertragswert zu keiner wesentlichen Erhöhung der an die Minderheitsaktionäre zu zahlenden Abfindung geführt hätte.

cc) Vor diesem Hintergrund war auch nicht näher aufzuklären, ob der Wert der Kunstgegenstände möglicher Weise höher liegen könnte, wobei hierfür von Seiten der Antragsteller aber keine Anhaltspunkte vorgetragen worden sind. Für weitere Ermittlungen oder eine Bewertung von Amts wegen fehlte daher die Grundlage.

## **21. Börsenkurs**

Die Betrachtung des Börsenkurses der Landesbank Berlin Holding AG beziehungsweise der Methoden zu dessen Ermittlung konnten nicht zu einer Barabfindung oberhalb des von der Antragsgegnerin angebotenen Betrages führen. Der Börsenkurs lag deutlich unterhalb des nach der Ertragswertmethode bestimmten Abfindungsbetrages und konnte daher in seiner Funktion als Wertuntergrenze außer Betracht bleiben.

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre im Rahmen des § 305 Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können. Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie“ deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktio-

näre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs.

c) Nach der Rechtsprechung des BGH ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln (vgl. BGH, AG 2011, 590, Tz. 8 -Stollwerck, zitiert nach juris). Die öffentliche Bekanntgabe der Absicht der , einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre durchführen zu wollen, erfolgte am 8. November 2011, sodass für die Ermittlung des Börsenkurses der Zeitraum zwischen dem 7. August 2011 bis 7. November 2011 maßgeblich war.

d) Für diesen Referenzzeitraum ergab sich ein gewichteter durchschnittlicher inländische Börsenkurs gemäß § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO nach den Ermittlungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Höhe von 3,36 EUR. Dieser erfüllte nach den Analysen der Bewertungsgutachterin, denen sich die Barabfindungsprüferin angeschlossen hat, auch die Liquiditätskriterien gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO. Zwar fand, auch bedingt durch nur noch geringen Streubesitz ein nur noch geringer Börsenhandel mit Aktien der LBBH statt. Es lagen jedoch keine konkreten Anhaltspunkte dafür vor, dass einzelne Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Anteile zum Durchschnittskurs zu veräußern.

Fehler bei der Ermittlung des Börsenkurses waren nicht ersichtlich und sind von Antragstellerseite nicht geltend gemacht worden.

e) Vor diesem Hintergrund konnte dahinstehen, dass nach der Stollwerck-Rechtsprechung des BGH der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein kann, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein länge-

rer Zeitraum verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Vorliegend fehlte es mit rund fünf Monaten zwischen der Bekanntmachung des Ausschlussverlangens und der beschlussfassenden Hauptversammlung bereits an einem „längeren Zeitraum“ in diesem Sinne.

Eine allgemeine Kurs- oder Branchenentwicklung, welche im fraglichen Zeitraum ab dem 8. November 2011 zu einer deutlichen Erhöhung des Kurses der LBBH-Aktie um mehr als 20 % hätte führen könnte, war darüber hinaus nicht ersichtlich.

f) Soweit von Antragstellerseite pauschal eingewandt wird, die ermittelten Durchschnittskurse könnten nicht herangezogen werden, da diese manipuliert gewesen seien und der „tatsächliche“ Kurs höher gelegen habe, konnten diese Einwendungen mangels konkreter Anhaltspunkte für eine Kursbeeinflussung durch die Gesellschaft oder die Antragsgegnerin nicht durchgreifen.

aa) Unter welchen Voraussetzungen Börsenkurse im Spruchverfahren als hinreichend aussagekräftig anzusehen sind, bleibt aus verfassungsrechtlicher Sicht der fachrichterlichen Prüfung und Würdigung überlassen. Die abstrakte Gefahr der Manipulierbarkeit oder die bloße, unbewiesene Behauptung einer Manipulation eines einzelnen Börsenkurses reicht jedenfalls nicht aus, um die Aussagekraft von Börsenkursen als Bewertungsgrundlage generell in Frage zu stellen (vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom/T-Online“, Tz. 25 zitiert nach juris).

bb) Zwar ist es denkbar, dass festgestellte Börsenkurse kein Angemessenheitsurteil ermöglichen, wenn diese wesentlich durch eine Kursmanipulation im Wege gezielter Falschinformationen beeinflusst wurden oder durch nachgewiesenen Insiderhandel zustande gekommen sind. Diesbezüglich reicht es aber nicht aus, dass lediglich die Vermutung geäußert wird, es sei im Vorfeld der Strukturmaßnahme und deren Ankündigung zu Kursbeeinflussungen gekommen. Derartige bloße Mutmaßungen sind auch nicht geeignet, zu Nachforschungspflichten durch das Gericht im Rahmen des im Spruchverfahren eingeschränkten Amtsermittlungsgrundsatzes zu führen. Vor Manipulation schützen nämlich zum einen bereits die sanktionsbewehrten kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten (§ 15 WpHG a.F.), das kapitalmarktrechtliche Insiderhandelsverbot und zum anderen das Verbot der Marktmanipulation (Art. 14, 15 der Marktmissbrauchs-Verordnung).

cc) Im Übrigen hat der BGH ausgeführt, dass Manipulationen erheblich erschwert, mit einiger



Wahrscheinlichkeit sogar ausgeschlossen werden, wenn (wie hier geschehen) ein durchschnittlicher Referenzkurs gewählt wird (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, Tz. 24 zitiert nach juris).

g) Nach alledem war nicht ersichtlich, dass entgegen der objektiven Datenlage ein Börsenkurs oberhalb von 3,36 EUR - und erst recht nicht in Höhe von 4,01 EUR - als Mindestwert für die Aktien der LBBH hätte zugrunde gelegt werden müssen.

## **22. Vorerwerbspreise**

Eine weitere Verbesserung des Abfindungsbetrages konnte sich auch nicht aus (Markt-) Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der Gesellschaft gezahlt haben.

a) Die Berücksichtigung derartiger Entgelte ist verfassungsrechtlich nicht geboten, da sie regelmäßig über dem marktüblichen Preis liegen, weshalb hieraus grundsätzlich nicht der (objektive) Verkehrswert der Aktien abgeleitet werden kann. Der vom Mehrheitsaktionär gezahlte Erwerbspreis hängt von seinem bisherigen Beteiligungsbesitz, seinen strategischen Absichten und insbesondere vom konkret zu erzielenden Grenznutzen, also den durch den (Ergänzungs-) Kauf erhofften finanziellen Vorteilen ab (vgl. zutreffend OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195). Die dabei vereinbarten Preise haben regelmäßig keine Beziehung zum Verkehrswert des Aktieneigentums (vgl. BVerfG DB 1999, 1693, 1695).

b) Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen umstritten. Vor allem in der Literatur wird die Ansicht vertreten, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine so genannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. Schüppen/Tretter in Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdnr. 16; Behnke, NZG 1999, 934). Diese Auffassung hält die Kammer aber nicht für zutreffend. In dem Preis, den ein Marktakteur für den Erwerb einer (Kontroll-) Mehrheit an einem Unternehmen zu zahlen bereit ist, kommt der Grenznutzen zum Ausdruck, den ein Mehrheitsaktionär aus 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 wäre der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte, höhere Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelingt,

gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf, eine solche Verkaufssituation zu unterstellen, hat ein Minderheitsaktionär aber weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch - angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit - einfachrechtlich einen Anspruch (vgl. BVerfGE NZG 1999, 931, 932 – DAT/Altana; BGH, NZG 2010, 939, 943 – Stollwerck).

c) Das öffentliche Erwerbsangebot der Antragsgegnerin für die übrigen Minderheitsaktionäre vom 1. August 2007 überstieg die nunmehr festgesetzte Abfindung zwar. Allerdings war insoweit zum einen der zeitliche Abstand zum Bewertungsstichtag zu berücksichtigen, da nach Ablauf von viereinhalb Jahren nicht die Vermutung ergibt, dass sich der (Ertrags-) Wert der LBBH nicht geändert haben kann. Dies galt vor allem im Hinblick auf die zwischenzeitlich eingetretene Finanz- und Wirtschaftskrise. Zum anderen haben diejenigen Antragsteller, die vor dem 1. August 2007 an der Gesellschaft beteiligt waren, die Möglichkeit besessen, ihre Anteile zum Preis von 6,81 EUR an die Antragsgegnerin zu veräußern und diese bewusst nicht wahrgenommen.

d) Grundsätzlich unerheblich war auch, zu welchem Wert die Antragsgegnerin die Beteiligung an der LBBH in ihren Büchern führt, da sich aus einem bilanziellen Ansatz keine objektiven Rückschlüsse auf den Ertragswert herleiten lassen.

### **23. Liquidationswert**

Auch die Betrachtung eines Liquidationsszenarios der LBBH konnte zu keinem höheren Unternehmenswert führen.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert im konkreten Bewertungsfall die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn das Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger/Gayk, a.a.O., Rz. 82 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: die LBBH AG wird nach der vorliegenden Planung dauerhaft profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig übersteigen sollen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Vor diesem Hintergrund war eine lediglich überschlägige Betrachtung der Höhe eines fiktiven Liquidationserlöses ausreichend. Diesbezüglich sind die Bewertungsgutachterin und die Barabfindungsprüferin übereinstimmend zu dem Ergebnis gelangt, dass der Liquidationswert deutlich unterhalb des Ertragswerts liegt und damit für die Zwecke dieses Verfahrens unbeachtlich ist.

c) Zwar teilt die Bewertungsgutachterin die Höhe des von ihr ermittelten Liquidationswerts nicht mit, da sie diesen grundsätzlich für unbeachtlich hält. Die Barabfindungsprüferin erklärt lediglich, eine überschlägige vereinfachte Abschätzung eines möglichen Liquidationswerts vorgenommen zu haben. Die sich hierbei ergebende Wertindikation habe jedoch deutlich unterhalb des Ertragswerts gelegen. Dies war jedoch bereits aus dem Grunde nicht zu beanstanden, dass das Geschäftsmodell der LBBH als Holdinggesellschaft einer Universalbank sowie verwandter Unternehmen dem Dienstleistungssektor zuzuordnen ist. Damit werden die Erträge im Wesentlichen nicht aus körperlichen Assets erzielt, die am Markt frei veräußert werden könnten. Diesbezüglich stünden allenfalls die Marke, das Know-How, Goodwill und der Kundenstamm zur Verfügung, wodurch sich von vornherein nicht die Vermutung ergibt, dass der zu erzielende Erlös den Ertragswert übersteigen könnte.

#### **24. Weitere Plausibilisierung**

Die Bewertungsgutachterin hat neben der Ermittlung des Ertragswerts den Versuch unternommen, das gewonnene Ergebnis im Wege eines Multiplikatorvergleichs zu verproben.

a) Die Bewertung anhand von Multiplikatoren ist gegenüber dem hier zur Anwendung gelangten Ertragswertverfahren nur eine vereinfachte Methode (vgl. WP-Handbuch 2008, Abschnitt A, Rdn. 395) und kann folglich auch nur in Ausnahmefällen dazu dienen, die mittels der überlegenen Methode gewonnenen Ergebnisse in Frage zu stellen. Ein solcher Ausnahmefall ist aber schon aufgrund der fehlenden Eindeutigkeit der sowohl von der Bewertungsgutachterin mitgeteilten Werte nicht gegeben.

b) In diesem Zusammenhang ergeben sich zum einen dieselben Schwierigkeiten wie bei der Zusammenstellung einer „passenden“ Peer Group, da die einbezogenen Unternehmen mit der zu

untersuchenden Gesellschaft in möglichst vielen wirtschaftlich relevanten Parametern vergleichbar sein müssen, um zu validen Ergebnissen zu gelangen.

Zu den Schwierigkeiten der von [redacted] verwendeten Gruppe von Vergleichsunternehmen kann auf die oben wiedergegebenen Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen verwiesen werden. Die Bewertungsgutachterin hat für die in ihre Peer Group aufgenommenen Unternehmen das Verhältnis zwischen Marktwert bezogen auf das jeweilige Eigenkapital nach IFRS und Buchwerten ermittelt und gelangte dabei zu einer Bandbreite von 0,1 bis 1,4. Demgegenüber liegt der entsprechende Wert für die LBBH nach dem von [redacted] ermittelten Ertragswert mit 1,4 bis 1,5 deutlich über den Werten der Vergleichsunternehmen, was die Bewerterin angesichts der bereits erfolgten Restrukturierungsmaßnahmen bei der LBBH für plausibel hält.

Dem von [redacted] ermittelten Vergleichswert kann neben der Frage der Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen mit der LBBH aber auch nur aus dem Grunde eine sehr begrenzte Aussagekraft beigemessen werden, als es dem Ertragswert der LBBH Zukunftserwartungen innewohnen, während das Marktwert-Buchwert-Verhältnis der [redacted] Peer Group Unternehmen auf Basis der Zahlen für das dritte Quartal 2011 ermittelt worden ist, so dass es sich um einen Vergangenheitswert im Sinne einer Momentaufnahme handelt.

Die Barabfindungsprüferin hat die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nicht näher kommentiert, sondern sich auf den allgemeinen Hinweis beschränkt, dass Multiplikatoren generell nur eine eingeschränkte Aussagekraft besäßen und sich aus diesen jedenfalls keine Hinweise auf eine Unterbewertung des Unternehmens ergäben.

c) Wegen der grundsätzlich beschränkten Aussagekraft des Multiplikatorvergleichs hat die Kammer davon abgesehen, eine neue Betrachtung mit den Daten der abweichenden Peer Group vorzunehmen, welche der gerichtliche Sachverständig gebildet hat.

Wie sowohl Bewerterin als auch Prüferin betonen, lässt sich aus den von [redacted] ermittelten Vergleichsdaten nicht der Schluss ziehen, dass die Annahme einer gegenüber den Vergleichsunternehmen deutlich erhöhten Profitabilität der LBBH fehlerhaft sein müsste. Dies gilt auch für den nach Auffassung der Kammer wegen der unzutreffenden Bestimmung der Höhe der Marktrisikoprämie durch die Bewertungsgutachterin erhöhten Ertragswert.

## 25. Fairness Opinion

Die Weigerung der Antragsgegnerin, die per 8. August 2007 im Zusammenhang mit dem Erwerb der Anteile an der LBBH vom Land Berlin erstellte Fairness Opinion vorzulegen, war für den Ausgang des Verfahrens unerheblich.

a) Für die Kammer war keine Bedeutung für das vorliegende Verfahren und die Bestimmung des Ertragswerts der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag zu erkennen, so dass eine Aufforderung an die Antragsgegnerin nach § 7 Abs. 7 SpruchG, diese Unterlage zu den Akten zu reichen, nicht in Betracht kam. Dies galt vor allem angesichts des Umstandes, dass zwischen der Erstellung dieser Einschätzung zur Angemessenheit des seinerzeit geforderten Kaufpreises und dem hiesigen Bewertungsstichtag mehrere Jahre vergangen sind und darüber hinaus die Banken- und Staatsschuldenkrise liegt. Angesichts der durch das zuletzt genannte Ereignis zusätzlich eingetretenen Zäsur war nicht ersichtlich, dass die Kenntnis der Fairness Opinion die Bewertung der LBBH per April 2012 hätte beeinflussen können.

b) Auch der gerichtliche Sachverständige teilt in Tz. 218 seines Ergänzungsgutachtens mit, dass auch ohne deren Kenntnis festgehalten werden könne, dass die Fairness Opinion aus dem Jahr 2017 keine unmittelbare Relevanz für vorliegende Verfahren habe. Sie wäre (lediglich) geeignet, das Gesamtbild über das Bewertungsobjekt zu vervollständigen und abzurunden. Vor diesem Hintergrund hielt es das Gericht nicht für erforderlich, der Antragsgegnerin die Vorlage aufzugeben und in diesem Rahmen gegebenenfalls zu diskutieren, ob sich darin trotz des Zeitablaufs noch geheimhaltungsbedürftige Daten befinden.

c) Die Auffassung der Antragsteller zu 47) bis 51), es könnten sich für die Ermittlung des Betafaktors relevante Informationen auffinden lassen, war nicht nachvollziehbar, da der Betafaktor - ausschließlich - anhand von (externen) Börsendaten ermittelt wird und daher interne Dokumente der Gesellschaft keine Rolle spielen können.

Dies gilt erst recht hinsichtlich der oben diskutierten Frage, ob und inwieweit die Veränderungen des Marktumfeldes von Banken nach dem Beginn der Finanzkrise im September 2008 überhaupt den Rückgriff auf Daten aus den Jahren 2007 und früher zulassen. Daher konnte es nicht (mehr) darauf ankommen, welcher Betafaktor bei einer der Fairness Opinion zugrundeliegenden Bewertung der LBBH per August 2007 verwendet worden ist. Soweit dabei - wie gemeinhin üblich - Vergangenheitsdaten aus Zeiträumen von zwei bis fünf Jahren verwendet wurden, ließen die entsprechenden Börsendaten ab dem Jahr 2002 keinerlei Rückschlüsse auf das Invest-

mentrisiko in die LBBH im April 2012 zu.

d) Unverständlich war auch der Einwand der Antragsteller zu 34) und 35), es könne sich ergeben, wie die bei der LBBH anfallenden Daten kommerziell verwertet würden.

e) Auf jeden Fall sah sich die Kammer trotz der weiterhin im Raum stehenden Frage, aus welchen Erwägungen heraus die Antragsgegnerin die Offenlegung der Fairness Opinion verweigert, in der Lage, den Unternehmenswert der LBBH zum Stichtag ohne deren Kenntnis zu schätzen. Vor diesem Hintergrund hielt es die Kammer nicht für erforderlich, der Antragsgegnerin die Vorlage der Fairness Opinion aufzugeben. Auch wenn diese nach den Angaben des Sachverständigen zu einer Abrundung des Gesamtbildes des Bewertungsobjekts hätte beitragen können, konnten Auswirkungen ihres Inhalts auf die hier in Rede stehende Unternehmensbewertung ausgeschlossen werden. Dies wäre nur dann anders zu beurteilen gewesen, wenn das im Zusammenhang mit der Fairness Opinion stehende öffentliche Übernahmeangebot für die Höhe der Barabfindung in irgendeiner Weise maßgeblich gewesen wäre. Dies war jedoch – insoweit kann auf die obigen Ausführungen zu diesem Punkt Bezug genommen werden – nicht der Fall.

## **26. Herausgabe weiterer Unterlagen**

Auch den Anträgen – etwa der Antragsteller zu 109) und 110) – auf umfassende Herausgabe von (weiteren) Unterlagen durch die Antragsgegnerin, war durch die Kammer nicht nachzugehen.

a) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

b) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der an-

geforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der nicht näher auf das konkrete Verfahren bezogenen Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren. Dass es sich – hinsichtlich der konkret genannten Antragsteller – offensichtlich um ein, jedenfalls teilweise, formularmäßig gestelltes Begehren handelt, ergibt sich aus der Forderung, Details über die Herleitung des Wertes des Grundbesitzes der Gesellschaft im Rahmen der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens offenzulegen. Von der LBBH AG gehaltene, für den Geschäftsbetrieb nicht erforderliche Immobilien sind vorliegend nämlich weder von der Bewertungsgutachterin noch von der Barabfindungsprüferin identifiziert und gesondert bewertet worden.

## 27. Ergebnis

Nach den von der Barabfindungsprüferin durchgeführten Szenarioberechnungen ergibt sich bei Zugrundelegung eines Betafaktors von 1,0 und neben der Absenkung der Marktrisikoprämie auf einen Wert von 4,5 % folgendes Bild:

### Szenarien:

			LG Berlin
Basiszinssatz	2,50%	2,50%	2,50%
Marktrisikoprämie nach pers. Steuern	5,00%	5,00%	4,50%
Betafaktor	1,00	1,10	1,00
Wachstumsrate	1,00%	1,00%	1,00%
effektive pers. Steuern auf Dividenden/Zinsen	26,38%	26,38%	26,38%
effektive pers. Steuern auf Kursgewinne	13,19%	13,19%	13,19%
Eigenkapitalkosten/Kapitalisierungszinssatz	6,84%	7,34%	6,34%
Terminal Value	5,84%	6,34%	5,34%
<b>Den Anteilseignern zustehender Unternehmenswert (nach Abzug der stillen Einlage) zum 25. April 2012:</b>	<b>3.603</b>	<b>4.007</b>	<b>4.484</b>
<b>Wert je Aktie in €:</b>	<b>3,61</b>	<b>4,01</b>	<b>4,49</b>

## 28. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Wegen des Verfahrensergebnisses war darüber hinaus der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen, § 15 Abs. 2 SpruchG. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass ein Erfolg der Spruchverfahrensanträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller gegen die Antragsgegnerin einen Anspruch auf Erstattung ihrer notwendigen Auslagen besitzen. Dabei kommt es nicht auf die im Einzelnen erstrebte, sondern auf die tatsächlich als Ergebnis des Verfahrens erfolgte relative Erhöhung der zu zahlenden Abfindung an (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 93 zu § 15 SpruchG).

c) Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs aber nur dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass die Unzulässigkeit beziehungsweise Unbegründetheit der Anträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller ihre Kosten endgültig selbst zu tragen haben (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 89 zu § 15 SpruchG; KölnKomm/Roskopf, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 48 zu § 15 SpruchG). Aus diesem Grunde war hinsichtlich der Antragsteller, deren Anträge aus unzulässig verworfen worden sind, keine Kostenerstattung anzuordnen.

## 29. Geschäftswert

Die Höhe des für die Gerichtsgebühren maßgeblichen Geschäftswerts bestimmt sich nach § 74 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert im Spruchverfahren dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten - nicht nur den Antragstellern im Verfahren - nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Das ergibt eine Summe von 6.364.966,08 EUR (= Erhöhungsbetrag je Aktie von 0,48 EUR x 13.260.346 Aktien der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre).

Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert für die Ver-



gütung des gemeinsamen Vertreters.

### 30. Rechtsmittel

Eine gesonderte Zulassung der Beschwerde nach Maßgabe des § 61 Abs. 3 FamFG war nicht veranlasst, da die Rechtssache keine grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Beschwerdegerichts erfordern.

#### Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **sofortigen Beschwerde** (im Folgenden: Beschwerde) statt.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn der Wert der Hauptsache 600,00 € übersteigt.

Die Beschwerde ist binnen einer Notfrist von 2 Wochen (Beschwerdefrist) bei dem  
Landgericht Berlin  
Littenstraße 12-17  
10179 Berlin

oder bei dem

Kammergericht  
Eißholzstraße 30-33  
10781 Berlin

einzulegen.

Die Notfrist beginnt mit der Zustellung der Entscheidung, spätestens mit dem Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Liegen die Erfordernisse der Nichtigkeits- oder Restitutionsklage vor, so kann die Beschwerde auch nach Ablauf der genannten Frist innerhalb der für diese Klagen geltenden Fristen erhoben werden.

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift eingelegt.

Alle Beteiligte müssen sich dabei durch einen Rechtsanwalt vertreten lassen, der die Beschwerdeschrift zu unterzeichnen hat.

Behörden und juristische Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse können sich auch durch eigene Beschäftigte oder Beschäftigte anderer Behörden oder juristischen Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse vertreten lassen.

Der Vertretung durch einen Rechtsanwalt bedarf es nicht in Unterhaltssachen für Beteiligte, die durch das Ju-

gendamt als Beistand, Vormund oder Ergänzungspfleger vertreten sind oder wenn die Beschwerde durch einen Zeugen, Sachverständigen oder Dritten im Sinne der §§ 142, 144 ZPO erhoben wird. In diesen Fällen kann die Beschwerde außer durch Einreichung einer Beschwerdeschrift auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt werden. Die Beschwerde kann in diesen Fällen auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei einem der Gerichte, bei denen die Beschwerde einzulegen ist, eingeht.

Die Beschwerde muss in jedem Fall die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite [www.justiz.de](http://www.justiz.de) verwiesen.