

8 HKO 29/20



Landgericht Itzehoe

Beschluss

In dem Rechtsstreit

wegen Überprüfung der Abfindung

hat die 8. Zivilkammer - Kammer für Handelssachen II - des Landgerichts Itzehoe durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter
am 16.03.2026 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller zu 50) und 65) werden als unzulässig verworfen.
2. Die Anträge der übrigen Antragsteller auf Festsetzung einer höheren Abfindung als € 12,75 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Minderheitsaktionäre der comdirect bank Aktiengesellschaft, Quickborn, werden zurückgewiesen.
3. Von den ausschließlich nach dem GNotKG berechneten Gerichtskosten tragen die Antragsteller zu 50) und 65) je 1/100, die Antragsgegnerin 98/100. Die weiteren Gerichtskosten einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters trägt die Antragsgegnerin. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.
4. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung der gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,00 festgesetzt.

Gründe

A.

I.

Dieses Spruchverfahren betrifft die Überprüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären der comdirect bank AG anlässlich des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out gewährten Barabfindung.

Die comdirect war bis zu ihrer Verschmelzung auf die Antragsgegnerin eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Quickborn. Die comdirect war eine der führenden Direktbanken und Online-Broker in Deutschland und stellte ihren Kunden mit den Bereichen Banking, Brokerage, Kredit, Versicherungen und direktbankfähige Beratung ein Vollbankangebot zur Verfügung. Die comdirect-Gruppe verfügte zum 31.12.2019 über insgesamt 2,7 Mio. Business- to- Consumer (B2C)- bzw. Business- to- Business- to- Consumer (B2B2C)-Kunden, betreute rund 1,6 Mio. Wertpapierdepots, ein Kundenvermögen von rund EUR 80 Mrd. und führte im Geschäftsjahr 2019 über 24 Mio. Wertpapiertransaktionen aus. Damit zählte die comdirect-Gruppe zu den Marktführern im Online-Wertpapiergeschäft in Deutschland.

Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der comdirect belief sich zum Zeitpunkt der ordentlichen Hauptversammlung am 05.05.2020, die den Übertragungsbeschluss gefasst hat, sowie zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out auf EUR 141.220.815,00. Es war eingeteilt in 141.220.815 Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Die Aktien lauteten auf den Inhaber. Die comdirect- Aktien waren zum Handel am Regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Darüber hinaus wurden die comdirect-

Aktien über das elektronische Handelssystem XETRA der Deutsche Börse AG gehandelt. Weiterhin wurden die comdirect- Aktien im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt.

Die Antragsgegnerin ist

Die

hielt am Tag der ordentlichen Hauptversammlung, in der der Übertragungsbeschluss gefasst wurde, sowie zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out unmittelbar 127.509.630 Stückaktien an der comdirect. Dies entsprach einem Anteil von rund 90,29 % des Grundkapitals der comdirect comdirect. Die übrigen rund 9,71 % der comdirect-Aktien befanden sich im Streubesitz.

Die Antragsgegnerin veröffentlichte am 30.10.2019 über ihre 100%-ige Tochtergesellschaft

ein freiwilliges öffentliches Erwerbs-

angebot an die comdirect-Aktionäre zum Erwerb sämtlicher nicht unmittelbar von der

gehaltenen comdirect- Aktien. Das Angebot stand unter der Bedingung, dass eine Mindestannahmeschwelle von neun Zehnteln des ausgegebenen Grundkapitals der comdirect erreicht wird. Zum Zeitpunkt der Abgabe des Erwerbsangebots hielt 116.234.822 comdirect-Aktien. Dies entsprach einem Anteil von rund 82,31 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der comdirect.

Mit dem Erwerbsangebot war zunächst beabsichtigt, den Anteil der an der comdirect auf mindestens neun Zehntel des Grundkapitals zu erhöhen und sodann (nach Übertragung sämtlicher von der gehaltenen comdirect-Aktien auf die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der comdirect auf als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG (sog. verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out) oder gemäß §§ 327a ff. AktG (sog. aktienrechtlicher Squeeze-out) zu verlangen. Über das Erwerbsangebot wurde die Anteilsquote von neun Zehnteln des Grundkapitals an der comdirect nicht erreicht und das Angebot daher nicht vollzogen.

schloss am 02.01.2020 als Käufer einen Aktienkaufvertrag, mit dem sie von der Petrus Advisers Ltd., London, eine von dieser näher zu bestimmende Anzahl von mindestens 10.863.912 und höchstens 11.297.600 comdirect-Aktien gekauft hat. Die anschließende Übertragung der comdirectAktien auf erfolgte durch zwei Übertragungsverträge. Durch den ersten Übertragungsvertrag vom 08./09.01.2020 wurden 10.938.395 comdirect-Aktien und durch einen zweiten Übertragungsvertrag vom 21.01.2020 wurden 336.413 comdirect-Aktien, insgesamt folglich 11.274.808 comdirect-Aktien auf übertragen. Dies entsprach einem Anteil von rund 7,98 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der comdirect.

Mit Übertragungsvertrag vom 26.02.2020 hat sämtliche von ihr gehaltenen comdirect-Aktien (insgesamt 127.509.630 comdirect-Aktien) auf die übertragen.

Die Hauptaktionärin hat mit Schreiben vom 26.02.2020 den Vorstand der comdirect darüber informiert, dass sie zum Zwecke der Vereinfachung der Konzernstruktur eine Verschmelzung der comdirect auf beabsichtige. Zudem hat die Hauptaktionärin in dem Schreiben

gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 AktG an den Vorstand der comdirect das Verlangen gerichtet, dass die Hauptversammlung der comdirect innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der comdirect auf _____ als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen möge. Die comdirect hat den Erhalt dieses Verlangens am 26.02.2020 auf ihrer Homepage und per Ad-hoc-Mitteilung (Anlage Ag5) bekanntgemacht.

Nach Festlegung der angemessenen Barabfindung auf EUR 12,75 je comdirect-Aktie konkretisierte und wiederholte die Hauptaktionärin ihr Übertragungsverlangen mit Schreiben vom 16.03.2020 (Anlage Ag7) unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung gegenüber der comdirect.

Über das konkretisierte Übertragungsverlangen und die Festlegung der Barabfindung informierte die Hauptaktionärin mit Pressemitteilung vom 16.03.2020 (Anlage Ag8).

In einem schriftlichen Bericht vom 20.03.2020 an die Hauptversammlung der comdirect legte die Hauptaktionärin gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der comdirect auf die Hauptaktionärin dar und erläuterte und begründete die Angemessenheit der auf EUR 12,75 je comdirect-Aktie festgesetzten Barabfindung („Übertragungsbericht“, Anlage Ag 9). Die maßgeblichen Erwägungen für den vom Vorstand der Hauptaktionärin mit Unterstützung durch den Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert der comdirect sowie für die Festlegung der Barabfindung sind im Übertragungsbericht (ab S. 75) und in dem Übertragungsbericht als Anlage 5 beigefügten Bewertungsgutachten wiedergegeben.

Am 20.03.2020 schlossen die Hauptaktionärin und die comdirect einen Verschmelzungsvertrag, mit dem die comdirect als übertragender Rechtsträger ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG auf die Hauptaktionärin als übernehmenden Rechtsträger überträgt (Verschmelzung durch Aufnahme). Der Verschmelzungsvertrag enthält in seinem

§ 2 die Angabe nach § 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung

ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der comdirect erfolgen soll (Anlage Ag6).

Zur Unterstützung bei der Festlegung der zu gewährenden Barabfindung beauftragte die Hauptaktionärin

oder „Bewertungsgutachter“), eine Unternehmensbewertung der comdirect vorzunehmen.

Der Bewertungsgutachter hat zu diesem Zweck mittels des Ertragswertverfahrens gemäß IDW S1 i.d.F. vom 02.04.2008 („IDW S1“) den objektivierten Unternehmenswert der comdirect in der Funktion eines neutralen Gutachters zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, dem 05.05.2020, als Bewertungsstichtag ermittelt und den so ermittelten Wert anhand einer vergleichsorientierten Bewertung sowie vor dem Hintergrund der Vorerwerbe durch die Hauptaktionärin (bzw. ihre Tochtergesellschaft und des im Rahmen des öffentlichen Erwerbsangebots den comdirect-Aktionären angebotenen Erwerbspreises plausibilisiert. Aus dem im Bewertungsgutachten von vom 16.03.2020 (Anlage 5 zum Übertragungsbericht der Hauptaktionärin, Anlage Ag 1) ermittelten Unternehmenswert der comdirect in Höhe von rund EUR 1.577 Mio. leitete sich ein anteiliger Unternehmenswert je comdirect-Aktie von EUR 11,17 ab. Dieser Betrag lag unter dem maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurs im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntmachung der Absicht, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out durchzuführen, am 03.01.2020 in Höhe von EUR 12,75.

Die ordentliche Hauptversammlung der comdirect bank Aktiengesellschaft, Quickborn (im Folgenden auch „comdirect“ genannt), hat am 05.05.2020 auf Verlangen der

die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (im Folgenden auch „Minderheitsaktionäre“ genannt) der comdirect auf als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der Verschmelzung der comdirect als übertragender Rechtsträger im Wege der Aufnahme auf als übernehmenden Rechtsträger beschlossen (sog. „umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out“ nach § 62 Abs. 5 S. 1 UmwG i.V.m. § 327a AktG).

Die Barabfindung wurde von der zuvor auf EUR 12,75 je Stückaktie der comdirect festgelegt.

Die vom Landgericht Itzehoe mit Beschluss vom 26.11.2019, Az 8 HKO 47/19, bestellten Abfindungsprüfer der

kamen in ihrem Prüfbericht vom 20.03.2020
(Anlage Ag2) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Im Vorfeld der Hauptversammlung aktualisierte der Bewertungsgutachter seine Bewertung auf den Tag der Hauptversammlung (Anlage Ag1). Aufgrund verschiedener, seit Erstattung des Bewertungsgutachtens eingetretener Umstände hatte sich der ursprünglich ermittelte ertragswertbasierte Unternehmenswert von rund EUR 1.577 Mio. auf rund EUR 1.549 Mio. reduziert. Daraus leitete sich ein anteiliger Unternehmenswert je comdirect-Aktie von EUR 10,94 ab.

Die Aktualisierung der Ermittlung des Ertragswerts der comdirect haben die gerichtlich bestellte Prüfer im Vorfeld der Hauptversammlung im Rahmen einer Aktualisierungsprüfung rechnerisch und inhaltlich überprüft und als sachgerecht eingeschätzt. Als Ergebnis ihrer Analysen stellten die Prüfer fest, dass sich zwischen der Unterzeichnung des Prüfungsberichts am 20.03.2020 und dem Bewertungsstichtag, dem 05.05.2020, keine Erkenntnisse ergeben hatten, die zu einer höheren als der festgelegten Barabfindung geführt hätten. Dementsprechend haben die Prüfer bestätigt, dass der festgesetzte Abfindungsbetrag von EUR 12,75 je comdirect-Aktie unverändert angemessen ist.

Die Aktualisierung der Ermittlung des Ertragswerts der comdirect berücksichtigte Folgendes:

- die Thesaurierung des gesamten Ergebnisses für das Geschäftsjahr 2019 aufgrund der gemäß der Empfehlung der EZB vom 27.03.2020, bis mindestens zum 01.10.2020 keine Dividende für die Geschäftsjahre 2019 und 2020 auszuschütten, gefassten Beschlüsse des Vorstands und des Aufsichtsrats der comdirect, der Hauptversammlung vorzuschlagen, für das Jahr 2019 keine Dividende auszuschütten,

- die Berücksichtigung von seit der Unterzeichnung des Bewertungsgutachtens am 16. März 2020 weiter aktualisierten Forecast-Szenarien der comdirect für das Jahr 2020 unter Einbezie-

hung der Ist-Entwicklung des Ergebnisses des 1. Quartals 2020,

- die Aktualisierung der Zinsstrukturkurve aufgrund des gesunkenen Zinsumfelds zur Ableitung der Zinsüberschussplanung der Jahre 2021 ff.,

- die Aktualisierung des im Rahmen der Bewertung zu berücksichtigenden Basiszinssatzes auf 0,00 % vor und nach persönlichen Steuern (im Vergleich zu 0,20 % bzw. 0,15 % im Rahmen des Bewertungsgutachtens) sowie

- die Veränderung des barwertäquivalent berechneten einheitlichen Wachstumsabschlags auf 0,63 % (gegenüber 0,62 % im Rahmen des Bewertungsgutachtens).

- Die vollständige Thesaurierung des Ergebnisses für das Jahr 2019 führte unter sonst unveränderten Annahmen zu einer Erhöhung des Wertes je comdirect-Aktie um + EUR 0,22, somit von EUR 11,17 auf EUR 11,39.

- Die Aktualisierung des Forecasts 2020, die Berücksichtigung des veränderten Zinsumfelds in der Zinsüberschussplanung sowie im Basiszinssatz und der veränderte Wachstumsabschlag führten zu einer Wertverringerung von insgesamt EUR 0,45 je Aktie und somit zu einer weiteren Wertveränderung von EUR 11,39 auf EUR 10,94 je comdirect-Aktie. Die Berücksichtigung des bis zum Tag der Hauptversammlung (Bewertungsstichtag) gesunkenen Zinsniveaus hat somit den einmaligen positiven Effekt aus dem Forecast 2020 mit der erhöhten Jahresprognose für 2020 überkompensiert.

Damit betrug der Ertragswert der comdirect zum maßgeblichen Bewertungsstichtag 5. Mai 2020 EUR 10,94 je Aktie. Dieser Wert lag weiter unter dem maßgeblichen volumengewichteten Börsendurchschnittskurs von EUR 12,75 je comdirect-Aktie. Folglich blieb es bei der festgesetzten Barabfindung in Höhe von EUR 12,75 je comdirect- Aktie.

Dementsprechend bestätigten sowohl der Bewertungsgutachter (Anlage Ag10) als auch der gerichtlich bestellte Prüfer (Anlage Ag3) zum 05.05.2020, dass die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 12,75 je comdirect-Aktie unverändert angemessen sei.

Die ordentliche Hauptversammlung der comdirect beschloss am 05.05.2020 mit 99,5536 % der abgegebenen gültigen Stimmen die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die

Hauptaktionärin gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von EUR 12,75 je comdirect-Aktie.

Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der comdirect ist am 29.09.2020 bekannt gemacht worden. Die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der _____ ist am 02.11.2020 bekannt gemacht worden.

II.

Zur Begründung ihrer spätestens am 02.02.2021 beim Landgericht Itzehoe eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die Barabfindung angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.

Insbesondere sei wegen einer möglichen Befangenheit der Abfindungsprüfer ein neutraler gerichtlicher Sachverständiger zu bestellen, der die Antragstellerrügen, hier vorrangig die Rügen gegen die negative Anlassplanung, die überhöhten Personalkosten, die unzureichende Berücksichtigung von Synergien, die nicht plausible Zieleigenkapitalquote samt nachhaltiger Thesaurierung, die Herleitung des nachhaltigen Ergebnisses sowie den Betafaktor (insbesondere Einbeziehung des 5-Jahres-Betafaktors), die Marktrisikoprämie und den Wachstumsabschlag zu überprüfen habe.

Diese Notwendigkeit resultiere bereits aus den unplausiblen und folglich korrekturbedürftigen Planannahmen der Gesellschaft.

Es bleibe unklar, welche Synergien in den Unternehmenswert eingeflossen seien.

Korrekturbedarf bestehe auch bei den Annahmen zur Konvergenzphase und zur

Ewigen Rente. Fehlerhaft und zu hoch erfolgt sei die Ableitung des Basiszinssatzes.

Deutlich zu hoch angesetzt sei der schon vom Ansatz her fragwürdige Risikozuschlag. Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,75 % nach Steuern müsse angesichts des deutlich überhöhten Ansatzes reduziert werden. Der Wachstumsabschlag hätte

höher angesetzt werden müssen. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei mit einem zu niedrigen Wert angesetzt worden. Bereits der letzte Börsenkurs belege die Unangemessenheit

der Barabfindung. Ebenso müsse das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot in Höhe von EUR 15,15 je Aktie für die Angemessenheit der Barabfindung als maßgeblich angesehen werden.

Der Börsenkurs als alleinige Bewertungsmethode scheidet nicht nur wegen der langjährigen faktischen Beherrschung durch die Antragsgegnerin aus, sondern auch wegen der erst nach dem Referenzzeitraum zu Tage getretenen COVID-Pandemie, welche als exogener Schock für die Märkte, folglich auch nicht im Referenzzeitraum verarbeitet sein konnte.

III.

Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber Zurückweisung der Anträge.

Die Antragsteller zu 50), und 65) hätten bislang nicht ordnungsgemäß nachgewiesen, dass sie am Tag des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses am 02.11.2020 Aktionäre der comdirect gewesen seien.

Die Antragsteller zu 52) und 55) seien ausweislich der von ihnen vorgelegten Bankbestätigungen jeweils gemeinsame Depotinhaber. Sie hielten die betreffenden Aktien, für die jetzt die Anträge in diesem Verfahren gestellt wurden, also gemeinschaftlich. Dementsprechend handele es sich um einen gemeinsam gestellten Antrag. Jedoch fehlten jeweils erforderliche Ausführungen zur gewillkürten oder gesetzlichen Prozesstandschaft.

Die Anträge der Antragstellerinnen zu 39. und zu 75. seien unzulässig. Dies ergebe sich aus den fehlenden Belegen für die Existenz der ausländischen Kläger, aus den fehlenden Belegen für die Rechts- und Parteifähigkeit, aus dem fehlenden Nachweis der Prozessfähigkeit sowie aus dem Fehlen der Prozessführungsbefugnis der Antragstellerin zu 39. Die Antragsgegnerin bestreite im Übrigen eine wirksame Bevollmächtigung des Verfahrensbevollmächtigten der Antragstellerinnen zu 39. und 75. (§ 88 Abs. 1 ZPO). Die Antragstellerin zu 39. sei nicht prozessführungsbefugt.

Sämtliche von den Antragstellern vorgebrachten Einwände gegen die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung seien unbegründet:

Die Kammer könne sowohl die Prüfung durch den gerichtlich bestellten Prüfer mit dem von ihm erstellten Prüfungsbericht als auch das Bewertungsgutachten von zur Grundlage der gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung machen. Die Bestellung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Ermittlung des Unternehmenswertes der comdirect sei – entgegen der Forderung der Antragsteller – nicht erforderlich. Die Prüfung der Angemessenheit durch die sachverständigen Prüfer von sei nicht zu beanstanden; entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 14) bis 16) und gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG hätten diese nur eine Plausibilitätsprüfung und keine eigenständige Unternehmensbewertung durchführen müssen, dies entspreche auch ganz herrschender Auffassung.

Die seitens verschiedener Antragsteller erhobene Rüge der Befangenheit der gerichtlich bestellten Prüfer habe keine Relevanz. Die Vorschriften über die Ablehnung von Sachverständigen in § 17 Abs. 1 SpruchG, § 30 Abs. 1 FamFG, § 406 Abs. 1 ZPO, § 42 Abs. 2 ZPO seien auf den gerichtlich bestellten Prüfer nicht anwendbar, auch nicht analog.

Auch die beanstandete Parallelprüfung sei rechtlich unbedenklich und zulässig. Die gerichtlich bestellten Prüfer hätten vor ihrer Bestellung ordnungsgemäß überprüft, ob sie unabhängig seien und deshalb kein Bestellungshindernis bestehe; insoweit sei auf die Unabhängigkeitserklärung (Anlage Ag 66) zu verweisen.

Der an Petrus Advisers Ltd. im Vorfeld des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out gezahlte Kaufpreis von EUR 15,15 je comdirect-Aktie habe keine Relevanz für die Bemessung der angemessenen Barabfindung, auch nicht als Indiz. Der Erwerb des Aktienpakets von Petrus Advisers Ltd. in Höhe von rund 7,99 % des Grundkapitals der comdirect sei notwendig gewesen, damit die Hauptaktionärin die für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out erforderliche Beteiligungsschwelle von 90 % des Grundkapitals der comdirect überschreiten konnte. Der gerichtlich bestellte Prüfer habe bestätigt, dass der in diesem Zusammenhang gezahlte Kaufpreis nicht als Mindestwert der Barabfindung in Betracht komme. Es sei nicht geboten, Kaufpreise, die außerhalb des Abfindungsverfahrens für den Erwerb eines Aktienpakets gezahlt wurden, für das ein für die beabsichtigte Strukturmaßnahme erforderliches Quorum noch fehlte, bei der Bemessung der Barabfindung zu berücksichtigen. Bei einem solchen Erwerb eines Aktienpakets würden Zuschlä-

ge gezahlt werden, in denen regelmäßig der Grenznutzen zum Ausdruck komme, den der Hauptaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen könne.

Dieser sogenannte Vorerwerbspreis von EUR 15,15 je comdirect- Aktie, so die Prüfer, habe nicht dem realen Marktwert der comdirect- Aktie entsprochen. Der Ertragswert und der Börsenwert (Börsenkurs der comdirect- Aktie) hätten längere Zeit jeweils unter der festgesetzten Barabfindung von EUR 12,75 gelegen. Der Ertragswert habe zum Bewertungsstichtag 05.05.2020 EUR 10,94 je comdirect- Aktie betragen, der Börsenwert der Aktie habe sich bis zur Ankündigung des Erwerbsangebotes lange Zeit zwischen EUR 9 und EUR 10 bewegt.

Auch unter dem Gesichtspunkt des Gleichbehandlungsgrundsatzes seien die Vorerwerbe der Antragsgegnerin aus 2019 über die Börse zu EUR 9,19 oder das Angebot aus Oktober 2019 zu EUR 11,44 nicht zu berücksichtigen, denn dieses Angebot sei nicht ausreichend angenommen worden. Zudem sei Adressat des Gleichbehandlungsgrundsatzes des § 53a AktG die Gesellschaft, hier die comdirect, nicht aber der Hauptaktionär.

Auch nach der mündlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bleibe es dabei, dass die Barabfindung vorliegend allein anhand des maßgeblichen Börsenkurses in Höhe von EUR 12,75 je comdirect- Aktie (Durchschnittswert des dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Ankündigung des verschmelzungsrechtlichen Squeezeout am 03.01.2020) bemessen werden könne, ohne dass zu überprüfen sei, ob der fundamentale Unternehmenswert nicht doch über dem Börsenwert liege (was nicht der Fall sei). Die gerichtlich bestellten Prüfer hätten aufgrund einer ausführlichen Analyse festgestellt, dass der Börsenkurs der comdirect-Aktie eine effektive Informationsbewertung im Sinne der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs und des Oberlandesgerichts Frankfurt a.M. ermögliche, und zwar auch zu dem maßgeblichen Bewertungsstichtag 05.05.2020. Zu der Untersuchung des Börsenkurses der comdirect-Aktie habe der gerichtlich bestellte Prüfer Breithaupt in der mündlichen Anhörung bestätigt, dass er nicht nur den maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem 03.01.2020 untersucht habe, sondern weitere dem Referenzzeitraum vorgelagerte Zeitpunkte/Zeiträume. Dabei habe es sich um einen Zeitraum von jeweils drei Monaten vor dem 20.09.2019 (Ad-hoc-Mitteilung zum neuen Strategieprogramm mit Ankündigung eines Erwerbsangebots mit deutlichem Aufschlag auf den seinerzeitigen Börsenkurs) und vor dem 30.10.2019 (Veröffentlichung der Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebot) - für die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV - sowie um einen Zeitraum, der vor dem 20.09.2019 endete und fünf Jahre, eingeteilt in Jahresscheiben, jeweils be-

ginnend am 20.09. eines Jahres und endend am 19.09. des folgenden Jahres, umfasst - für die Liquidität der comdirect-Aktie (ergänzende Stellungnahme, S. 9 ff.); damit habe der Prüfer sein Urteil zur Aussagekraft des Börsenkurses auf eine breite Grundlage gestellt.

Die Frage der Antragsteller nach einer Berücksichtigung des Umstandes der faktischen Beherrschung der comdirect durch die Hauptaktionärin hätte die Aussagekraft des Börsenkurses nicht beeinflusst, dies sei auch seit der Gründung der comdirect der Fall gewesen.

Einwände gegen die der Bewertung der comdirect zugrunde liegenden Planungsrechnung seien nicht begründet, weder hinsichtlich der Aktualität der Planungsrechnung zum Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung der tatsächlichen Entwicklung der Trade- Zahlen der Kunden in den ersten Monaten des Jahres 2020 noch hinsichtlich der Planung der Personalkosten. Die Unternehmensplanung sei Mitte März 2020 und sodann zum Bewertungsstichtag 05.05.2020 plausibel aktualisiert worden, auch unter Berücksichtigung der Auswirkungen der Covid- 19- Pandemie. Im ersten Quartal des Jahres 2020 sei es zu einem deutlichen Anstieg der Handelsaktivitäten gekommen, ab April 2020 sei dagegen bereits ein deutlicher Rückgang der Anzahl der Orders zu verzeichnen gewesen. Anhand der Erfahrungswerte anderer gravierender Kapitalmarktverwerfungen wie beispielsweise der Lehman- Krise habe der Vorstand der comdirect nachvollziehbar einen Rückgang der Handelsaktivitäten aus der Sicht des Bewertungsstichtags angenommen, für das laufende Geschäftsjahr 2020 durch eine Anpassung nach oben, für die Folgejahre aber ohne Anpassung beim Provisionsüberschuss.

Die gegen die Planung der Personalaufwendungen erhobenen Einwände seien nicht begründet, vielmehr seien die Planung der Personalaufwendungen als Bestandteil der Planung der Verwaltungsaufwendungen sachgerecht und plausibel gewesen. Die tatsächliche Reduzierung der Mitarbeiterzahl der comdirect im ersten Halbjahr 2020 sei weder in der Detail- noch in der Fortführungsphase zu berücksichtigen gewesen. Die nicht geplante Reduktion der Mitarbeiterzahl sei nach dem maßgeblichen Stand- alone- Prinzip bei der Bewertung nicht zu berücksichtigen bzw. zu kompensieren. Dieses Prinzip gebiete die Nichtberücksichtigung von Synergieeffekten bei der Prognose der künftigen Unternehmenserträge, die aus der Umsetzung der den Bewertungsanlass bildenden Strukturmaßnahme entstehen (sog. echte Synergieeffekte). Die comdirect sei deshalb so zu bewerten gewesen, wie sie ohne den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out mit der vollen Integration der comdirect in stünde. Die Bewertung sei deshalb so zu planen gewesen, als seien die Kündigungen nicht erfolgt. Zutreffend habe der Vorstand der

comdirect über die Reduzierung des Personalaufwandes bei gleichzeitiger Erhöhung der Sachaufwendungen wegen erforderlicher Mitarbeiter externer Dienstleister einen Netto- Effekt von Null eingeplant.

Zutreffend seien auch die erwarteten Einsparungen bei den Personalaufwendungen aufgrund des Abgangs des ehemaligen Finanzvorstands der comdirect, nicht bei der Unternehmenswertermittlung berücksichtigt worden. Wegen des Stand- alone- Prinzips sei auch nach dem Ausscheiden von als Vorstand weiterhin mit drei Vorstandsmitgliedern für die comdirect zu planen gewesen, ohne eine nachhaltige Reduzierung der Personalaufwendungen zugrunde zu legen. Dieses Ausscheiden führte bei der vorzunehmenden Stand-alone- Betrachtung dazu, dass die comdirect plante, die betreffende Vorstandsposition wieder neu zu besetzen. Hintergrund sei gewesen, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für die Leitung der comdirect drei Vorstandsmitglieder und deshalb eine Nachbesetzung der Stelle von verlangte, sofern die Verschmelzung auf nicht bis November 2020 umgesetzt würde.

Die Behandlung von Synergieeffekten aus der Integration der comdirect in infolge des verschmelzungsrechtlichen Squeeze- out wäre auch nicht anders zu beurteilen gewesen, wenn nach dem Entwurf für einen überarbeiteten IDW S 1 (IDW ES 1) die Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergien aufgegeben und der IDW ES 1 auf die Bewertung der comdirect angewendet würde. Der Minderheitsaktionär habe einen Anspruch auf eine volle wirtschaftliche Entschädigung für den Verlust seiner Aktien in Höhe des "wahren Werts" der Aktien. Daraus folge, dass die sogenannten echten Synergien, also diejenigen Synergien, die erst infolge der Umsetzung der Strukturmaßnahme realisiert werden (hier der verschmelzungsrechtliche Squeeze- out), bei der Abfindungsbemessung nicht zu berücksichtigen seien. Denn diese Synergien wären ohne die betreffende Strukturmaßnahme nicht realisiert worden, so dass die aus der Gesellschaft ausgeschlossenen Aktionäre keinen Vermögensnachteil erleiden. Den Aktionären stehe dementsprechend kein Anspruch auf eine Berücksichtigung echter Synergien bei der Bemessung der angemessenen Abfindung zu. Die (geplante) Aufgabe der Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergien mache im Fall der comdirect keinen Unterschied, die aus der Integration der comdirect erwarteten Synergieeffekte seien zutreffend bei der Planung nicht berücksichtigt worden.

Die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes – Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Betafaktor und Wachstumsabschlag – seien nicht zu beanstanden und die bei der Bewertung der comdirect angesetzten Werte seien angemessen und vertretbar.

Der zum Bewertungsstichtag 05.05.2020 bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der comdirect angesetzte Basiszinssatz von 0,00 % sei angemessen und nicht zu hoch. Die Rundung des Basiszinssatzes auf 1/10 Prozentpunkte von -0,03 % auf 0,00 % sei nicht zu beanstanden, es handele sich dabei um eine vom FAUB empfohlene Methode. Ohne die Rundung wäre ein negativer Basiszinssatz anzusetzen gewesen, was methodisch und ökonomisch nicht sinnvoll gewesen wäre, weil dies dann für den gesamten Zinsbereich vorzunehmen gewesen wäre.

Die bei der Bewertung der comdirect angesetzte Marktrisikoprämie (nach persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner) in Höhe von 5,75 % sei angemessen gewesen, denn dabei habe es sich um den Mittelwert der zum Bewertungsstichtag 5. Mai 2020 gültigen Empfehlung des FAUB des IDW zur Bandbreite der Marktrisikoprämie vom 25. Oktober 2019 gehandelt. Eine eindeutige Bestimmung der Marktrisikoprämie sei nicht möglich und der Bandbreitenempfehlung des FAUB werde in der Bewertungspraxis regelmäßig gefolgt. Bei Ansatz einer höheren Marktrisikoprämie hätte zu einem niedrigeren Unternehmenswert geführt und wäre für die Antragsteller von Nachteil gewesen.

Die neue Bandbreitenempfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie vom 22.09.2025 könne zum Bewertungsstichtag keine Relevanz haben, da sie wegen des seit dem Jahr 2022 gestiegenen Zinsniveaus erfolgt sei.

Der bei der Bewertung der comdirect angesetzte unverschuldete Betafaktor von 0,75 sei plausibel und angemessen, ein niedrigerer dagegen nicht, der zu einem höheren Unternehmenswert führen könnte. Bei diesem zukunftsorientierten Schätzwert gehe es darum, die in der Planung der zu bewertenden Gesellschaft zum Ausdruck kommenden zukünftig erwarteten finanziellen Überschüsse mit einem dazu passenden Zins zu diskontieren. Der Betafaktor sei sowohl anhand des eigenen historischen Betafaktors der comdirect abgeleitet als auch anhand der mit der comdirect insgesamt vergleichbaren Peer Group ins Verhältnis gestellt worden. Der bei der Beurteilung zugrunde gelegte zweijährige Referenzzeitraum sei hinreichend stabil gewesen und es habe keine Notwendigkeit bestanden, den Betafaktor über einen Referenzzeitraum von fünf Jahren abzulei-

ten. Dabei sei auch hinreichend berücksichtigt worden, dass es sich bei der comdirect um ein von der Antragsgegnerin faktisch beherrschtes Unternehmen gehandelt habe; bei Einbindung in einen Konzern sei der Betafaktor niedriger als bei fehlender Konzerneinbindung.

Die ab dem Jahr 2041 (ewige Rente) berücksichtigte inflationsbedingte Wachstumsrate in Höhe von 1 % p.a. und der daraus resultierende, barwertäquivalent berechnete einheitliche Wachstumsabschlag ab dem Jahr 2024 (also ab der Fortführungsphase) in Höhe von 0,63 % p.a. seien sachgerecht abgeleitet worden und angemessen. Die angenommene Wachstumsrate liege leicht unterhalb der zum Bewertungsstichtag aktuellen langfristigen Inflationserwartungen, die zum Bewertungsstichtag gesunken und nicht gestiegen sei. Das langfristige Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) für Deutschland von 2 % p.a. ist kein Maßstab für den Wachstumsabschlag, da diese Inflationserwartung in der Vergangenheit in Deutschland durchweg unterschritten worden sei.

Soweit verschiedene Antragsteller – z.B. Antragsteller zu 1. bis 5., 7. bis 11., 13., S. 2; zu 12., S. 2; zu 17., S. 1; zu 21., S. 1, zu 43., S. 1; zu 72., S. 2; zu 76., S. 2; zu 77. bis 79., S. 2; zu 30, S. 2, 4; zu 31., S. 2, 4; zu 80., S. 2; zu 83., S. 1, 8; zu 100., S. 1 – Anträge auf Verzinsung der "Nachzahlung auf die Barabfindung" bzw. des "Erhöhungsbetrags" gestellt hätte, seien diese Anträge unzulässig; die Verzinsung einer etwaigen Erhöhung einer Barabfindung ergebe sich aus dem Gesetz, § 327b Abs. 2 AktG. Dementsprechend seien Ansprüche auf Verzinsung nicht im Spruchverfahren zu titulieren.

Der von der Antragstellerin zu 6. (S. 2) gestellte Antrag, die Beschwerde zuzulassen, sei zurückzuweisen. Gemäß § 61 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 FamFG lasse das Gericht die Beschwerde nur dann zu, wenn die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung habe oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Beschwerdegerichts erfordere; zu den Voraussetzungen werde nichts vorgetragen.

IV.

Das Gericht hat mit Beschluss vom 18.02.2021 (Bl. 30- 40 d.A.) die Verfahren zur gemeinsamen Verhandlung und Entscheidung verbunden und zum gemeinsamen

Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligter ehemaligen Aktionäre bestellt.

Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 41- 43 d.A.) wurde die Bekanntmachung dieser Bestellung im Bundesanzeiger veranlasst.

Der gemeinsame Vertreter rügt:

Der Basiszinssatz sei zu hoch falsch angesetzt worden. Der Basiszinssatz ungerundet sei zum Stichtag 05.05.2020 gem. Svensson mit -0,041% negativ gewesen. Insofern könne dieser nicht auf 0,20% vor Steuer aufgerundet werden.

Die der Bewertung der comdirect bank AG zugrunde gelegte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75% nach Steuern erweise sich im Ergebnis als wesentlich zu hoch und sei selbst nach den FAUB-Empfehlungen am oberen Ende angesetzt. Insbesondere in Anbetracht der aktuellen Wirtschaftslage und Kapitalmarktzinsen, die sich im Bereich von rund 1 % bewegten, wäre eine Marktrisikoprämie in Höhe von rund 2,00% - 3,0% in Ansatz zu bringen.

Der der Bewertung zugrunde gelegte Betafaktor (unverschuldet) in Höhe von 0,75% sei deutlich übersetzt. Die im vorliegenden Fall vorgenommene Ermittlung des Betafaktors auf Basis der Bildung einer Peer Group sei sehr kritisch zu bewerten. Da es eigentlich kaum vergleichbare Unternehmen zu der comdirect gebe, sollte auf den unternehmenseigenen Betafaktor abgestellt werden, anstatt in die Bewertung eine Peer Group einzubeziehen, die im Ergebnis nicht mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sein könnten.

Im Rahmen des ermittelten unternehmenseigenen Betafaktors sei dann wiederum nicht ersichtlich, warum dieser am oberen Ende der ermittelten Beta-Bandbreite angesetzt worden sei.

Der im Rahmen der Unternehmensbewertung der comdirect bank AG angesetzte Wachstumsabschlag von gerade einmal 0,62% sei erheblich zu niedrig. Nicht zuletzt angesichts des Umstands, dass auch infolge der Corona- Pandemie eine Inflationsrate sowohl in Deutschland wie auch in der EU in Höhe von 1% bis 2% zu erwarten gewesen sei, sollte der Wachstumsabschlag

deutlich über den angesetzten 0,62% liegen.

Bei der Bewertung einer angemessenen Abfindung an die Minderheitsaktionäre der comdirect bank AG sei die Zahlung von Vorerwerbspreisen an die Petrus Advisers Ltd. in Höhe von 15,15 € je Aktie nebst Kostenerstattung und Bearbeitungsgebühr unberücksichtigt gelassen worden. Da ohne den Vorerwerb die Einleitung des Squeeze-out-Verfahrens überhaupt nicht möglich gewesen wäre, sei dieser Preis bei der Findung einer angemessenen Abfindung pro Aktie mit einzubeziehen.

Die zugrundeliegenden Planungsrechnungen könnten auch unter Berücksichtigung des geltenden Stichtagsprinzips nicht überzeugen. Es handele sich hierbei ganz offenbar um eine anlassbezogene Planung, wie sich insbesondere aus der im Jahr 2020 vorgenommenen Aktualisierung der Planzahlen zeige. Bereits in der Vergangenheit hätte sich ausweislich der Vergangenheitsanalyse der beauftragten Gutachter nachhaltig gezeigt, dass die Planungen der comdirect bank AG nicht zuverlässig gewesen seien. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass echte wie unechte Synergieeffekte im Rahmen des Squeeze-outs in der Planung Berücksichtigung gefunden hätten. Die Commerzbank habe sich aus der Übernahme allein im Kostenbereich ein Synergiepotential in Höhe von 150 Mio. € p.a. erwartet.

Es sei kritisch zu bewerten, dass der Provisionsüberschuss in dem digitalen Marktumfeld, in dem sich die comdirect bank AG bewegt habe, und das nicht zuletzt coronabedingt erhebliche Zuwachsraten erwarten lasse, bis 2023 nur auf 294 Mio. € ansteigen sollten. Auch die geplanten Zuwächse der Depotkunden würden nicht zuletzt aufgrund des Trends zur Digitalisierung erheblich von den nun tatsächlich erzielten Wachstumsergebnissen abweichen. Die Fehlerhaftigkeit der Planung zeige sich weiter in der zu konservativen Planung der Orderhäufigkeit, die tatsächlich erheblich zugenommen habe. Auch sei nicht zu erkennen, dass aufgrund von Maßnahmen von Wettbewerbern der comdirect bank AG die Erlöse zunehmend unter Druck geraten würde. Die gesamte Planung im Hinblick auf die Entwicklung des Zinsüberschusses sowie des Provisionsüberschusses erweise sich als viel zu verhalten und sei insbesondere (gerade bezüglich des erwirtschafteten Zinsüberschusses) auch mit den Steigerungsraten der Jahre 2017 bis 2019 nicht in Einklang zu bringen.

Die fehlerhafte Planungsrechnung zeigten sich bereits aus dem Halbjahresergebnis 2020, welches ein Ergebnis vor Steuern in Höhe von rund 146 Mio. € ausweise. Ein annähernd vergleichbares Ergebnis vor Steuern sei in der Planungsrechnung erst für das Jahr 2023 vorgesehen. Im ers-

ten Halbjahr 2019 seien lediglich ein Ergebnis vor Steuern in Höhe von knapp 31 Mio. € erzielt worden. Der Provisionsüberschuss habe sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum mehr als verdoppelt auf mehr als 220 Mio. €. Auch die Trades hätten sich mit 24,7 Millionen im ersten Halbjahr 2020 auf Rekordniveau bewegt.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

V.

In der mündlichen Verhandlung vom 14.10.2025 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer _____ angehört. Hinsichtlich der Ergebnisse wird Bezug genommen auf die allen Beteiligten zugestellten ergänzende Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 15.10.2024 (Ordner „Gutachten Breithaupt“) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 14.10.2025.

B.

Die auf Feststellung einer höheren Barabfindung als 12,75 € je Aktie der comdirect AG gerichteten Anträge sind überwiegend zulässig, jedoch nicht begründet.

I.

Die Anträge der Antragsteller sind mit Ausnahme der der Antragsteller zu 50) und 65) zulässig.

1. Die Antragsteller sind (fast alle) jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG a.F., weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der am 02.11.2020 Aktionäre der Gesellschaft waren.

Lediglich die Antragsteller zu 50) und 65) haben trotz erfolgter gerichtlicher Hinweise einen entsprechenden Nachweis nicht geführt. Die Antragsgegnerin hat deren Aktivlegitimation ausdrücklich bestritten, so dass diese Anträge als unzulässig zu verwerfen waren.

2. Soweit die Antragsgegnerin rügt, die Anträge der Antragsteller zu 52) und 55) seien unzulässig, weil sie als jeweils gemeinsame Depotinhaber die Voraussetzungen einer gesetzlichen oder gewillkürten Prozessstandschaft nicht dargelegt hätten, gründet diese Rüge auf unvollständig eingescannten Aktenbestandteilen. In der ursprünglichen, dann verbundenen Akte 8 HKO 19/21 befindet sich eine Vollmacht für die Antragstellerin zu 52), die Vollmacht für den Antragsteller zu 55) wurde erneut mit Blatt 1169 d.A. eingereicht.

3. Die Antragsteller zu 39) und 75) sind beteiligten- und verfahrensfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 1 und 9 Abs. 3 FamFG.

Soweit die Antragsgegnerin die Zulässigkeit der Anträge der Antragsteller zu 39) und 75) rügt, weil diese ihre Existenz als ausländische Partei nicht belegt und einen Nachweis für ihre Prozessführungsbefugnis nicht beigebracht hätten, verfängt dies nicht. Für die Antragstellerin zu 39) wurde das „Registre de Commerce et des Societies“, Luxemburg vom 04.10.2021 nebst Prozessvollmacht vom 11.01.2021 vorgelegt (Anlagen 1 und 2 zum Schriftsatz vom 18.10.2021), für die Antragstellerin zu 75) ein Auszug aus dem „Search Report“ Companies Register der Cayman Island General Registry zur Registernummer 350147 vom 30.09.2021 nebst Prozessvollmacht vom 11.01.2021 (Anlagen 3 und 4 zu o.g. Schriftsatz).

2. Die übrigen Anträge wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG a.F. beim Landgericht Itzehoe eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 02.11.2020, weshalb die Frist am Montag, den 02.02.2021 endete. Spätestens an diesem Tag gingen alle Anträge zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht Itzehoe ein.

3. Alle "zulässigen" Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung des BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Henssler in: BeckOGK SpruchG, Stand: 1.06.2025, § 4 Rdn. 24).

Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind jedoch nicht begründet, weil die in der Hauptversammlung vom 05.05.2023 auf € 12,75 je Stückaktie der comdirect AG als angemessen angesehen werden muss.

Der durch die Hauptversammlung vom 05.05.2020 festgesetzte Wert von € 12,75 je Aktie führt zu dem vollen Ausgleich, den ausscheidende Aktionäre nach § 327b I 1 AktG für den Vermögensverlust, der ihnen durch den zwangsweisen Verkauf ihrer Aktien entsteht, erhalten sollen. Dies umfasst nicht nur die Differenz zu einem künftigen höheren Verkaufspreis, sondern auch den Verlust durch den Ausfall künftiger Dividenden.

Die Ermittlung des Abfindungsbetrages erfolgte in einer nicht zu beanstandenden Weise unter Zugrundelegung des gewichteten Börsenkurses in einem Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme. Hinreichende Gründe anstelle dieses Wertes aufgrund einer Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode einen höheren Wert anzunehmen,

haben sich auch unter voller Berücksichtigung der Einwände der Antragsteller im Verfahren nicht erhärtet. Vielmehr ist die Kammer nach dem ausführlich begründetem Gutachten der gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer und der daran anschließenden mündlichen Erläuterungen davon überzeugt, dass der im Ergebnis maßgebliche Börsenwert des Unternehmens richtig ermittelt wurde und dass der Ertragswert des Unternehmens zu einer niedrigeren Bewertung der einzelnen Anteile führen würde.

Soweit verschiedene Antragsteller der Auffassung sind, im Spruchverfahren sei generell eine umfassende Neubewertung des Unternehmens durch gerichtlich zu bestellende Sachverständige erforderlich, weil die Angemessenheitsprüfer von vornherein als "institutionell befangen" anzusehen seien und bei einer anschließenden gerichtlichen Vernehmung als Obergutachter in eigener Sache fungieren würden, verkennen diese Antragsteller die Rolle des Angemessenheitsprüfers und die seiner Bestellung zugrunde liegenden gesetzlichen Intentionen. Die nach § 327 c Abs. 2 AktG vorgesehene Prüfung der durch den Hauptaktionär festgesetzten Barabfindung durch gerichtlich bestellte Prüfer hat durchaus den Zweck, sicherzustellen, dass die angemessene Abfindung zutreffend ermittelt wird, sonst wäre unerklärlich, warum eine solche Prüfung überhaupt vorgenommen werden sollte. Dementsprechend kann auch der pauschale Vorwurf institutioneller Befangenheit nicht greifen. Die frühzeitige Anhörung der Angemessenheitsprüfer als sachverständige Zeugen ist in § 8 SpruchG ausdrücklich vorgesehen, wobei diese sich in ihrer Anhörung qualifiziert mit den durch die Antragsteller erhobenen Einwänden gegen ihre Feststellungen auseinandersetzen sollen. Das ergibt sich daraus, dass ihnen nach § 8 Abs. 2 S. 2 SpruchG die Anträge der Antragsteller, die Erwidern des Antraggegners und das weitere schriftliche Vorbringen zwingend mit der Ladung mitzuteilen sind. Bei der gesetzlich geforderten Auseinandersetzung der Angemessenheitsprüfer mit Einwänden gegen ihre Feststellungen geht es auch keineswegs darum, dass die Prüfer nun als Obergutachter in eigener Sache fungieren sollen, die dann - nach Meinung von Kritikern des Verfahrens - notorisch unwillig seien, auch nur irgendwo einzuräumen, dass bestimmte Annahmen oder Feststellungen falsch oder weniger fundiert seien. Der Sinn der Anhörung und der Auseinandersetzung mit Einwänden besteht vielmehr darin, dass das Gericht mit Hilfe der Antragsteller in die Lage versetzt werden soll, zu erkennen, ob Feststellungen oder Annahmen der Prüfer weiterer Nachprüfung bedürfen, insbesondere ob die weitere Aufklärung erheblicher Tatsachen nötig sind oder ob methodische Ungereimtheiten bestehen, welche die Kammer, ggf. mit Hilfe eines zu bestellenden Sachverständigen, klären muss. Bei der Beurteilung der Angemessenheitsgutachten, der dagegen erhobenen Einwände und der dazu gegebenen Erklärungen der Angemessenheitsprüfer hilft es dem Gericht, dass diese Gutachten selbst nach aner-

kannten Methoden gefertigt werden müssen, an welche die Prüfer gebunden sind und deren Einhaltung wiederum objektiv nachprüfbar ist.

Die Kammer betrachtet es nicht als Aufgabe von Gerichten, wirtschaftswissenschaftliche Streitfragen zu entscheiden oder gar eigenständige empirische Forschungen zu veranlassen, um eine noch präzisere Grundlage für eine Bewertung zu erlangen. Im Rahmen der zu treffenden Rechtsentscheidung ist sich die Kammer vielmehr dessen bewusst, dass die Bewertungsmodelle letztlich Hilfsüberlegungen sind, die eine Bewertung im Rahmen eines Verkaufsvorgangs durch vollständig informierte Marktteilnehmer auf Anbieter- und Nachfrageseite, die keine strategischen Interessen verfolgen, nur unzureichend ersetzen können, die aber als Grundlage einer gebotenen Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO ausreichen.

Der richterlichen Überzeugungsbildung sind bei einer Schätzung nach § 287 ZPO nicht die Beweisforderungen des § 286 ZPO zugrunde zu legen, vielmehr hat das Gericht nach freier Überzeugung über die Bewertung zu entscheiden und es steht in seinem Ermessen, inwieweit es eine Beweisaufnahme anordnet. Entscheidend ist, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die von dem Gericht vorzunehmende Schätzung geschaffen ist. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige, aber nicht notwendigerweise bestmögliche Grundlage handelt. Nicht erforderlich ist es dabei, dass sich das Gericht ein abschließendes Bild über die widerstreitenden Ansichten innerhalb der Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Methoden oder Parametern machen müsste. Ausreichend ist vielmehr eine Beurteilung der Tragfähigkeit der Schätzgrundlage nach pflichtgemäßem Ermessen gemessen an dem Ziel einer zutreffenden Abbildung des „wahren“ Wertes der Unternehmensbeteiligung, wobei nicht die Methode ermittelt werden muss, die das Bewertungsziel am vermeintlich besten erreicht.

Erfolgt die Ermittlung des Anteilswertes anhand einer Unternehmensbewertung, ist zum Zwecke von dessen Schätzung in der Regel auf die im Bewertungsgutachten erläuterten und von den sachverständigen Prüfer analysierten Methoden, Parameter und Planzahlen zurückzugreifen, sofern diese sich im Rahmen der gerichtlichen Prüfung als vertretbar und plausibel erweisen sowie eine wertende Gesamtsicht des so ermittelten Unternehmenswertes keine andere Betrachtungsweise nahelegt. Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss vor dem Hintergrund des in § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 26 FamFG nur dann eingeholt werden, wenn gleichwohl weiterer Aufklärungsbedarf besteht und weitere Klärung durch das Sachverständigengutachten zu erwarten ist.

Bei der Festsetzung einer angemessenen Abfindung infolge einer Strukturmaßnahme ist der Börsenwert des Unternehmens stets zu berücksichtigen. Das Bundesverfassungsgericht hat hierzu mehrfach klargestellt, dass Art. 14 GG erfordert, dass Minderheitsaktionäre wegen der Bedeutung der das Aktieneigentum prägenden Eigenschaft der besonderen Verkehrsfähigkeit der Aktie in bei einem Ausschluss jedenfalls nicht weniger erhalten dürfen, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung erhalten hätten, sodass der maßgebliche Börsenkurs gleichzeitig den Mindestwert eines zu zahlenden Abfindungsbetrages bildet. Nach der Entscheidung des BGH vom 19.07.2010, II ZB 18/09 (Stollwerck), ist dabei grundsätzlich auf einen nach dem Umsatz gewichteten Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme abzustellen.

Im vorliegenden Fall wurde die Maßnahme durch eine Ad-hoc-Mitteilung vom 03.01.2020 bekannt gemacht. Für die Bestimmung des Mindestwertes kommt es daher auf den gewichteten Börsenkurs in der Zeit vom 02.10.2019 bis zum 02.01.2020 an. Für diesen Zeitraum ermittelte die BaFin einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG in Höhe von 12,75 € je Aktie.

Dieser Wert ist nach der Rechtsprechung des BVerfG (1-BvR-1613/94) bei der Findung einer angemessenen Barabfindung nur dann nicht zu berücksichtigen, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien dieser Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage gewesen ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist. Dies war vorliegend nicht gegeben, dazu haben die Prüfer ausgeführt, dass im Referenzzeitraum die Aktien der comdirect an 60 Tagen mit einem Handelsvolumen von 13.320.116 Stück gehandelt worden sind.

Für die Annahme von Manipulationen seitens der Hauptaktionärin bietet eine Betrachtung der Kurve der Entwicklung des Börsenkurses (vgl. Bericht vom 20.03.2020, S.86) keine Anhaltspunkte.

In dem hier vorliegenden Fall ist der Börsenwert nicht auf den Bewertungsstichtag 05.05.2020 hochzurechnen. Der Börsenwert ist entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Nach Auffassung der Kammer ist die Entscheidung, ob es sich bei der Zeit zwischen der Ankündigung der Maßnahme und der Hauptversammlung um einen "längeren Zeitraum" handelt, im Einzelfall auch anhand der konkreten Marktentwicklung zu treffen. Umso stärker die Kursentwicklung, umso kürzer die Zeit,

nach der eine Anpassung durch Hochrechnung des Börsenkurses geboten ist. Literatur und Rechtsprechung (z.B. OLG Stuttgart 20 W 4/13, juris RN 90; Koch AktG, 19. Aufl. 2025, § 305 RN 44 f. m.w.N.) halten einen Zeitraum von bis zu 6 Monaten als unkritisch. Zwischen dem Tag der Bekanntgabe der Maßnahme, dem 03.01.2020, und dem Tag der geplanten Hauptversammlung am 05.05.2020 lag dagegen nur ein Zeitraum von 4 Monaten und 2 Tagen.

Der Börsenwert ist nicht wegen oder anhand evtl. Vorerwerbspreise zu korrigieren. Die Höhe der Barabfindung muss Vorerwerbspreise nicht berücksichtigen, wobei dies in gleicher Weise für das Angebot im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Kaufangebotes gilt.

Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollpremiere“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838; Emmerich in Emmerich/ Habersack, Aktien- und GmbH- Konzernrecht, 10. Aufl. 2022, § 305 RN 68), vermag die Kammer dem nicht zu folgen. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichtes (1 BvR 1613/94, juris RN 58) kann der von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlte Preis für Aktien eine abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Aktieneigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben, weil er regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung hat. Nur die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – wie hier dem des squeeze out - sind lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend während sie für Dritte keine Bedeutung haben. Aus Sicht eines Minderheitsaktionäres sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelänge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf, so das Bundesverfassungsgericht weiter, bestehe aber verfassungsrechtlich noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit ein Anspruch.

Der Unternehmenswert liegt nicht über dem Börsenwert und rechtfertigt daher keine andere/ höhere angemessene Barabfindung.

Der für die Abfindung je Aktie maßgebliche Unternehmenswert wurde dabei im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch in der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,

das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch risikoadäquate Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Zu berücksichtigen ist dabei, dass es einen exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Dem Gericht kommt die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen. Die Ertragswertmethode ist hierbei weithin anerkannt, auch bei dem Standard IDW S1 handelt es sich um eine fachliche Bewertungsweise, mit deren Hilfe der Ertragswert bestimmt werden kann. Das Ertragswertverfahren, der Bewertungsstandard IDW S 1 (2008) und die sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (im Folgenden: FAUB) stellen eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte, in der Praxis gebräuchliche Methode und eine anerkannte Expertenauffassung dar; sie bilden als solche eine tragfähige Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswertes (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. November 2013 – 20 W 4/12, AG 2014, 291 Rn. 80).

Es bestehen keine Bedenken, die Ertragswertzahlen des Übertragungsberichtes vom 20.03.2020, aktualisiert durch die gutachterliche Stellungnahme zum 05.05.2020, zur Grundlage der richterlichen Schätzung des Unternehmenswertes der comdirect zu machen. Auf dieser Grundlage schätzt die Kammer den maßgebenden Unternehmenswert auf € 1.577,165 Millionen. Daraus ergibt sich ein Anteil des Minderheitenaktionärs am Unternehmenswert von € 11,17 je Aktie.

Nach dem Ertragswertverfahren ergibt sich der Unternehmenswert aus der mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontierten Summe der zukünftigen Nettozuflüsse bei den Anteilseignern. Der Wert des etwa vorhandenen nicht betriebsnotwendigen Vermögens der Gesellschaft und sonstige Sonderwerte sind hinzuzurechnen.

Die zu diskontierenden Erträge teilen sich nach dem aktualisierten Übertragungsbericht zum 05.05.2020 in eine Detailplanungsphase für die Geschäftsjahre 2020 bis 2023 mit jährlich ansteigenden Gewinnanteilen der Anteilseigner und eine sich daran anschließende Phase der ewigen, keinen Änderungen mehr unterliegenden Rente auf. In der Unternehmensbewertung ist ein Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Geschäftsjahren üblich (vgl. IDW S1 (2008) Rn. 77). Nicht von den Antragstellern dargelegt oder anderweitig ersichtlich ist, dass eine Detailplanungsphase von

weniger als fünf Geschäftsjahren verlässlichere Annahmen ermöglicht hätte. Die Erträge der ewigen Rente wurden aus dem letzten Planjahr 2023 entwickelt, wobei ein Wachstum von 0,62 % unterstellt wurde.

Bei der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nur eingeschränkt überprüfbar. Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Sofern die vorgelegten Zahlen in diesem Sinne plausibel sind, hat auch das Gericht sie seiner Schätzung des anteiligen Unternehmenswertes zugrunde zu legen.

Die Planungen und Prognosen in der Gutachterlichen Stellungnahme von _____ zum 05.05.2020 erweisen sich auch bei kritischer Würdigung der Planannahmen als plausibel.

Die Planung der zukünftigen Erträge beruht in der Regel auf einer Vergangenheitsanalyse. Diese ist Grundlage für die Abschätzung künftiger Entwicklungen. Hiermit soll erreicht werden, dass die Prognose der künftigen Ertragsüberschüsse nicht losgelöst von der in der Vergangenheit ausgewiesenen Ertragskraft der Gesellschaft ist. Zugleich soll aber auch eine unreflektierte Fortschreibung vergangener Entwicklungen in die Zukunft verhindert werden, weswegen regelmäßig – wie auch vorliegend geschehen - eine Bereinigung der Vergangenheitswerte um Sondereinflüsse vorgenommen wird.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter haben keine erheblichen Einwendungen gegen die der Ertragswertschätzung im Übertragungsbericht zu Grunde liegenden Vergangenheitsdaten erhoben.

Gegen die Erstreckung der Vergangenheitsanalyse auf die Jahre 2017 bis 2019 bestehen keine Bedenken. Die sachverständigen Prüfer haben die Planungen der Antragsgegnerin für den Detailplanungszeitraum anhand der Vergangenheitsdaten aus den Jahren 2017 bis 2019 überprüft und für plausibel erachtet. Damit ist sichergestellt, dass die Prognose der künftigen Ertragsüberschüsse nicht losgelöst von der in der Vergangenheit ausgewiesenen Ertragskraft der Gesellschaft, so insbesondere zum Bewertungsstichtag, ist.

Die auf der Grundlage der zutreffend ermittelten Vergangenheitsdaten entwickelten Ertragsprognosen im Übertragungsbericht sind nach den überzeugenden Ausführungen der sachverständigen Prüfer im Prüfbericht und den Angaben des Prüfers Breithaupt im Rahmen der ergänzenden Anhörung vom 14.10.2025 plausibel, insbesondere nach den Aktualisierungen der Planungen zum Stichtag des 05.05.2020 wegen veränderter Rahmenbedingungen in Bezug auf das Zins-, Aktienmarkt- und Wettbewerbsumfeld sowie von gesetzlichen Rahmenbedingungen. Die Aktualisierung des Zinsüberschusses führte zu Erhöhungen desselben in den einzelnen Planjahren und wurde von den sachverständigen Prüfern als sachgerecht und plausibel nachvollzogen. Zum Bewertungsstichtag wurden weiterhin die Planungen bezüglich des Provisionsüberschusses aufgrund der sich verändernden Einschätzung der Wettbewerbssituation sowie der erwarteten Auswirkungen aus der neuen steuerlichen Gesetzgebung zur Verlustrechnung aktualisiert; hier wurden die Erträge je Trade und die Anzahl der Trades entsprechend den Erwartungen des Vorstandes ab dem Planjahr 2021 reduziert; die sachverständigen Prüfer haben die Herleitungen nachvollzogen und für plausibel erachtet. Auch hinsichtlich des sonstigen Ergebnisses und der Anpassung des Sachaufwandes der Planjahre 2020 bis 2023 durch Änderung bei den Beiträgen für die Einlagensicherung an die Entschädigungseinrichtung deutscher Banken und den Einlagensicherungsfond aufgrund vom im Dezember 2019 eingegangenen Beitragsbescheiden.

Insbesondere wurden zum Bewertungsstichtag nachvollziehbar und plausibel aktualisierte Planungsrechnung hinsichtlich des erwarteten Provisionsüberschusses und der Personalkosten an gestellt.

Im 1. Quartal des Jahres 2020 kam es infolge der Auswirkungen der Covid- 19- Pandemie zu einem deutlichen Anstieg der Handelsaktivitäten der Kunden der comdirect, da aus ihrer Sicht mit der erhöhten Volatilität die Chance zur Erzielung schneller Kursgewinne bestand. Zudem saßen viele Kunden im Home Office und hatten mehr Zeit für Börsengeschäfte. Die Anzahl ausgeführter Orders erreichte im März 2020 ihren Höchststand, ab April war bereits ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen. Insofern erwartete der Vorstand der comdirect für das verbleibende Jahr eine Normalisierung des Trading- Verhaltens der Kunden.

Nach den Ausführungen der sachverständigen Prüfer in der ergänzenden Stellungnahme (Seite 65) war diese Einschätzung des Vorstandes nach einem Vergleich mit vergangenen Krisen, beispielsweise der Lehmann- Krise, nachvollziehbar, denn es hatte sich jeweils gezeigt, dass die hohen Volatilitäten an Aktienmärkten relativ zeitnah abflachten. Dem folgend stellten die sachverständigen Prüfer fest, dass im Rahmen der Stichtag Aktualisierung zwar das laufende Geschäftsjahr 2020 aufgrund der zur vergleichenden Entwicklung deutlich nach oben angepasst worden

sei, für die Folgejahre allerdings lediglich die Berücksichtigung der Veränderungen des Zinsumfeldes zu wesentlichen Anpassungen geführt habe.

Die Planung der Personalaufwendungen als Bestandteil der Planung der Verwaltungsaufwendungen stellte sich zum Bewertungsstichtag als sachgerecht und plausibel dar.

Weder die tatsächliche Reduktion der Mitarbeiterzahl der comdirect im 1. Halbjahr 2020 noch der Abgang des ehemaligen Finanzvorstandes waren im Rahmen der Bewertung in der Detail- oder Fortführungsphase zu berücksichtigen.

Die Reduktion der Mitarbeiterzahl im 1. Halbjahr 2020 war

bedingt durch Kündigungen von Mitarbeitern, die angesichts der erwarteten vollen Integration der comdirect in wegen der Unsicherheit des eigenen Arbeitsplatzes eine andere Beschäftigung suchten.

Die sachverständigen Prüfer haben in der ergänzenden Stellungnahme (Seite 99 f.) dargelegt, dass zum Bewertungsstichtag sowie der weiteren Erwartung zum laufenden Geschäftsjahr eine Reduzierung der Personalaufwendungen vorgenommen wurde, die dem bis dahin absehbaren und planmäßigen Mitarbeiterabgang entsprach.

Der sachverständige Prüfer hat dazu im Rahmen der mündlichen Anhörung dargelegt, dass diese von der comdirect nicht geplante Reduktion der Mitarbeiter nach dem maßgeblichen Stand-alone-Prinzip nicht zu berücksichtigen war; es sei sachgerecht so geplant worden, als seien die Kündigungen nicht erfolgt. Für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag sei sachgerecht so geplant worden, dass die durch Kündigungen fehlenden Mitarbeiter durch andere Mitarbeiter oder externe Dienstleister ersetzt würden, um die erforderlichen Tätigkeiten weiterhin durchführen zu können.

Auch das Ausscheiden des Vorstandes Herrn von Blücher war bei der Planung der Personalaufwendungen nicht zu berücksichtigen. In der ergänzenden Stellungnahme haben die sachverständigen Prüfer dargelegt (Seite 99), dass das Ausscheiden dieses Vorstandsmitgliedes nicht zu einer dauerhaften Personalkostenreduzierung bei der comdirect führen konnte, da die Tätigkeit von einer anderen Person als Vorstand wahrgenommen werden musste. So forderte die BaFin eine Nachbesetzung der Stelle, sofern die Verschmelzung auf die Antragsgegnerin nicht bis November 2020 umgesetzt würde. Aus der für eine objektivierter bewertungsrelevanten „stand-alone“-

Perspektive sei seinerzeit sachgerecht mit einem dreiköpfigen Vorstand für die comdirect zu planen gewesen.

Auch andere Synergien hätten bei der Planung nicht berücksichtigt werden müssen. Die Antragsteller können sich nicht auf das Gebot der "stand-alone"-Bewertung berufen. Mit diesem Gebot wird die Nichtberücksichtigung von Synergieeffekten bei der Prognose der künftigen Unternehmensverträge bezeichnet, die aus der Umsetzung der dem bewertungsanlassbildenden Strukturmaßnahmen entstehen (OLG Stuttgart, 20 W 9/08 RN100 nach juris). Die comdirect war seinerzeit deshalb so zu bewerten, wie sie ohne den Squeeze-out mit der vollen Integration der comdirect in stünde.

Im Rahmen der mündlichen Anhörung hat der Sachverständige Prüfer weiter ausgeführt, dass er auch bei Zugrundelegung des geplanten neuen IDW ES1, wonach die Unterscheidung in echte und unechte Synergien aufgegeben werden soll, zu den gleichen Ergebnissen kommen würde. Er hat dargelegt, die Synergien würden realisiert durch die Verschmelzung der comdirect auf die Antragsgegnerin. Hier seien die Synergien erst durch die Verschmelzung entstanden, deshalb mache die Unterscheidung vorliegend in unechte oder echte Synergien keinen Unterschied.

Die auf der Grundlage der zutreffend ermittelten Vergangenheitsdaten entwickelten Ertragsprognosen im Übertragungsbericht sind nach den überzeugenden Ausführungen der sachverständigen Prüfer im Prüfbericht plausibel. Ergänzende Nachfragen dazu haben sich im Rahmen der Anhörung der Prüfer am 14.10.2025 nicht ergeben.

Die nach den vorstehenden Ausführungen belastbar ermittelten, künftig auf die Anteilseigner entfallenden Ergebnisse sind aus den Tabellen der Gutachterlichen Stellungnahme von zum 05.05.2020 ersichtlich. Diese Beträge sind mit dem Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren.

Nach IDW S1 wird der Kapitalisierungszinssatz aus (beobachtbaren) Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) abgeleitet, die Bewertungsobjekt spezifisch anzupassen sind. Nur bewertungstechnisch werden in Theorie und Bewertungspraxis die

so erforderlichen Alternativrenditen aus der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativenanlage (Basiszins) ermittelt, die um einen der Investitionsentscheidung zuzumessenden bewertungsobjekt-spezifischen Risikozuschlag (Marktrisikoprämie und Betafaktor), die Ertragssteuerbelastung des Investors und einen Wachstumsabschlag korrigiert wird.

Gegen die Ableitung des Basiszinssatzes ist nichts einzuwenden.

Nach herrschender Auffassung orientiert sich die Bemessung des Basiszinssatzes an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativenanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch Fristen adäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestitionen ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen Kapitalmarkt nicht vorhanden sind, kann nach Empfehlungen des FAUB zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.

Die Ersteller des Übertragungsberichts und die sachverständigen Prüfer haben den Basiszinssatz methodisch bedenkenfrei auf der Basis eines Durchschnitts über drei Monate anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank abgeleitet. Dabei wurde zunächst ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszins von 0,2056 % ermittelt und zur Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie Ungenauigkeiten auf den nächsten Viertelprozentpunkt, mithin auf 0,20 % vor bzw. 0,15 % nach Steuern, gerundet. Zum Bewertungsstichtag 05.05.2020 betrug der nach der gleichen Methodik abgeleitete Basiszinssatz ungerundet -0,03 , gerundet 0,00 %. Dieses Vorgehen entspricht dem üblichen Vorgehen in der Praxis. Der sachverständige Prüfer Breithaupt hat dazu in der Anhörung am 14.10.2025 ergänzend ausgeführt, dass es sich bei der Rundung von -0,03 % auf 0,00 % um eine vom FAUB des IDW empfohlene Methode handele und es methodisch nicht sinnvoll sei, einen negativen Basiszins einzusetzen.

Der Basiszins ist um einen nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzenden Risikozuschlag zu erhöhen, weil im Gegensatz zur Anlage in öffentliche Anleihen bei der Investition in ein Unternehmen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind.

Die Höhe des Risikozuschlags wird der in gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 – I-26 W 5/07(AktE), ZIP 2009, 2003 Rn. 122 ff.) folgend anhand des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax CAPM), einer in der Wirt-

schaftswissenschaft anerkannten, vom IDW empfohlenen (IDW S1 (2008) Rn. 118 ff) und in der Praxis gebräuchlichen Methode, ermittelt. Im Zuge dessen wird aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und von (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen eine durchschnittliche Risikoprämie (sogenannte Marktrisikoprämie) gebildet. Diese wird dann mit einem unternehmensspezifischen Faktor, dem sogenannten Betafaktor multipliziert.

Der Übertragungsbericht, die gutachterliche Stellungnahme zum 05.05.2020 und diesem folgend die sachverständigen Prüfer haben der Berechnung des Risikozuschlags eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75 % nach Steuern zu Grunde gelegt. Dies ist zur Überzeugung der Kammer nicht zu beanstanden.

Es handelt sich dabei um den Mittelwert der Spannbreite von 5,0 % bis 6,5 % (nach persönlichen Ertragssteuern), welche vom FAUB für Bewertungsstichtage ab dem 19. September 2012 (Fachnachrichten Nr. 10/2012) empfohlen wird. Die Kammer sieht mit den Oberlandesgerichten Schleswig (Beschluss vom 09.03.2020 – 9 W 169/15, S. 16 f., Anlage Ag14 m.w.N.) und Frankfurt (Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15, AG 2017, 790 Rn. 70 f), keine Veranlassung, für die Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO nicht auf diese Empfehlung zurückzugreifen. Es ist auch nicht ersichtlich, dass eine Nichtbeachtung der Empfehlung des FAUB zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führen würde. Die Berücksichtigung der Empfehlung des FAUB als sachverständiges Gremium des IDW, dessen Empfehlungen in der Bewertungspraxis – unabhängig vom Bewertungsanlass – regelmäßig gefolgt wird, erscheint weiterhin angemessen. Weder der Gesellschaft noch dem Gericht im Rahmen seiner eigenen Schätzung des anteiligen Unternehmenswertes obliegt es, umfassende Studien zu der Höhe der Marktrisikoprämie als einer letztlich ohnehin nicht zweifelsfrei ermittelbar Größe durchzuführen, wenn der Verband der Wirtschaftsprüfer und damit dem maßgeblichen Experten auf dem fraglichen Gebiet eine Bandbreite bekannt gibt, die zwar hinsichtlich der aktuellen Empfehlung durchaus diskussionswürdig, aber zumindest nicht abwegig erscheint (OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15, AG 2017, 790 Rn. 71).

Vor diesem Hintergrund ist es nicht zu beanstanden, wenn der Prüfer im Rahmen der Anhörung vom 14.10.2025 auch für den Bewertungsstichtag 05.05.2020 von einer Spanne von 5 % bis 6,5 % ausgeht; die Empfehlung des FAUB vom 22.10.2019 lautete auf eine Bandbreite von 5,0 bis 6,5 % nach persönlichen Steuern.

Wie bereits ausgeführt handelt es sich bei den Empfehlungen des FAUB um in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte Expertenauffassungen, denen die Praxis der Unternehmensbewertung regelmäßig folgt. Sinn und Zweck des Spruchverfahrens ist es nicht, sich mit einzelnen widerstreitenden Ansichten oder widerstreitenden methodischen Ansätzen innerhalb der Wirtschaftswissenschaften auseinanderzusetzen und dazu im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung gar eigene Studien in Auftrag zu geben.

Der Übertragungsbericht und ihm folgend die sachverständigen Prüfer haben die Marktrisikoprämie in Höhe des Mittelwertes mit 5,75 % angesetzt. Dieses begegnet zur Überzeugung der Kammer im vorliegenden Fall keinen Bedenken.

Sowohl die Frage, welche Mittelwertbildung bei der Ableitung der Marktrisikoprämie verwendet werden sollte, als auch die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie sind innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten. Eine allgemein anerkannte Höhe hat sich bislang nicht herausgebildet; eine empirisch genaue Festlegung ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. April 2019 – I-26 W 5/17, AG 2019, 833, Rn. 50; Beschluss vom 10. April 2019, I-26 W 6/17, AG 2019, 836 Rn. 61). Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. April 2019 – I-26 W 5/17, aaO, Rn. 50 OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12 a W 2/15, AG 2016, 672 Rn. 68 bei juris). Nach alledem ist der angenommene Wert von 5,75 % im Rahmen einer Schätzung, die sich zwischen einer Vielzahl unterschiedlicher Werte zu bewegen hat, auch aus Sicht der Kammer nicht zu beanstanden und die Kammer folgt dieser Schätzung.

Gegen die Ermittlung des Betafaktors (auch) anhand einer Peer-Group und den Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors von 0,75 bestehen im Ergebnis keine Bedenken.

Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zu der Rendite des Marktportfolios verhält. Dabei misst der Betafaktor das systematische Risiko einer Aktie; er beschreibt, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist. Dabei ist der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein ebenfalls durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors ist in erster Linie der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst. Ersatzweise können auch die Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer-Group)

oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios erfolgen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15, a.a.O. Rn. 79).

Der Betafaktor wurde durch den Bewertungsgutachter zunächst für drei Peer- Groups (Vergleichsunternehmen) mit den Schwerpunkten Brokerage, Retail- Banking und Direktbanking abgeleitet und so in der Mischung ein Betafaktor von mindestens 1,0 festgestellt. Die sachverständigen Prüfer haben die Vorgehensweise der Antragsgegnerin bei der Auswahl der Unternehmen der Peer Groups geprüft und systematisch sowie hinsichtlich ihrer konkreten Durchführung für sachgerecht erachtet. Konkrete, auf die in diese Peer- Groups eingestellten Gesellschaften bezogene Einwendungen erheben die Antragsteller nicht.

Sodann wurde in einem weiteren Schritt der historische Betafaktor für die comdirect berechnet, was zu einem Ergebnis im Jahr 2019 zu einem Wert zwischen 0,65 und 0,85 führte. Dazu hat der Bewertungsgutachter ausgeführt, dass er bei der Verwendung von unter 0,75 liegenden Betafaktoren den Äquivalenzgrundsatz verletzt sehe.

Die sachverständigen Prüfer haben die Ermittlung der Betafaktoren der Peer Groups geprüft und ohne Beanstandungen nachvollziehen können. Beide haben auch die zeitliche Stabilität des historischen Betafaktors der comdirect untersucht und sowohl in ihrer ergänzenden Stellungnahme (Seite 162) als auch in der mündlichen Anhörung bestätigt, dass der 2-jährige historische Betafaktor der comdirect in dem vom Bewertungsgutachter untersuchten Zeitraum ausreichend stabil gewesen ist, um auch mit der Stabilität die Plausibilität des angesetzten Betafaktors zu begründen. Weiter hat der Sachverständige Prüfer in der mündlichen Anhörung bestätigt, dass bei der Prüfung der Angemessenheit des unverschuldeten Betafaktors von 0,75 berücksichtigt worden sei, dass es sich bei der comdirect um ein von der Antragsgegnerin faktisch beherrscht das Unternehmen handelte.

Auch die ab dem Jahr 2041 (ewige Rente) berücksichtigte inflationsbedingte Wachstumsrate in Höhe von 1 % und der daraus resultierende einheitliche Wachstumsabschlag ab der Fortführungsphase, also ab dem Jahr 2024, wurde in Höhe von 0,63 % sachgerecht und angemessen abgeleitet.

Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden

Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2041, abgeleitet worden sind.

Die sachverständigen Prüfer haben den auf der Grundlage der spezifischen Verhältnisse der Branche und der Gesellschaft im Übertragungsbericht erfolgten Ansatz der Antragsgegnerin zunächst ausgehend von gesamtwirtschaftlichen Daten und sodann unter Berücksichtigung des erwarteten Gewinnwachstums der Branche AG geprüft und für angemessen erachtet. In der ergänzenden Stellungnahme (Seite 178 ff.) . Weiter hat der sachverständige Prüfer Breithaupt in der mündlichen Anhörung ausgeführt, die Inflationserwartungen zum Bewertungsstichtag seien gesunken und nicht gestiegen. Das langfristige Inflationsziel der europäischen Zentralbank (EZB) sei jedenfalls kein Maßstab für den Wachstumsabschlag, denn diese Inflationserwartungen sei in der Vergangenheit in Deutschland nahezu durchweg unterschritten worden. kommen sie zu dem Ergebnis, dass die Berechnungen und Angaben des Bewertungsgutachter zum Wachstumsabschlag angemessen und nicht zu erhöhen sind.

III.

1. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht.

Hinsichtlich der Gerichtskosten musste bezüglich der Antragsteller zu 50) und 65) § 15 Abs. 2 S. 2 SpruchG zur Anwendung gelangen. Insoweit entspricht es der Billigkeit, diesen Antragstellern die Gerichtskosten anteilig aufzuerlegen, soweit sich diese nach dem GNotKG bemessen. Deren Anträge waren offensichtlich unzulässig gewesen; in diesen Fällen können die Gerichtskosten den betreffenden Antragstellern auferlegt werden.

Für eine Anwendung von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist in Richtung auf die anderen Antragsteller kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich be-

rücksichtigt werden, dass die Anhörung der Vertragsprüfer im Termin vom 14.10.2025 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Planannahmen wie namentlich der Entwicklung der Umsatzzahlen, der Kosten, zur Thesaurierung, sowie zum Kapitalisierungszinssatz gebracht hat.

Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 SpruchG.

Nach dieser Vorschrift ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon kann vorliegend nicht ausgegangen werden, weil die Anträge in der Sache keinen Erfolg hatten.

Der Antragsgegnerin steht indes kein Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsteller zu. Hierfür besteht keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 2 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f.).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,00 festzusetzen. Dieser ist aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters maßgeblich.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **Beschwerde** statt.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 600 Euro übersteigt oder das

Gericht die Beschwerde zugelassen hat.

Die Beschwerde ist binnen einer Frist von 1 Monat bei dem

Landgericht Itzehoe
Theodor-Heuss-Platz 3
25524 Itzehoe

einzulegen.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post und soll die Bekanntgabe im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück 4 Tage nach Aufgabe zur Post als bekanntgegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von 5 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.

Die Beschwerde muss mit Schriftsatz durch eine Rechtsanwältin oder einen Rechtsanwalt eingelegt werden.

Die Beschwerde muss 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 Notarin, einen Notar, 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 verwiesen.