

- 8 O 150/02 -

Ausfertigung

Beschluss

In dem Verfahren

beschließt die Kammer für Handelssachen I des Landgerichts Lübeck durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht die Handelsrichterin und den Handelsrichter

am **31. Januar 2006**

1. Die Barabfindung der aufgrund der des Beschlusses der Hauptversammlung vom 16. August 2002 ausscheidenden Aktionäre wird auf 1.351,47 EURO je Aktie festgesetzt.
2. Die Kosten des Verfahrens tragen die Antragsgegner als Gesamtschuldner.
3. Der Geschäftswert für das gerichtliche Verfahren beträgt 790.000 EURO.

Gründe:**I.****Verfahrensablauf**

Die [redacted] war mit 95,1% = 578.023 von insgesamt 607.590 Aktien am Grundkapital der Deutschen Bank Lübeck AG, vormals Handelsbank, beteiligt. Der Vorstand der [redacted] hat von den in §§ 327 a ff AktG vorgesehenen Möglichkeiten Gebrauch gemacht, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung auf den Hauptaktionär zu übertragen (sog. Squeeze-Out-Verfahren). Am 18. März 2002 ist von der [redacted] die Absicht zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre bekannt gegeben worden.

Die technische Durchführung ist in der Weise erfolgt, dass der Vorstand der [redacted] die [redacted] mit der Erstellung einer gutachterlichen Stellungnahme für den Unternehmenswert der Deutschen Bank Lübeck beauftragt hat. In ihrem Gutachten vom 06. Juni 2002 haben die Wirtschaftsprüfer den Unternehmenswert der Deutschen Bank Lübeck AG zum Zeitpunkt des 16. Juli 2002 auf 775,9 Millionen EURO ermittelt. Zur Ermittlung der Höhe der Barabfindung je Aktie wurde der Unternehmenswert auf sämtliche 607.590 Stammaktien bezogen. Auf dieser Basis errechnete [redacted] einen Wert von 1.277,06 EUR je DB-Lübeck- Aktie zum Nennwert von 50.- DM = 25,56 EUR.

Die [redacted] hat bei der Kammer für Handelssachen I des Landgerichts Lübeck beantragt, [redacted] zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327 c Abs. 2 S. 3 AktG zu bestellen. Diesem Antrag hat die Kammer für Handelssachen mit der Maßgabe entsprochen, dass statt das beantragten [redacted] als Sachverständigenprüfer bestellt.

Die _____ hat über die von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ermittelte Barabfindung hinausgehend eine solche von 1.325,00 EUR je Stück angeboten.

Der gerichtliche Sachverständige _____ ist in seinem Gutachten vom 25. Juni 2002 zu dem Ergebnis gelangt, dass die festgestellte Barabfindung angemessen ist.

Am 16. August 2002 hat die Hauptversammlung der Deutschen Bank Lüneburg AG den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlossen. Die Barabfindung ist auf 1.325,00 EUR je Stück Aktie festgelegt worden.

Die Antragsteller halten den Abfindungsbetrag für unangemessen. Sie beanstanden die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens der AG sowie die Festlegung des Basiszinses, der Marktrisikoprämie und des Betafaktors als unangemessen. Wegen der Einzelheiten sowie der weiteren Beanstandungen wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze nebst dem Inhalt der mit den Schriftsätzen überreichten Anlagen.

Die Kammer für Handelssachen hat den Sachverständigen _____ auch im Spruchstellenverfahren zum Sachverständigen bestellt und mit der gutachtlichen Stellungnahme zu den Einwendungen der Antragsteller beauftragt.

Wegen des Ergebnisses der gutachtlichen Äußerungen wird Bezug genommen auf den Inhalt der schriftlichen gutachterlichen Stellungnahme vom 12. 11. 2003 sowie die Ergänzungen vom 14. 09. 2004 und 20. 09. 2005.

Der Sachverständige hat darüber hinaus in der mündlichen Verhandlung vom 21. 09. 2004 sein Sachverständigengutachten erläutert.

Wegen des Ergebnisses wird insoweit Bezug genommen auf den Inhalt der Sitzungsniederschrift vom 21. 09. 2004 sowie auf die schriftliche Ergänzung des Sachverständigen vom 06. Dezember 2004 (Bl. 499 ff. d.A.).

II.

Bewertungsgrundlagen:

Voraussetzung für die Bemessung der angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327 a, 327 b AktG als Ausgleich für den Verlust der Beteiligung an dem Unternehmen ist die Feststellung des Unternehmenswerts des ausschließenden Gesellschaft.

Die höchstrichterliche Rechtsprechung hat im Zusammenhang mit der Bemessung einer Barabfindung bei Gewinnabführungsverträgen erkannt, dass diese nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses erfolgen darf. Das Bundesverfassungsgericht hat hierzu ausgeführt, dass die außenstehenden Aktionäre unter Geltung des Artikel 14 GG Anspruch auf die volle Entschädigung haben, die dem wirklichen Wert ihrer Beteiligung am lebenden Unternehmen ihrer Gesellschaft unter Einschluss der stillen Reserven und ihres inneren Geschäftswert entspricht. Bei der Bestimmung dieser Abfindung müsse der Börsenkurs in die Überlegungen mit einbezogen werden. Die Abfindung müsse so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre nicht weniger erhielten, als bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrages (vgl. dazu BverfVerfGE 100, 189 ff.). Diese Grundsätze sind vom BGH in seiner Entscheidung vom 12. 03. 2001 (DB 2001, 669 ff.) fortgeschrieben worden, dass die Abfindung der außenstehenden Aktionäre grundsätzlich unter Berücksichtigung des an der Börse gebildeten Werts zu erfolgen habe.

Diese Grundsätze wären auch im vorliegenden Fall grundsätzlich anwendbar. Sie spiegeln indes den Unternehmenswert nur dann zuverlässig wieder, wenn keine Kursverzerrungen festzustellen sind.

Im vorliegenden Fall bestand im Jahre 2002 hinsichtlich des Handels mit Aktien der Deutschen Bank Lübeck AG eine Marktengpass, weil 95,1% von der gehalten wurden und damit als unverkäuflich anzusehen waren. In den letzten 3 Monaten vor Bekanntgabe der Ausschlussabsicht hat an 62% der Börsentage kein Handel stattgefunden und es sind nie mehr als 109 Stück Handelsvolumen umgesetzt worden. Nach der Bekanntgabe fand ein Handel mit Aktien der Deutschen Bank Lübeck AG nur an 36 Börsentagen statt, der Umsatz betrug maximal 251 Stück.

Damit spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie nicht wieder und kann daher als Parameter für die Unternehmensbewertung nicht herangezogen werden, mit der Folge, dass auf andere Bewertungsmethoden zurückgegriffen werden muss.

Eine bestimmte Bewertungsmethode wird vom Gesetz nicht vorgeschrieben. In der betriebswirtschaftlichen Praxis hat sich hierbei aber die sog. **Ertragswertmethode** durchgesetzt, die von der höchstrichterlichen Rechtsprechung anerkannt ist und in nahezu allen aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren zur Anwendung kommt (vgl. Krieger, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 2. Auflage, § 70 Rn 108).

Bei dieser Methode der Unternehmensbewertung bestimmt sich der Unternehmenswert aus der Summe der zukünftigen Einnahmeüberschüsse. Der Ertragswert wird durch Diskontierung der prognostizierten finanziellen Überschüsse ermittelt.

Ausgangspunkt ist die wirtschaftliche Entwicklung in den zurückliegenden Geschäftsjahren 1999 bis 2001 aus der Gewinn- und Verlustrechnung. Daran schließt sich eine Analyse der detaillierten Geschäftsplanung für die Geschäftsjahre 2002 bis 2004 an, die im März 2002 aufgestellt worden ist (Planungsphase 1). Für den Zeitraum ab 2005 (Planungsphase 2) ist das nachhaltige Ergebnis auf der Basis des bereinigten Ergebnisses des Jahres 2004 unmittelbar abgeleitet.

Je weiter die Einnahme-Überschüsse in der Zukunft liegen, umso mehr verlieren sie für die Beurteilung an Wert. Die Einnahme-Überschüsse sind daher auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen und zu einem Barwert zusammenzufassen. Mit Hilfe des Kapitalisierungszinsfußes wird das Bewertungsobjekt mit anderen Geldverwertungsmöglichkeiten verglichen.

Der Kapitalisierungszinssatz wird dabei aus einer typisierenden Annahme über die beste Alternativinvestition abgeleitet.

Ausgangspunkt ist zunächst die Ermittlung des Basiszinssatzes.

Das ist die Rendite einer langfristigen risikolosen Kapitalanlage.

Aufgrund der höheren Unsicherheit einer Aktienanlage ist der Basiszins um einen Risikozuschlag zu erhöhen (sog. Marktrisikoprämie).

Der Risikozuschlag ist durch den Betafaktor zu korrigieren. Dieser Betafaktor drückt die unternehmensindividuelle Risikohöhe im Vergleich zum Gesamtmarkt der risikobehafteten Wertpapiere aus.

Die Summe aus Beiden ergibt den Bruttozinssatz. Dieser wird korrigiert durch die Reduzierung der Ertragssteuern des Anlegers und ergibt den Nettozinssatz.

Eine weitere Korrektur erfolgt durch einen Wachstumsabschlag vom Nettozinssatz mit dem Wachstumseffekte in Form wachsender finanzieller Überschüsse berücksichtigt werden.

III.

Bei der Ermittlung der einzelnen Bewertungsparameter ist die Kammer zu folgenden Ergebnissen gelangt:

1) Basiszins

Die Abfindung des Aktionärs soll einen langfristigen Ausgleich für den Verlust der Aktie schaffen. Mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und anderen Kapitalanlagemöglichkeiten hergestellt werden. Die an den ausscheidenden Aktionär zu zahlende Abfindung soll es ihm ermöglichen, durch anderweitige Anlage dieses Betrages den Ertrag zu erwirtschaften, der seinem Anteil an dem zu erwartenden Unternehmensgewinn entspricht, von dem er in Zukunft ausgeschlossen bleibt. Dieser Zinssatz setzt sich aus dem Basiszins und verschiedenen Zu- und Abschlägen zusammen. Der Basiszinssatz bezieht sich aus der Sicht des Stichtages auf die auf Dauer erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen. Abzustellen ist auf den Bewertungsstichtag und die darauf bezogenen Ertragserwartungen.

Wird bei der Bewertung eines Unternehmens auf die am Bewertungsstichtag gültige Umlaufrendite mit einer bestimmten Restlaufzeit zurückgegriffen, dann ist zugleich eine Prognose über die danach zu erwartende Umlaufrendite erforderlich. Für die Festsetzung des Basiszinses ist auszugehen von derzeitigen Renditen und seiner prognostizierten Entwicklung für die Zukunft.

Die Rechtsprechung orientiert sich dabei an den Durchschnittsrenditen der letzten 10 bis 20 Jahre. Die Umlaufrenditen im Zeitraum bis 2001 bzw. 2002 haben sich bei festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten wie folgt entwickelt:

(1992 - 2001)	(1993-2002)
10 Jahre 5,92 %	5,72%
15 Jahre 6,41 %	6,36%
20 Jahre 6,72 %	6,57%

Der Sachverständige hält eine Festlegung auf 6 % in Übereinstimmung mit den Festlegungen der Antragsgegnerin für angemessen. Er geht davon aus, dass der in der Vergangenheit beobachtete durchschnittlicher Zinssatz in einigen Jahren wieder erreichbar sein werde. Der gegenwärtige Stand sei ein historischer Tiefpunkt, der sich in dieser Form nicht festschreiben lasse.

Die Festlegung auf 6% wird von der Kammer geteilt. Sie entspricht der Empfehlung Arbeitskreises Unternehmensbewertung („AKU“) des Instituts für Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. bezogen auf den Zeitpunkt der Jahreshauptversammlung. Dieser Arbeitskreises Unternehmensbewertung hat indes im November 2002 eine Empfehlung ausgesprochen, von einem Basiszins von 5,5% auszugehen. Diese Empfehlung ist im Januar 2003 veröffentlicht worden (IDW-Fachnachrichten, 1-2/203, S. 26).

Die Kammer hat geprüft, ob diese Empfehlung eine Zinsentwicklung nach vollzogen hat, die sich bereits im Sommer 2002 abgezeichnete. Diese Frage hat die Kammer nach einer Analyse der Zinsstatistiken der Deutschen Bundesbank verneint (Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Januar 2003).

Richtig ist, dass sich die Zinsentwicklung seit 1992 in einer Abwärtsbewegung befand. Diese Abwärtsbewegung ist indes nicht linear, sondern in Wellenformen verlaufen. Die Zinstabellen für den Sommer 2002 weisen keine Werte auf, aus denen ex ante hätte der Schluss abgeleitet werden können, die Zinsentwicklung werde sich weiter nach unten entwickeln. Auch im wirtschaftlichen Umfeld waren keine Veränderungen zu verzeichnen, die diese Annahme hätten nahe legen können.

Eine deutliche Abwärtsentwicklung der Zinsentwicklung ist indes erst im Herbst 2002 zu verzeichnen. Da die Prognose aber stichtagsbezogen auf August 2002 getroffen werden musste, konnte die nach diesem Zeitpunkt eingetretene Entwicklung, die sich bei einer Vorausschau nicht abgezeichnet hatte, keine Berücksichtigung finden.

Die Kammer legt daher für ihre Bewertung zum Zeitpunkt des 16. August 2002, dem Zeitpunkt der Beschlussfassung auf der Hauptversammlung der ausschließenden Aktiengesellschaft in Übereinstimmung mit der Planung der Antragsgegner und dem gerichtlichen Sachverständigen einen Basiszins von 6,0% zugrunde.

2) Marktrisikoprämie

Das zusätzliche Risiko, dass ein Investor bei einem Engagement in einem Unternehmen steckt, muss im Vergleich zu einem Engagement in quasi risikofreie öffentliche Anleihen angemessen vergütet werden. Hinsichtlich künftig zu erwartender Risikoprämie ist in erster Linie an die Prognosemöglichkeit für Kapitalmarktdaten anzuknüpfen, die in der Vergangenheit eingetreten sind.

Der Sachverständige hat sich mit der methodischen Kritik an der Ableitung der Marktrisikoprämie aus den Kapitalmarktdaten zurückliegender Zeiträume auseinander gesetzt und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass die Versuche, mit unterschiedlichen Methoden künftige Trends der Marktrisikoprämie zu prognostizieren zu versuchen, zeigen, dass die Ableitung einer bestimmten Marktrisikoprämie offensichtlich nicht möglich ist. Insbesondere bei mittelfristigen Prognosezeiträumen

besteht die Gefahr, das in unangemessener Weise auf die Entwicklung der jüngeren Vergangenheit gestellt wird.

Insoweit erscheint es sachgerechter, den Prognosewert für die künftige Marktrisikoprämie aus einer nachhaltigen Entwicklung in der Vergangenheit abzuleiten, weil dann Bezug genommen werden kann auf die tatsächliche Entwicklung an den Kapitalmärkten.

Der Sachverständige hat die Indices CDAX-Banken Performance, CDAX Performance, DAX Performance, REX- Performance (vor Steuern) und REX- Performance (nach Steuern) analysiert und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass eine Marktrisikoprämie von 5% als sachgerecht anzusehen ist.

Die Kammer sieht keine Veranlassung, die vom Sachverständigen als sachgerecht ermittelte Risikoprämie in Frage zu stellen.

3. Beta-Faktor

In der Praxis der Unternehmensbewertung findet überwiegend die CAPM Methode Anwendung, bei der dem Beta-Faktor eine wichtige Rolle zu kommt. Der Beta-Faktor drückt die unternehmensindividuelle Risikohöhe im Vergleich zum Gesamtmarkt der risikobehafteten Wertpapiere aus. Im Prinzip lässt sich bei jedem börsenorientierten Unternehmen der Beta-Faktor aus den Kapitalmarktdaten der Gesellschaft ableiten.

Bei der Deutschen Bank Lübeck AG spielte jedoch die Tatsache, dass das Handelsvolumen sehr gering war, eine erhebliche Rolle. Denn aufgrund der vorhandenen Markttenge spiegeln die amtlich festgelegten Kurse nicht die echten Marktpreise wider. Eine Ableitung des Beta-Faktors aus den Kapitalmarktfaktoren würde daher zu einem verzerrten Beta-Faktor führen. Die geringe Aussagekraft des sich rechnerisch ergebenden Beta-Faktors kann unmittelbar bereits durch das sog. Bestimmtheitsmaß dokumentiert werden. Es kann berechnet werden aus dem Quadrat des

Korrelationskoeffizienten zwischen der Aktien- und der Marktrendite. Dieses Bestimmtheitsmaß ist eine Maßzahl für den Erklärungsgehalt einer Regressionsfunktion und kann rechnerische Werte zwischen 0 und 1 einnehmen. Je geringer die Wertausprägung dieses Bestimmtheitsmaßes für die zugrunde gelegten vergangenheitsbezogenen Daten ist, umso geringer ist der Aussagewert.

Üblicherweise wird ein Wert des Bestimmtheitsmaßes von mindestens 0,5 gefordert, um eine ausreichend hohe Aussagekraft des Wertes zu gewährleisten. Für die Aktie der Deutschen Bank Lübeck AG hingegen wurde in einem Beobachtungszeitraum von fünf Jahren lediglich eine Ausprägung von 0,01 ermittelt. Daraus folgt, dass dieser Wert nicht geeignet erscheint und der Betafaktor auf andere Weise ermittelt werden muss.

Dieses ist seitens der Bewertungsgutachter in der Weise geschehen, dass eine „Peer-Group“ herangezogen worden ist, aus der der Beta-Faktor ermittelt werden kann. Zielsetzung bei der Ermittlung dieser Peer-Group ist die Erfassung von Unternehmen, die dem zu bewertenden Unternehmen in seiner Geschäftstätigkeit und damit modellhaft auch ihres operativen Risikos möglichst ähnlich sind. Als vergleichbarer Maßstab ist dabei auf den CDAX Banken zurückgegriffen worden, der sowohl Geschäftsbanken wie auch Hypothekenbanken umfasst. Der Durchschnitt der in diesem Index zusammengefassten Banken weist einen Wert von 1,0 als Beta-Faktor auf.

Bei einer näheren Betrachtung des CDAX Banken fällt indes auf, dass er geprägt ist mit einer Gewichtung von 80,54% der vier Großbanken, nämlich Deutsche Bank, Bayerische Hypothekenbank, Commerzbank und Dresdner Bank. Wegen der Einzelheiten wird Bezug genommen auf die Aufstellung im Sachverständigengutachten des vom 03. 12. 2004.

Im einzelnen weisen die Betafaktoren der vier Großbanken folgende Werte auf:

Bayerische Hypo-Vereinsbank	1,29
Commerzbank	1,15
Dresdner Bank	0,85
Deutsche Bank	1,28.

Die drei im Index vertretenen Hypothekenbanken weisen hingegen folgende Betafaktoren auf:

BHW Holding AG	0,20
Deutsche Hypothekenbank AG	0,08
RheinhyPo AG	0,10.

Damit ergäbe sich bei den Großbanken ein durchschnittlicher Betafaktor von 1,15, was bedeutet könnte, dass die restlichen 20% der im Index gelisteten Banken einen Betafaktor haben müssen, der weit unter 1 liegt.

Die Kammer hat erwogen, den durchschnittlichen Betafaktor der im Index verzeichneten Regional- und Hypothekenbanken durch Herausrechnung der vier Großbanken zu ermitteln. Diesem Versuch steht indes entgegen, dass die statistische Qualität des ermittelten Betafaktors mit Ausnahme der Comdirekt Bank ebenso wenig aussagekräftig ist wie der der Deutsche Bank Lübeck AG. Denn das Bestimmtheitsmaß bei diesen Banken liegt ebenfalls durchweg ganz erheblich unter 0,5, dem Wert, der gefordert wird um eine ausreichend hohe Aussagekraft zu gewährleisten. Im einzelnen weisen die genannten Banken folgendes Bestimmtheitsmaß R^2 auf:

Bankgesellschaft Berlin AG, Berlin	0,17
BHF-Bank AG, Frankfurt am Main	0,06
Berlin Hannoversche Hypotheken- bank AG, Berlin	0,01
BBG Beteiligungs-AG, Frankfurt am Main	0,00
BHW Holding AG, Hameln	0,02
Comdirect Bank AG, Quickborn	0,43
Depfa Deutsche Pfandbriefbank AG Frankfurt am Main	0
DSL Holding AG in Abwicklung, Bonn	0,02
DT, Verkehrsbank AG, Frankfurt am Main	0,09
Eurohypo AG, Frankfurt am Main	0,12
Gontard und Metallbank AG, Frankfurt am Main	0,05
Dt. Hypothekenbank Actien Gesellschaft, Hannover	0,08
IKB Deutsche Industriebank AG, Düsseldorf	0,23
Deutsche Hypothekenbank, Frankfurt Hamburg AG, Frankfurt am Main	0,03
Rheinische Hypotheken AG, Frankfurt am Main	0,01
HSBC Trinkaus & Burghardt AG, Düsseldorf	0,00
Vereins- und Westbank AG, Hamburg	0,23
Baden-Württembergische Bank AG, Stuttgart	0,09

Wenn auch wegen der zu geringen Werte des Bestimmtheitsmaßes der Betafaktor der Regional- und Hypothekenbanken keine genügende Aussagekraft besitzt, um den Beta-Faktor für Klein- und Regionalbanken rechnerisch zu gesondert durch die Herausrechnung der Großbanken zu ermitteln, so lässt sich nach der Überzeugung der Kammer aus den geringeren Beta-Faktoren dennoch die Tendenz erkennen, dass das Risikopotential der Klein- und Regionalbanken geringer ist, als das der Großbanken. In diese Richtung tendieren auch die von den Antragstellern vorgebrachten Erwägungen bezogen auf die Unternehmensstruktur und das Geschäftsfeld der Deutsche Bank Lübeck AG. Angesichts der erheblichen Schwierigkeiten, die Einflüsse der vorgenannten Faktoren sachgerecht zu isolieren und quantifizieren, hat die Kammer auf eine konkrete Berechnung verzichtet und für ihre Bewertung im Wege einer Schätzung von dem Durchschnittswert der Beta-Faktoren im Index der CDAX-Banken einen Abschlag von 0,2 vorgenommen. Die Kammer legt für die Unternehmensbewertung der Deutschen Bank Lübeck AG den Beta-Faktor 0,8 zu Grunde.

Die Kammer hat den Unternehmenswert der DB L AG mit der Änderung des Parameters auf 0,8 für den Betafaktor neu berechnen lassen. Der Sachverständige ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass der Unternehmenswert statt 797,28 MioEuro mit 821,14 MioEuro ausgewiesen wird und der Wert je Aktie 1 351,47 Euro statt 1 277,06 Euro. Anhaltspunkte dafür, dass die Berechnung unrichtig ist, liegen nicht vor.

4. Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Alle Vermögensgegenstände, die nicht zum betriebsnotwendigen Vermögen gehören, können frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird. Die Abgrenzung zwischen betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigem Vermögen wird funktional vorgenommen. Dabei ist ausschlaggebend, ob ein Vermögensgegenstand für das Erreichen des Unternehmenszwecks erforderlich ist oder nicht.

Von den Bewertungsgutachtern sind die Beteiligungen der Deutsche Bank Lübeck AG an der Deutsche ASSET Management sowie an der Immobiliengesellschaft in Lübeck als betriebsnotwendiges Vermögen angesehen und in der Planungsrechnung der Deutsche Bank Lübeck AG für die Planperioden berücksichtigt worden. Die Antragsteller sehen keine Anknüpfungspunkte für eine Betriebsnotwendigkeit.

Die Argumentation der Antragsteller ist vom Ansatz her richtig. Auch für die Kammer sind keine Gründe erkennbar, noch sind sie von den Verfahrensbeteiligten dargelegt worden, die es rechtfertigen könnten, bei einer funktionalen Abgrenzung die Auffassung zu vertreten, die genannten Beteiligungen seien zum Erreichen des Unternehmenszwecks erforderlich.

Die „systemgerechte“ Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens führt indessen nicht zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes der Deutsche Bank Lübeck AG sondern zu einer Herabsetzung.

Die Kammer hat die Unternehmensbewertung durch den Sachverständigen neu berechnen lassen und dabei folgende Parameter für die Bewertung zugrunde gelegt:

- 1) Die Deutsche ASSET Management und die Immobiliengesellschaft in Lübeck sind nicht betriebsnotwendiges Vermögen.
- 2) Die Dividende der EuroHypo ist für das Jahr 2001 der Deutsche Bank Lübeck ausgezahlt worden.

Die Berechnung durch den Sachverständigen hat zu dem Ergebnis geführt, dass bei der hypothetischen Veräußerung der Unternehmensbeteiligungen eine Wertreduzierung um 34,52 Mio EURO anzusetzen ist.

Dabei sind zunächst aus den Planungsrechnungen zur Ermittlung des Ertragswertes die Erträge von jeweils 0,3 bzw. 0,4 Mio EURO pro Jahr herausgerech-

net. Für die Beteiligung an der EuroHypo AG war eine derartige Korrektur nicht erforderlich, da diese Beteiligungserträge bereits von den Bewertungsgutachtern eliminiert worden sind.

Bei einer unterstellten Veräußerung dieser Beteiligungen würde aber eine typisierte Einkommenssteuer in Höhe von 49 Mio EURO entstehen. Dieser Betrag wäre einem höheren Veräußerungswert der Beteiligungen gegen zu rechnen mit der Folge dass im Ergebnis eine Wertreduzierung in der genannten Höhe eintreten würde. Wegen der Einzelheiten wird Bezug genommen auf die schriftliche Ergänzung des Gutachtens durch den Sachverständigen vom 20. September 2005.

Die Kammer sieht keine Veranlassung, den Berechnungen des Sachverständigen nicht zu folgen, zumal auch gegen sie Bedenken von den Parteien nicht vorgebracht worden sind.

Bei dieser Konstellation, dass im Falle einer hypothetischen Veräußerung von Vermögensteilen aufgrund der steuerlichen Konsequenzen der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens geringer anzusetzen ist als bei einer Bewertung als betriebsnotwendigen Vermögens muss es nach der Überzeugung der Kammer bei der höheren Bewertung der nicht betriebsnotwendigen Zuordnung verbleiben, die sich aus der Einstufung ergibt, wenn es als betriebsnotwendiges Vermögen zu bewerten gewesen wäre. Denn die hypothetische Veräußerung ist im vorliegenden Fall wirtschaftlich nicht sinnvoll und geht lediglich von einer hypothetischen Annahme und nicht von einer Tatsache aus. Die gesonderte Bewertungsmöglichkeit für nicht betriebsnotwendigen soll lediglich der Möglichkeit einer Veräußerung Rechnung tragen, nicht aber diese vorschreiben.

Keine Veränderungen ergeben sich auch aus der Bewertung der Grundstücke, die im Eigentum der Deutschen Bank Lübeck AG stehen und fremd vermietet sind. Insoweit sind in der Planerfolgsrechnung die Wertbeiträge des fremd vermieteten Anteils der Immobilien durch Einsetzung der Vermietungserlöse sachgerecht ermittelt. Eine gesonderte Bewertung würde zu keinem höheren Wertansatz führen.

5) Ermittlung des Liquidationswertes

Zu Unrecht rügen die Antragsteller, dass die Bewertungsgutachter keinen Liquidationswert ermittelt haben. Ein Ansatz des Liquidationswertes kommt nur dann in Betracht, wenn der Barwert der Einnahmeüberschüsse aus der Liquidation des Unternehmens den Ertragswert bei Annahme der Fortführung übersteigt. Die Annahme einer Liquidation ist nur dann realitätsgerecht, wenn diese auch unter Berücksichtigung der nicht finanziellen Ziele, insbesondere sozialer Natur, auch tatsächlich in Erwägung gezogen werden. Im vorliegenden Fall sind angesichts der konstanten Ertragsstärke der Deutsche Bank Lübeck AG ganz offensichtlich keine Anhaltspunkte dafür erkennbar, dass das Unternehmen aus finanziellen oder subjektiven außerökonomischen Wertvorstellungen des Mehrheitsaktionärs aus Zielsetzungen, die der börsenorientierten Gesellschaft zuwiderlaufen könnten, nicht fortgeführt werden würde und die Zerschlagung der Gesellschaft eine echte Alternative zur Fortführung sein könnte. Da unzweifelhaft der Liquidationswert erheblich niedriger ist als der Fortführungswert erübrigt sich eine rechnerische Ermittlung.

6) Ertragslage der Deutsche Bank Lübeck AG Im Geschäftsjahr 2002

Die tatsächliche Ertragslage der DBL AG, die im Geschäftsbericht für 2002 dokumentiert ist, gibt für die Kammer keine Veranlassung, den festgestellten Unternehmenswert zu korrigieren. Planungen als Prognose für den zu erwartenden Gewinn sind vom Zeitpunkt ex ante vorzunehmen und zu bewerten. Wenn die tatsächliche Entwicklung nicht deckungsgleich mit der Planung verläuft, so muss das nicht bedeuten, dass die Planzahlen fehlerhaft waren.

Die Planzahl für den Zinsüberschuss in Höhe von 57,2 Millionen EUR ist nach dem Ergebnis des Geschäftsberichts im Geschäftsjahr 2002 mit 101,5 Millionen EUR deutlich überschritten. Von dieser Differenz entfällt allerdings ein Anteil von 34,4 Millionen EUR als wesentlicher Teilbetrag der Gesamtdifferenz von insgesamt 44,3 EUR auf Beteiligungserträge an der EUROHYPO AG. Die restliche Dif-

ferenz entfällt im Wesentlichen auf höhere Zinsüberschüsse aus Kredit- und Geldmarktgeschäften.

Die Zinserträge im Geschäftsjahr 2002 lagen lediglich geringfügig unterhalb der Planungswerte. Diese Zinsaufwendungen aus Kredit- und Geldmarktgeschäften haben die in der Planung ausgewiesenen Werte dagegen deutlich unterschritten. Diese Planabweichungen sind in erster Linie auf die Zinsentwicklung zurückzuführen. Während im Zeitraum Herbst 2001 bis Mitte 2002 in der Tendenz ein leichter Anstieg mit phasenweiser Kontinuität zu verzeichnen war, ist der Zeitraum ab August 2002 durch einen starken, sich im Vorfeld nicht abzeichnenden Rückgang der Zinsen gekennzeichnet gewesen. In dieser Phase hat sich die DBL AG deutlich günstiger refinanzieren können, als dieses voraussehbar war. Ein zweiter Effekt, der als Ursache für die positive Zinsentwicklung anzusehen ist liegt darin, dass die Vorteile der günstigen Refinanzierung erst mit zeitlicher Verzögerung an die Kunden weitergegeben werden mussten. Diese Folge ergibt sich zwangsläufig aus den längerfristigen Kreditverträgen, die eine höhere Zinsbindung aufwiesen. Diese Auswertungen waren zum Zeitpunkt der Hauptversammlung nicht erkennbar.

Die Differenz zwischen dem geplanten und dem tatsächlichen Verwaltungsaufwand besteht nur scheinbar. Denn im Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2002 ist lediglich der Verwaltungsaufwand ohne Abschreibungen auf Immaterielle Vermögensgegenstände dokumentiert. Im Planwert von 23,4 Millionen EUR sind hingegen diese Abschreibungen enthalten. Das hat zur Folge, dass die tatsächlichen Verwaltungsaufwendungen sich in etwa auf dem Niveau der Planung bewegten.

IV.

Die Kostenentscheidung beruht hinsichtlich der Gerichtskosten auf § 306 Abs. 7 Satz 7 Aktiengesetz.

Hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht sie auf

§ 13 a Abs. 1, Satz 1 FGG: Dabei entspricht es regelmäßig der Billigkeit, die außergerichtlichen Kosten der übrigen Beteiligten den Vertragsteilen des Squeeze-Out-Verfahrens aufzuerlegen. Nur in besonderen Ausnahmefällen tragen diese ihre Kosten selbst, etwa im Falle offensichtlich unzulässiger oder unbegründeter Anträge, was vorliegend nicht anzunehmen ist.

Die Festsetzung des Gegenstandswerts bezieht sich nur auf das gerichtliche Verfahren. Im Spruchstellenverfahren ist er als gespaltener Geschäftswert festzusetzen, da sich der Wert der gerichtlichen Tätigkeit und der anwaltlichen Tätigkeit regelmäßig nicht decken. Letzterer ist nur auf Antrag gesondert festzusetzen gem § 10 Abs. 1 BRAGebO i.V.m. § 61 Abs 1 RVG.