



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs in dem von der
Antragsgegnerin mit der Eurohypo AG abgeschlossenen Beherrschungs- und
Gewinnabführungsvertrages

an dem hier beteiligt sind:

gegen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter ; und nach mündlicher Verhandlung vom 17.3.2009 am 14.9.2009 beschlossen:

Die Anträge, eine höhere Abfindung als EUR 24,32 festzusetzen, werden zurückgewiesen.

Der angemessene Ausgleich wird für das Geschäftsjahr 2007 auf netto EUR 1,51 und ab dem Geschäftsjahr 2008 auf netto 1,65 je Stückaktie zzgl. Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag (insges. brutto EUR 1,85) festgesetzt

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 7.500.000,-- festgesetzt.

Gründe

I.

Die Eurohypo AG hatte im Jahre 2007 ein Grundkapital von EUR 913.688.919 und ist in 351.418.815 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Unternehmensgegenstand war der Betrieb der Geschäfte einer Pfandbriefbank nach den dafür geltenden Gesetzen sowie das Betreiben von Bankgeschäften und das Erbringen von Finanzdienstleistungen.

Zwischen der _____ und der Antragsgegnerin besteht ein Gewinnabführungsvertrag, der am 26. Mai 2004 im Handelsregister eingetragen wurde. Die _____ ist nach § 302 AktG zur Verlustübernahme verpflichtet.

Ursprünglich hatte die Antragsgegnerin an der durch Verschmelzung der Hypothekenbanken der drei deutschen Großbanken im Jahr 2002 entstandenen Eurohypo AG ca. ein Drittel der Aktien der Eurohypo AG gehalten. Nachdem die _____ im Spätherbst 2005 erfahren hatte, dass die beiden anderen Großbanken ihre Anteile an der Eurohypo AG verkaufen wollten und hierüber mit einem Interessenten im Gespräch waren, wurde das ~~das~~ vereinbarte Vorkaufsrecht ausgeübt und in zwei Tranchen (Erwerb von 60 Mio. Aktien im Dezember 2005 auf ca. 48,92 % und weiterer rund 172,6 Mio. Aktien im März 2006) die Aktien der _____ Gruppe und der _____ -Gruppe an der Eurohypo AG erworben.

Am 21. März 2007 teilte die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin der Eurohypo AG förmlich ihr Verlangen mit, die Hauptversammlung der Eurohypo AG möge die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Ebenfalls am 21. März 2007 beschlossen die Eurohypo AG und die Antragsgegnerin den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Eurohypo AG als beherrschter Gesellschaft vorzubereiten. Dies wurde in einer Ad hoc-Mitteilung am selben Tag bekannt gemacht.

Für die Ermittlung von Ausgleichszahlung und Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin und die Eurohypo AG gemeinsam

_____ eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Eurohypo AG zum Tag der geplanten Hauptversammlung (29. August 2007) sowie zur Höhe

des angemessenen Ausgleichs im Sinne des § 304 AktG und der angemessenen Abfindung im Sinne des § 305 AktG zu erstatten. Durch die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin wurde zudem mit der Erstellung einer gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG beauftragt.

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 27.3.2007 – 3-05 O 72/07 - die

zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG sowie auf gemeinsamen Antrag der Antragsgegnerin und der Eurohypo AG die gleiche Gesellschaft mit Beschluss vom 28. März 2007, in der Fassung des Berichtigungsbeschlusses vom 16.4.2007 für die Prüfung der Abfindung und des Ausgleichs des vorgesehenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestellt. In ihren Prüfbericht vom 28.06.2007 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 24,32 und des Ausgleichs von netto EUR 1,01 (für 2007) und netto EUR 1,10 (ab dem Geschäftsjahr 2008) bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichte Prüfbericht (Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 26. Juni 2007 nebst Patronatserklärung der Dokumentation zu TOP 10 der ordentlichen Hauptversammlung 29.8.2009, Anlage AG1) verwiesen.

Am 26. Juni 2007 schlossen die Eurohypo AG als abhängige Gesellschaft und die Antragsgegnerin als herrschende Gesellschaft mit Zustimmung beider Aufsichtsräte den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ab. Für die außenstehenden Aktionäre der Eurohypo AG wurde ein Barabfindungsangebot gemäß § 305 in Höhe von EUR 24,32 und ein jährlicher Ausgleich gemäß § 304 in Höhe von brutto EUR 1,24 (netto nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses EUR 1,01 für das Geschäftsjahr 2007 und EUR 1,10 für das Geschäftsjahr ab 2008, jeweils für ein volles Geschäftsjahr) je Stückaktie vereinbart. Für die Zahlungsverpflichtungen der Antragsgegnerin gab eine Patronatserklärung ab.

Der Abfindungsbetrag - ebenso der gleich hohe beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre - wurde aufgrund des gewichteten Durchschnittsbörsenkurses von 3 Monaten vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme am 21.3.2007 angesetzt.

Wegen der Einzelheiten dieses Vertrages wird auf die zu der Akte gereichte Kopie Bezug genommen (Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 26. Juni 2007 nebst

Patronatserklärung, Dokumentation zu TOP 10 der ordentlichen Hauptversammlung 29.8.2009, Anlage AG1).

Am 1. August 2007 stimmte die Gesellschafterversammlung der Antragsgegnerin einstimmig dem Abschluss des Unternehmensvertrags zu.

Am 20. Juli 2007 berief die Eurohypo AG mit Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger eine ordentliche Hauptversammlung auf den 29. August 2007 ein. In dieser Hauptversammlung wurden zu Top 9 mit den Stimmen der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu TOP 9 der Ausschluss der Minderheitsaktionäre und zu TOP 10 die Zustimmung zum abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beschlossen. Der gewichte Durchschnittsbörsenkurs von 3 Monaten vor diesem Hauptversammlungstermin betrug gem. der Mitteilung der BaFin für die Eurohypo AG 27,82.

Am 4.9.2007 wurde der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Eurohypo AG und der Antragsgegnerin in das Handelsregister eingetragen.

Nach Angaben der Antragsgegnerin sind insgesamt 5.171.828 Aktien außenstehender Aktionäre von dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag betroffen.

Nach Durchführung eines Freigabeverfahrens vor dem Landgericht Frankfurt am Main zum Az. 3-05 O 275/07 - in dem die Kammer mit Beschluss vom 29.1.2008 (ZIP 2008, 1183) die Freigabe erklärt und das Oberlandesgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 14.7.2008 - 23 W 14/08 - (AG 2008, 827 = ZIP 2008, 1968) die Beschwerden zurückgewiesen hatte, wurde der Ausschluss der Minderheitsaktionäre gem. § 327a AktG am 25.7.2008 in das Handelsregister eingetragen.

Im Verfahren 3-05 O 283/08 vor dem Landgericht Frankfurt am Main haben mehrere ausgeschlossene Aktionäre beantragt eine höhere Abfindung als EUR 24,32 beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre festzusetzen. Eine Entscheidung in dem dortigen Verfahren ist noch nicht ergangen.

Im vorliegenden Verfahren begehren die Antragsteller ebenfalls eine Erhöhung der Abfindung von EUR 24,32 und des Ausgleichs. Sie halten die Festsetzung für unangemessen, weil der durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung und ebenso ein zutreffend ermittelter Ertragswert darüber lägen und nicht wie im Vertragsbericht angegeben mit EUR 23.53 darunter.

Sie machen u. a. geltend, im Hinblick auf die Verschmelzungsbewertung und der dort angesetzten Kapitalisierung sei der jetzige Wert nicht nachvollziehbar, der Rückgang des zu kapitalisierenden Ergebnisses in der „ewigen Rente“ gegenüber dem letzten konkreten Planjahr sei nicht sachgerecht, es sei nicht verständlich, dass in der Phase I die Risikovorsorge beständig abnehme, während sie dann in der Phase der „ewigen Rente“ ansteige, ebenfalls sei nicht nachvollziehbar, eine Diversifikation im Ausland geplant zu suchen, was zu einer nachhaltigen Verringerung des Zinsüberschusses für die Gesamtbank führe; das nicht betriebsnotwenige Vermögen sei zu knapp dargestellt und nicht nachvollziehbar, es sei unklar, ob die vorhandene Liquidität vollständig als betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen sei und warum durch Rettungserwerbe erlangte Grundstücke nicht beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen berücksichtigt würden, zudem seien die Werte für Grundstücke aufgrund von alten Gutachten nicht sachgerecht ermittelt, da hier die Wertaufholung auf dem Immobilienmarkt außen vor bliebe; Ausgleichszahlungen für die Übertragung des Retailbanking auf die fehlten; weiter sei nicht berücksichtigt, dass sich die sog. Subprimekrise günstig für die Eurohypo AG auswirken werden, die geplante Eigenkapitalrendite sei zu niedrig.

Weiter wenden sich die Antragsteller gegen die verwendeten Parameter des Kapitalisierungszinses. Der Basiszins mit 4,5 % und die Marktrisikoprämie mit 5,5 % seien zu hoch, der Beta-Faktor von 0,9 sei – auch wegen Verwendung einer peer-group - nicht sachgerecht und zu hoch. Der Wachstumsabschlag mit 1,3 % sei zu niedrig angesetzt worden. Die Ausgleichszahlung sei schon deswegen falsch ermittelt, da auf den Ertragswert und nicht auf die Abfindungszahlung abgestellt werde. Jedenfalls sei der Verrentungszinssatz von 4,65 % beim Ausgleich, d.h. nur einem Risikozuschlag von 0,15 % zum Basiszins zu niedrig. Der Prüfer sei den Auflagen im Bestellungsbeschluss nicht nachgekommen.

Wegen der weiteren Einwendungen wird die jeweiligen Antragschriften und die ergänzenden Schriftsätze der Antragsteller verwiesen.

Die Antragsgegnerin ist diesen Bewertungsrügen entgegen getreten. Es seien die Ertragsprognosen ebenso wenig zu beanstanden wie die Ansätze zum Kapitalisierungszinssatz. Zudem sei zu berücksichtigen, dass im Hinblick auf die sich schon zum Bewertungszeitpunkt angelegte spätere Finanzkrise, die Planung zu optimistisch gewesen sei.

Der Bericht des sachverständigen Prüfers sei nicht zu beanstanden,

Der lediglich zur Plausibilisierung ermittelte Liquidationswert liege ohnehin unter dem Ertragswert, er sei außerdem deshalb nicht zu berücksichtigen, weil das Unternehmen der Eurohypo AG weder dauerhaft ertraglos noch seine Liquidation beabsichtigt gewesen sei.

Die Abfindung sei entsprechend der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zum Börsenkurs erfolgt, da der ermittelte Ertragswert zum Stichtag darunter gelegen habe.

Es sei auch sachgerecht auf den gewichten durchschnittlichen Börsenkurs von 3 Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen.

Bei der Ausgleichszahlung sei zutreffend gem. § 304 AktG nicht auf den Abfindungsbetrag sondern auf den Ertrag abgestellt worden. Der Verrentungszinssatz sei zutreffend bemessen.

Im Hinblick auf die gewählte Konstruktion, insbesondere durch die Patronatserklärung der , entspreche das Risiko dem Risiko eines Inhabers einer

Unternehmensanleihe der und sei daher mit 0,15 % entsprechend dem Credit Default Swap der sachgerecht angesetzt worden.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung vom 15.4.2008 (Bl. 1960 ff d. A.) sowie die ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Das Gericht hat eine ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers gem. Beschluss vom 6.8.2008 (Bl. 2236 ff d. A.) eingeholt. Diesen ergänzenden Bericht hat der sachverständige Prüfer am 30.10.2008 erstattet (Bl. 2365 ff d. A.).

II.

Die Anträge sind nicht begründet, soweit sie eine Erhöhung der festgesetzten Barabfindung von EUR 24,32 anstreben.

Ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag muss gem. § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Barabfindung (§ 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen (§ 305 Abs. 3 AktG).

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht (BVerfGE 14, 263 [284] = NJW 1962, 1667; BVerfGE 100, 289 [304] = NJW 1999, 3769; BGH, NJW 2003, 3272 = NZG 2003, 1017 = AG 2003, 627 [628]; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125 [1126]). Zu ermitteln ist der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (BGHZ 138, 136 [140] = NJW 1998, 1866).

Eine rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Unternehmen gibt es nicht. Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Das von den Vertragsparteien beauftragte Wirtschaftsprüfungsunternehmen und der gerichtlich bestellte Vertragsprüfer haben sich bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in nicht zu beanstandender Weise die in Literatur und Rechtsprechung überwiegend gebilligte Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte im Spruchverfahren. Eine bestimmte Bewertungsmethode zur Ermittlung der angemessenen Abfindung ist allerdings rechtlich nicht vorgeschrieben (vgl. OLG München AG 2007, 411; Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 - NZG 2009, 553 = WM 2009, 1607; Riegger in KölnKomm SpruchG Anhang zu § 11 Rn. 4) wobei der so ermittelte Anteilswert gegebenenfalls einer Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (vgl. BVerfGE

100, 289 [307] = NJW 1999, 3769). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird (BayObLGZ 1998, 231 [235]). Der Ertragswert berechnet sich danach als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens abgeleitet werden. Die zu kapitalisierenden Nettozuflüsse sind bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (nach den Empfehlungen des IDW) unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln. Bezüglich der Ausschüttung der erwarteten Überschüsse an die Aktionäre ist sowohl die Finanzierung der Ausschüttungen als auch die Erhaltung der Ertrag bringenden Substanz zu beachten. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Gemäß § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG muss eine angemessene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag berücksichtigen. Dementsprechend ist der Tag der Hauptversammlung der gesetzlich bestimmte Bewertungsstichtag. Im Fall der Eurohypo AG ist dies der 29.8.2007.

Mit dem Bewertungsstichtag wird zum einen festgelegt, ab welchem Zeitpunkt finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind. Die erwarteten Auswirkungen von Investitionen und Desinvestitionen sind dabei insoweit zu berücksichtigen, als hierfür am Bewertungsstichtag konkrete Schritte eingeleitet, bzw. sichere Anhaltspunkte hätten erkennbar sein können („Wurzeltheorie“, BGH, 17.1.1973, DB 1973, S. 563 ff.). Spätere Entwicklungen sind daher nur zu berücksichtigen, soweit sie zum Stichtag im Kern bereits angelegt waren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112; BayObLG NZG 2001, 1137, 1138, je m. w. Nachw.).

Damit hängen die Erwartungen über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der Alternativinvestition vom Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Bei Auseinanderfallen von Bewertungsstichtag und Zeitpunkt der Durchführung der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.

Technisch werden Unternehmenswerte i. d. R. – und von der Rechtsprechung auch unbeanstandet – zunächst auf den Bilanzstichtag des Vorjahres ermittelt, da die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planergebnisse normalerweise auf Geschäftsjahre bezogen werden. Bei mit dem Kalenderjahr übereinstimmendem Geschäftsjahr ist technischer Bewertungsstichtag somit der 31. Dezember des Vorjahres. Der so ermittelte Wert wird anschließend mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den eigentlichen Stichtag der Bewertung aufgezinnt.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden können, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Im Rahmen 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. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).

Zu berücksichtigen ist weiter bei der Bewertung zudem, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 - a.a.O.) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712/714; BayObLG AG 2006, 41/43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166/167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zurückgreifen.

Der Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers und die vorliegend von der Kammer von ihm eingeholte zusätzliche schriftliche Stellungnahme sind geeignet und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Unternehmenswert zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Insbesondere ist die Einholung eines weiteren Gutachtens eines anderen Sachverständigen zum Unternehmenswert nicht erforderlich.

Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Vertragsprüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten Vertragsprüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Vertragsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs sind Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes. Das Gutachten des Vertragsprüfers kann deshalb im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden (OLG Düsseldorf, NZG 2000, 1079 = BB 2000, 1108). Im Übrigen haftet der Vertragsprüfer nach § 293d Abs. 2 AktG auch gegenüber den Anteilsinhabern. Dass seine Prüfung regelmäßig gleichzeitig mit dem Erstellen des Vertragsberichts erfolgt, ändert nichts daran, dass es sich um eine unabhängige Prüfung handelt, und begründet für sich genommen auch keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl.

OLG München, Beschluss vom 19. 10. 2006 - 31 Wx 92/05 – NJOZ 2007, 340; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 = ZIP 2003, 2363; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288).

Der Vorwurf der Antragsteller der Prüfungsbericht weise erhebliche fachliche Mängel auf, greift nicht durch. Die Einwände gegen einzelne Ansätze wurden im Rahmen der ergänzenden Stellungnahme nachvollziehbar erläutert. Die Kammer sieht keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass die sachverständige Einschätzung hier, jedenfalls nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre, nicht zutreffend sein soll.

Es kann auch hier nicht als durchgreifender Mangel des Prüfungsberichts angesehen werden, dass dieser nicht vollständig wortgenau auf alle im Beststellungsbeschluss angesprochenen Fragen eingeht und daher zwingend zu einer gerichtlichen Neubegutachtung führen müsste.

Der Untersuchungsgrundsatz (§ 12 FGG) gebietet es daher hier nicht ein Sachverständigengutachten erstellen zu lassen. Bei der pflichtgemäßen Ermessensausübung ist auch der Gesichtspunkt der Wirtschaftlichkeit zu berücksichtigen; im vorliegenden Fall ist nicht ersichtlich, dass der damit verbundene Aufwand ein entsprechendes Mehr an Zuverlässigkeit der Aussage des Sachverständigen geschaffen hätte.

Das Gericht sieht keinen weiteren Erkenntnisgewinn darin, wenn die von den Antragstellern und vom Vertreter der aussenstehenden Aktionäre gewünschte Neubegutachtung der Eurohypo AG durchgeführt würde. Der Sachverständige müsste selbst die Planung bewerten und ein Ergebnis herleiten. Ob diese Planung aus der Sicht des Jahres 2007 heraus letztlich zwingend anders ausfallen müsste erscheint fraglich, insbesondere ob sich diese Planung insbesondere dann auch zu Gunsten der Aktionäre der Eurohypo AG auswirken würde.

Hier ist bedeutsam, dass bei der Planung und die darauf beruhende Unternehmensbewertung im Vertragsbericht und durch den sachverständigen Prüfer, die zwischenzeitlich eingetretene Finanzkrise, die insbesondere allgemeinkundig bei Hypothekenbanken und auch bei der Eurohypo zu erheblichen Verlusten und Berichtigung der Werte geführt hat, nicht berücksichtigt wurde, obwohl im August 2007 die Grundlagen für diese Entwicklung – auch bei der Eurohypo – angelegt waren und bei der gebotenen sachgerechten Beurteilung der Risiken insbesondere von subprime-Papieren die künftige Ertragsplanung hätte erheblich schlechter und weniger stark wachstumsorientiert hätte ausfallen müssen.

Das die spätere sog. Finanzkrise schon angelegt war – und damit zu berücksichtigen wäre –, ergibt sich daraus, dass einkommensschwache Schuldner in den Vereinigten Staaten die gestiegenen Raten für ihre variabel verzinslichen Kredite nicht mehr bezahlen konnten und ihr Haus verkaufen mussten. Wegen der zunehmenden Immobilienverkäufe brachen die Häuserpreise ein. Durch den fallenden Wert der Immobilien hatten die Banken und Investoren zunehmend ungesicherte Kreditforderungen. Schon im Frühjahr 2007 erreichten in den Vereinigten Staaten die Zahlungsausfälle auf Subprime-Kredite den höchsten Stand der letzten Jahre. Einige Immobilienfonds, die in strukturierte Finanzprodukte investiert hatten, setzten die Annahme von Fondsanteilen aus, weil sie sonst in finanzielle Schwierigkeiten geraten wären. Im Juni 2007 teilte Bear Stearns den Kunden zweier seiner Hedgefonds mit, dass die Einlagen, die Ende 2006 noch mit 1,5 Mrd. US-Dollar bewertet worden waren, jetzt fast nichts mehr wert seien. Dutzende Baufinanzierer, die sich gerade auf diese Kredite spezialisiert hatten, mussten Gläubigerschutz beantragen. Die Schließung von Hedgefonds und die Verluste bei den Investmentbanken führten zu einer Abnahme der Risikobereitschaft der Anleger. Diese zogen daraufhin in kurzer Zeit erhebliche Beträge aus dem Kapitalmarkt ab oder hielten sich mit neuen Investitionen in risikoreiche Anlagen zurück. Die abnehmende Risikobereitschaft der Investoren brachte die Refinanzierung der von Banken gegründeten Zweckgesellschaften zum Stillstand. Im Juli und August 2007 waren die Inhaber der Commercial Papers nicht mehr bereit, diese nach Fälligkeit erneut zu erwerben. Die kurzfristigen Kredite wurden nicht weiter verlängert. Dadurch gerieten die Zweckgesellschaften unter Druck. Sie konnten aber auch die strukturierten Wertpapiere nicht mehr verkaufen, da sich dafür auch keine Käufer mehr fanden. Deshalb mussten die Zweckgesellschaften jetzt auf die Kreditzusagen der Banken zurückgreifen. Dies trug zur Vertrauenskrise zwischen den Banken bei, die sich am Geldmarkt durch einen Anstieg der Geldmarktzinsen widerspiegelte. Am 9. August 2007 – dieser Tag gilt inzwischen als der Beginn der eigentlichen Finanzkrise (vgl. zu vorstehendem z. B.: Zeise, Ende der Party – Die Explosion im Finanzsektor und die Krise der Weltwirtschaft, S. 22; Schweizerische Nationalbank: Bericht zur Finanzstabilität, Juni 2008. Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2007, Sonderveröffentlichung, 4. Juni 2008) – stiegen die Aufschläge für Interbankkredite im Vergleich zum Zentralbankleitzins weltweit, vor allem in den USA, sprunghaft an. In Deutschland hatte bereits am 30. Juli 2007 die IKB-Bank eine Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht, wonach die Bank als Folge der Krise am US-amerikanischen Subprime-Markt in eine existenzbedrohende Schieflage geraten sei.

Angesichts dieser allgemeinkundigen Umstände, die bei einer Bewertung der Eurohypo zum Stichtag 29.8.2007 bereits bekannt und damit in der Wurzel angelegt und damit bei der Bewertung der Planung zu berücksichtigen wären, erscheint es der Kammer ausgeschlossen, dass eine Neubewertung durch ein gerichtlichen Sachverständigen zu einem höheren Ertragswert pro Anteil als EUR 23,54 zum Stichtag 29.8.2007 kommen würde, zumal die Kammer die im Übertragungsbericht und vom sachverständigen Prüfer verwendeten Zinssätze des Kapitalisierungszinssatzes im Ergebnis zu Lasten der Minderheitsaktionäre für nicht zu beanstanden hält.

Die Kammer hält die Festlegung des Basiszinses, die entsprechend der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer – AKU – (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. IDW Fachnachrichten 11/2008; Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9 ff) anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zum Stichtag 28.4.2008 vorzunehmen ist, für sach- und interessengerecht (seit Kammerbeschluss vom 2.5.2006 - 3-05 O 153/04 -, AG 2007, 42 und seitdem in ständiger Rechtsprechung). Durch das Abstellen auf die (kostenfreien und für jedermann zugänglichen) hypothetischen Zerobond-Zinssätze der Deutschen Bundesbank wird einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen (vgl. auch OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; AG 2007, 411, 412; Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, Finanzbetrieb 2005, 647 m. w. Nachw.; s. a. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 -, BeckRS 2008, 19899).

Unter Berücksichtigung dieser Methode ergibt sich jedenfalls kein niedrigerer Basiszins für den Stichtag 29.8.2007 als der angesetzte Wert von 4,5 % (nach eigener Berechnung der Kammer 4,6, was aber auch auf Rundungsvorgänge im Rahmen der Berechnung beruhen kann).

Den im Vertragsbericht und vom sachverständigen Prüfer nicht beanstanden Risikozuschlag nach Steuern von insgesamt 4,95 % sieht die Kammer im Ergebnis als geeignet an, um hier zu einer angemessenen Abfindung zu gelangen.

Es kann hier dahingestellt bleiben, ob das CAPM (bzw. TAX-CAPM) Modell (zur Kritik vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157; Erdmann in Bewertungspraktiker 2/2006 S. 8; Gleißner

in Newsletter 1/06 Private Equity S. 4 zur 6. Handelsblatt Jahrestagung 2006; Großfeld DB 2004, 2799, 2809 m. w. Nachw.; Böcking/Nowack DB 1998, 685) überhaupt grundsätzlich zu objektivierten Zuschlägen führen kann, oder ob es nicht sachgerechter wäre, das Risiko allein im Nenner der Bewertungsformel (d.h. bei der Planung) zu berücksichtigen.

Bei der Feststellung der Marktrisikoprämie hängt das Ergebnis immer vom subjektiv gewählten Marktindex und vom Beobachtungszeitraum ab (vgl. hierzu OLG München Beck RS 2009, 21658; Kammerabschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 – a.a.O.),

Gegen die Verwendung der CAPM-Modelle spricht vorliegend zunächst neben den grundsätzlichen Bedenken der Anwendung dieses Modells bei der Unternehmensbewertung (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 157; OLG München ZIP 2007, 375; OLG München Beck RS 2009, 21658; LG Dortmund ZIP 2007, 2027; Kammerbeschluss v. 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 a. a. O.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5.Aufl., Rz. 780 ff; Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 93 ff; Erdmann in Bewertungspraktiker 2/2006 S. 8; Gleißner in Newsletter 1/06 Private Equity S. 4 zur 6. Handelsblatt Jahrestagung 2006; Großfeld DB 2004, 2799, 2809 m. w. Nachw.; Böcking/Nowack DB 1998, 68; Fama, E.; French, K. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, 47, S. 427–465.; Fama, E., French, K., (1993): Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3–56; Fama, E.F.; French, K.R. (2002): The Equity Premium, in: The Journal of Finance, Vol. 57, S. 637-659; a. A. OLG Celle ZIP 2007, 2025; OLG Stuttgart 2007, 530) das vorliegend die Ermittlung des eigenen Betafaktors der nicht möglich sein soll. Es kommt aber auf die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung an. Besonders problematisch ist -und wird nie näher problematisiert wie auch vorliegend – die Verwendung ausländischer Gesellschaften in der sog. peer-group. Die Vergleichbarkeit ausländischer Betafaktoren, insbesondere durch ein anderes Bilanzrecht, andere Zeitmuster bei den Abschlüssen (vgl. Luttermann RIW 2009, 1) andere Marktverhältnisse und andere kulturelle Sichten über fair value fließen bei der Betrachtung regelmäßig nicht ein.

Auf Betas anderer Gesellschaften kann es daher hier nicht entscheidend ankommen. Ein eigenes Beta der Gesellschaft lässt sich aber in Bezug zum gesetzlich vorgegebenen Stichtag (durch einen bestimmten Zeitraum bis zum Hauptversammlungstermin) nicht mit der durch das CAPM-Modell vorgegebenen Prämissen ermitteln, wenn – wie vorliegend der Börsenkurs aufgrund des Handelsvolumens der Aktie oder anderer Umstände keine Aussagekraft zum Wert des Unternehmens haben soll.

Tatsächlich ist dieses Verfahren – welches grundsätzlich zur Bewertung einer Aktienanlage entwickelt wurde und nicht zur Bewertung eines Unternehmens - jedoch nur unter der Annahme „vollkommener Kapitalmärkte“ sinnvoll, wenn sich alle Informationen korrekt in den Kursen widerspiegeln und unternehmensspezifische Risiken durch Diversifikation keine Relevanz für den Unternehmenswert haben. Die Realität spricht jedoch gegen vollkommene Kapitalmärkte. Gründe für diese Unvollkommenheiten sind durch Transaktionskosten, Konkurskosten, Informationsdefizite der Aktionäre, schlecht diversifizierte Portfolios sowie Verfahren zur Bewertung der unsicheren Zahlungen psychologisch bedingte Bewertungsfehler der Investoren am Aktienmarkt. So führt ein hoher Vermögensanteil in einem einzelnen Unternehmen, zu einer Bedeutung unternehmensspezifischer Risiken, die im Betafaktor des CAPM nicht erfasst werden - wohl aber im Rating.

Das CAPM im Rahmen der Unternehmensbewertung wird aber schon seit langem, selbst von den Vertretern der Theorie effizienter Märkte als unbrauchbar eingeschätzt, was z.B. die empirischen Veröffentlichungen der Professoren Fama und French (z.B. Fama, E.; French, K. (1992): *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, in: *Journal of Finance*, 47, S. 427–465.; Fama, E., French, K., (1993): *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56; Fama, E.F.; French, K.R. (2002): *The Equity Premium*, in: *The Journal of Finance*, Vol. 57, S. 637-659; vgl. hierzu auch Wiese Finanzbetrieb 2006, 242) zeigen (vgl. auch OLG München BeckRS 2009, 21658).

Der Kapitalmarkt bietet aufgrund solcher Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens und damit den Kapitalkostensatz (Diskontierungszins).

Allerdings ist die Kammer nicht der Ansicht, dass hier überhaupt kein Risikoschlag anzusetzen ist, da ansonsten nicht dem Umstand Rechnung getragen wäre, dass eine Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als bei einer Anlage in öffentlichen Anleihen (vgl. OLG München Beck RS 2009, 21658; OLG Stuttgart OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 329 m. w. Nachw.). Zudem gebietet dies das Äquivalenzprinzip des Zwecks der Abfindung. Der Ausscheidende soll hierdurch auch die Chance erhalten eine andere gleichwertige Anlage (gleiche Risikostufe) zu erwerben. Bei der Preisbildung für diese Anlage muss daher auch das Risiko zu einer vergleichsweise sicheren festverzinslichen Anlage einfließen.

Der Kammer ist bewusst, dass eine Festlegung hier daher in gewisser Weise pauschal erfolgen muss (vgl. BayObLG NZG 2006, 156; OLG München a.a.O.; LG Dortmund a.a.O.; Kammerbeschlüsse vom 2.5.2006 – 3-05 O 153/04 – AG 2007, 42; v. 13.6.2006 - 3-05 O 110/04 – v. 4.7.2007 - 3-05 O 52/05 – und vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 – a.a.O.).

Bei dieser Festlegung ist nach Ansicht der Kammer eine entsprechende Renditeerwartung nach der eigenen Planungsrechnung der Gesellschaft zu berücksichtigen. Hierbei wird aufgrund der Renditeplanung das der konkreten Anlage zugemessene spezifische Risiko besser abgebildet. Da die Unternehmensbewertung in die Zukunft gerichtet ist und man sich mit künftigem Cash-flow, Gewinnen oder Ausschüttungen beschäftigt, sollte auch der Risikozuschlag im Kalkulationszinsfuß die erwartete Zukunft des konkreten Unternehmens widerspiegeln.

Dabei setzt die Kammer als Bezugswert den gewichteten Börsenkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme von EUR 24,32 an.

Eine entsprechende Überlegung anhand eines (modifizierten) dividend discount models (vgl. z. B. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 – a.a.O. m.w.Nachw.) unter Berücksichtigung des für vertretbar gehaltenen Wachstumsabschlags von 1,3 % - hierzu unten - führt dann zu einem Risikozuschlag von 5 % mithin über dem verwendeten Risikozuschlag vom 4,95 %. Im Hinblick darauf kann auch dahingestellt bleiben, ob sich der Risikozuschlag nach Steuern nicht noch erhöhen müsste (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 632; Kruschwitz/Löffler/Essler, a.a.O. S. 157 ff, Munkert, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung S. 330; Lippmann, Betriebswirtschaftliche Gutachten, S. 29; Nicklas, Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung, S. 102; WP-Handbuch 2008 Bd. II. S. 112 ff m.w.Nachw.).

Entgegen der an dieser Methodik der Kammer geäußerten Kritik (vgl. z. B. Kuhner WPg 2007, 825, 832 f) liegt hierin auch nicht eine Verletzung des Grundsatzes, dass es bei der Wertermittlung bei dem Bewertungsanlass des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre um die Findung des sog. objektiven Wertes geht. Abgesehen davon, dass dieser sog. objektive Wert ohnehin auf subjektiven Prämissen aufbaut, wie Schätzung künftiger Erträge und auch die Frage inwieweit ein zukünftiges Wachstum möglich ist (vgl. Jonas WPg 2007, 835, 840), bzw. bei Anwendung des CAPM, welche Unternehmen der „peer-group“ aufgenommen werden sollen (vgl. Hüttemann WPg 2007, 812, 820) erscheint es jedenfalls zur Festlegung des für das konkreten Unternehmens anzusetzenden Risikozuschlags angebracht, auf die (nur) der Gesellschaft bekannten Informationen und ihren hieraus sich ergebenden

Eigenschaften eines Vergleichsobjekts (d.h. mit der Rendite der Alternativenanlage = dem Kapitalisierungszinssatz) zu vergleichen. Verzichtet man auf Verwertung dieser Insiderinformation wird wirklichkeitsfremd auf Kapitalmarktdaten eines vollkommenen Kapitalmarktes zurückgegriffen, wobei modelllogisch auf Kapitalkosten anderer Unternehmen, die vergleichbar sein sollen – was aber letztlich aus den oben dargestellten Gründen regelmäßig nicht gegeben ist -, zurückgegriffen wird.

Mit der Berücksichtigung der von der Gesellschaft erlangten Kenntnisse lässt sich jedoch die an sich gebotene Simulation der Verhandlung bei gleichen Erkenntnissen auf beiden Seiten bei einem freiwilligen Verkauf der Aktie, bei dem der Minderheitsaktionär wie dargelegt den vollen Wert seines Anteils erhalten soll entsprechend realisieren. Das Risiko und damit die Kapitalkosten des konkreten Unternehmens werden somit marktbezogen ermittelt und damit dem geforderten objektiven Realitätsbezug entsprochen.

Auch den verwendeten Wachstumsabschlag von 1,3 % hält die Kammer für vertretbar. Im vorliegenden Fall ist ~~den nachvollziehbaren~~ Erwägungen der sachverständigen Prüfers, denen sich die Kammer nach Überprüfung anschließt, der Wachstumsabschlag in dieser Höhe bei der Phase 2 (nachhaltige Planung - ewige Rente) vorzunehmen. Die Höhe des Abschlags vom Kapitalisierungszins hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass das Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen. Der sachverständige Prüfer hat hierzu in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 30.10.2008 ausgeführt:

„Erster Anhaltspunkt für die Höhe des Wachstumsabschlags sind in der Vergangenheit beobachtbare oder für die Zukunft erwartete Inflationsraten. Aus methodischen Überlegungen sollte im Rahmen der Unternehmensbewertung zukunfts-basierten Daten gegenüber vergangenheitsorientierten Daten der Vorzug gegeben werden, sofern sie verfügbar und von hinreichender Verlässlichkeit sind. Die erwartete Teuerungsrate kann etwa aus Finanzmarktdaten abgeleitet werden. Beispielsweise können Renditedifferenzen zwischen klassischen nominalen Anleihen und inflationsindexierten Anleihen mit gleicher Restlaufzeit (sog. Break-even-Inflationsraten) herangezogen werden, um Informationen über Inflationserwartungen der Marktteilnehmer zu gewinnen. In den so gewonnenen finanzmarkt-basierten Indikatoren ist jedoch nicht nur die erwartete Teuerungsrate enthalten, sondern auch zeitvariable Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien.

Auf der Basis eines Renditevergleichs inflationsgeschützter Bundesanleihen mit gleich langlaufenden nominalen Bundesanleihen ergab sich zum Bewertungszeitpunkt eine Renditedifferenz (inkl. einer zeitvariablen Inflationsrisikoprämie) in Höhe von ca. 2,1 %. Unter Berücksichtigung dieser Prämie ist davon auszugehen, dass die erwartete Inflationsrate unter 2 % beträgt, konkret sind wir von 1,8 % ausgegangen. Die in der Vergangenheit über den Zeitraum von 1997 bis 2006 beobachtbaren Inflationsraten liegen für den Euroraum in einer Bandbreite von 1,1 % bis 2,3 %. Inflationsraten können immer nur einen ersten Anhaltspunkt für die Ableitung der Wachstumsrate sein, da sich nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen in den nominalen Überschüssen niederschlagen. Dabei war zu berücksichtigen, dass für die Bereiche CBG und Retail Banking kein nennenswertes Wachstum zu erwarten ist. Während dies für den Bereich CBG aus verhaltenen Markterwartungen resultiert, ergibt sich dies im Bereich Retail Banking daraus, dass die Eurohypo AG hier kein Neugeschäft tätigt und nur noch ein über die Jahre abschmelzendes Altgeschäft im Portfolio verbleibt. Selbst wenn für alle übrigen Geschäftsbereiche eine Wachstumsrate in Höhe der oben erwähnten Renditedifferenz von 2,1 % angesetzt würde, führten allein diese Überlegung zu einer geringeren Wachstumsrate für den Gesamtkonzern. Mit der angesetzten Wachstumsrate von 1,3 % wurde unter Berücksichtigung der anteiligen Bedeutung der Bereiche CBG und Retail Banking (gemessen am Ergebnisanteil des letzten Planjahres) genau diesen Überlegungen Rechnung getragen. Entsprechenden Niederschlag haben diese Zusammenhänge bei der Ableitung der wachstumsbedingten Thesaurierung im nachhaltigen Ergebnis gefunden, vgl. dazu Abschnitt Demgegenüber ist es unzutreffend, höhere Wachstumsraten bereits daraus abzuleiten, dass während der Detailplanungsphase keine Vollausschüttung der Erträge angenommen wurde. Vielmehr ist damit keine Erhöhung der Kapitalausstattung verbunden, da die thesaurierten Beträge den Anteilseignern unmittelbar werterhöhend zugerechnet werden. ...“

Der sachverständige Prüfer hat damit nachvollziehbar dargelegt, warum ein höherer Wachstumsabschlag als 1,3 % nicht geboten gewesen ist. Im Übrigen stimmt die Kammer der weiteren Einschätzung des sachverständigen Prüfers zu, dass im Hinblick auf die subprime-Krise und die damit notwendigerweise einhergehende geringere Wachstumsorientierung für Kreditinstitute wie die Eurohypo AG für die Zukunft ein höherer Wachstumsabschlag als 1,3 % kaum zu rechtfertigen wäre.

Die Bemessung der Abfindung aufgrund des höheren Börsenkurses als dem Ertragswert ist nicht zu beanstanden

Angesichts der Unsicherheit der zahlreichen auf Prognosen zukünftiger Entwicklungen beruhenden Parameter des Ertragswertverfahrens ist bei der Ermittlung des Unternehmenswerts das Marktgeschehen verstärkt in die Betrachtung einzubeziehen. Börsenkurs und nach betriebswirtschaftlichen Methoden ermittelte Anteilswerte können zwar differieren, sich aber auch decken (BGHZ 147, 108 = NJW 2001, 2080 [2082]). Im Gegensatz zu fundamental analytisch gewonnenen Bewertungen durch Sachverständigengutachten aufgrund betriebswirtschaftlicher Methoden stellen die Börsenkurse das Ergebnis eines tatsächlich stattfindenden Preisbildungsprozesses am Markt dar und beruhen auf einer Beurteilung des Unternehmens durch die Anleger aufgrund der diesen bekannten oder zumindest allgemein zugänglichen Unternehmensdaten und sonstiger für den Markt relevanter Informationen. Da auch das Ergebnis einer fundamental analytischen Bewertung letztendlich nichts anderes als eine Schätzung des Unternehmenswertes darstellt, ergibt sich, dass der Börsenkurs der Wertermittlung aufgrund betriebswirtschaftlicher Methoden jedenfalls nicht unterlegen ist (vgl. Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 a.a.O.; Veil in Spindler/Stilz, AktG, § 305 Rz. 51, Tonner in Festschrift für Karsten Schmidt, S. 1581, 1589; kritisch: Großfeld, recht der Unternehmensbewertung a.a.O., S. 310 ff), zumal für den (Klein)anleger sich der Börsenwert als der Wert seiner konkreten Anlage im Regelfall darstellt (vgl. Luttermann ZIP 1999, 45, 49; Tonner a.a.O. S. 1587) Der Börsenkurs bildet aber auch darüber hinaus, beruhend auf der Annahme, dass die Börse auf der Grundlage der ihr zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewertet, unter der Voraussetzung eines funktionierenden Markts einen Indikator für den Unternehmenswert (vgl. BGHZ 147, 108 = NJW 2001, 2080 [2081]). Hierdurch wird das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bei der Wertbestimmung berücksichtigt und darüber hinaus auch der Verkehrsfähigkeit von börsennotierten Aktien Rechnung getragen (BVerfGE 100, 289 = NJW 1999, 3769 [3771]). Im Allgemeinen kann man davon ausgehen müssen, dass bei funktionierenden Marktkräften der Börsenwert der Aktie dem Wert des damit verkörpern Unternehmensanteils entspricht. d.h. der Markt nicht bereit wäre, einen bestimmten Preis für die Aktie zu zahlen, wenn dieser dem darin verkörpertem (Zukunftswert) nicht entspricht.

Eine Schlechterstellung der (Minderheits)aktionäre ist damit nicht erkennbar, denn alle betriebswirtschaftlichen Bewertungsmethoden beschäftigen sich auch nur damit, auf möglichst gesicherter Basis theoretisch den wirklichen Marktwert zu ermitteln bzw. die interessengerechten Grenzpreise. Die Widerlegung mittels einer anderen Bewertungsmethode würde im Übrigen voraussetzen, dass die andere Bewertungsmethode, z.B. die üblicherweise angewandte Ertragswertmethode, für eine höhere Richtigkeitsgewähr stünde und damit der Preisbildung am Markt überlegen wäre. Dass die Ertragswertmethode ein realitätsgerechteres Ergebnis hervorbringen würde, kann aber nicht angenommen werden, weil sie mit Schätzungen und Plausibilisierungen arbeitet (vgl. OLG Frankfurt, Beschl. v. 9.12.2008 – WpÜG 2/08 - NZG 2009, 74; Kammerbeschluss v. 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 – a. a. O.; Tonner a.a.O. S. 1590).

Ob der Börsenkurs immer nur die Funktion einer Untergrenze hat, bzw. sogar ggf. eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren unterbleiben könnte, kann hier dahingestellt bleiben, da die Abfindung hier nach dem Börsenkurs letztlich ermittelt wurde und der Ertragswert nach dem oben dargelegten jedenfalls nicht darüber liegt.

An ihrer bisher geäußerten Auffassung (seit Beschl. vom 17.01.2006 - 3-5 O 74/03 – AG 2006, 757) geäußerten Auffassung, dass der für den durchschnittlichen Börsenkurs maßgebliche Referenzzeitraum der Zeitraum von drei Monaten vor der die Strukturmaßnahme beschließenden Hauptversammlung sei und nicht der Zeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme, hält die Kammer nicht mehr fest.

Die Kammer folgt nunmehr der in der obergerichtlichen Rechtsprechung vertretenen Ansicht, wonach statt dessen die Frist von im Regelfall drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme heranzuziehen ist (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, NZG 2007, 302 [303 ff.]; v. 6.7.2007 - 20 W 5/06, AG 2007, 705 [710]; vgl. auch KG v. 16.10.2006 - 2 W 148/01, NZG 2007, 71 = ZIP 2007, 75; BVerfG v. 29.11.2006 - 1 BvR 704/03, AG 2007, 119 = ZIP 2007, 175 [178]).

Es erscheint schon generell fraglich, ob es angemessen ist, die Referenzperiode erst mit der beschlussfassenden Hauptversammlung und nicht mit der Bekanntgabe der Maßnahme enden zu lassen. Die Berücksichtigung eines mit der Hauptversammlung endenden Zeitraums ist an sich schon nicht praktikabel, weil das Abfindungsangebot und der Bericht über die Prüfung seiner Angemessenheit ab Einberufung der Hauptversammlung, die über die zur Abfindung

verpflichtende Maßnahme beschließen soll, bereits vorliegen müssen, mithin zumindest vor dem Zeitraum vorliegen (und geprüft werden) muss in dem nach § 123 AktG die Hauptversammlung einzuberufen ist.

Aus der Finanzierungstheorie heraus ist der Tag als Stichtag zu wählen, welcher zu einer Veränderung des Gleichgewichtspreises, d.h. einem neuen Gleichgewicht, führt. Der ökonomisch korrekte Stichtag ist also der Tag, an dem die Abfindung auslösende somit Erwartungen der Marktteilnehmer ändernde Ereignis dem Markt erstmalig bekannt wird. Da der Tag der Hauptversammlung, insbesondere wenn die Mehrheitsverhältnisse des Unternehmens einen Beschluss direkt implizieren, keine neue Information bringt, spricht nichts für diesen als Stichtag. Es bestehen aber sachliche Bedenken gegen diesen Zeitraum, weil der Börsenkurs zunächst durch die Bekanntgabe der Maßnahme als solcher und dann insb. durch die Bekanntgabe der zu erwartenden Abfindung nachhaltig beeinflusst wird (OLG Stuttgart v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, AG 2007, 209 = NZG 2007, 302 [304 ff.]; KG v. 16.10.2006 - 2 W 148/01, ZIP 2007, 75 [77]; Weber, ZGR 2004, 280 [284 ff.]; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 316). Die Anknüpfung an diesen Referenzzeitraum kann also nicht zu sachlich richtigen und im Interesse der Rechtssicherheit vorhersehbaren Ergebnissen führen, nicht nur wegen der Gefahr einer Manipulation in die eine oder andere Richtung, sondern vor allem deshalb, weil die Abfindung nach Art eines Zirkelschlusses von einem Börsenkurs abhängig gemacht wird, der sich seinerseits nach der Höhe der angebotenen und erwarteten Abfindung entwickelt (OLG Stuttgart v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, AG 2007, 209 = NZG 2007, 302 [304 ff.], m.w.N.).

Selbst wenn im Fall von Unternehmensverträgen auch Synergieerwartungen mit einer wahrscheinlich geringeren Rolle für Kursveränderungen nach Bekanntgabe von Maßnahme und Abfindungsangebot spielen sollten, ließe sich dies nicht quantitativ von dem Einfluss der Abfindungserwartungen abschieben. Deren Eliminierung wäre aber zur Vermeidung der Zirkularität verboten. Auch weil diese Erwartungen unberücksichtigt bleiben müssen, ist der zugrunde zu legende Desinvestitionswert notwendigerweise hypothetisch. Er muss aus Sicht des das Abfindungsangebot unterbreitenden Unternehmens auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung in der Hauptversammlung prognostiziert oder im Nachhinein im Spruchverfahren überprüft werden. Für diese Hypothese bzw. Prognose ist also ein Durchschnittswert aus einem Referenzzeitraum vor der Hauptversammlung nicht geeignet, weil die Abfindungserwartungen nicht herausgerechnet werden können (vgl. auch AdoIII, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 341 f.). Insgesamt ist aus diesen Gründen der Referenzzeitraum von im Regelfall drei Monaten vor

Bekanntgabe der Maßnahme zur Bestimmung des Börsenwerts vorzuziehen. Er weist noch eine hinreichende Nähe zum Bewertungsstichtag auf, um als Grundlage für die Prognose des Desinvestitionswerts zu diesem Zeitpunkt zu dienen (vgl. OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783). Ob dies in allen Fällen zutrifft kann hier dahingestellt bleiben, da der Tag der Bekanntmachung hier der 30.3.2007 war mithin nur ein Zeitraum von ca. 5 Monaten zwischen diesem Tag und der Tag der Hauptversammlung lag, somit die zu fordernde hinreichende Nähe zum Bewertungsstichtag noch gegeben ist, zumal dieser Zeitraum für die vorzunehmende Unternehmensbewertung, die gerichtliche Bestellung des sachverständigen Prüfers und dessen Prüfung und die Ladung zur Hauptversammlung eher knapp bemessen ist.

Die Kammer verkennt hierbei jedoch nicht, dass es gewissermaßen der Hauptaktionär, (bzw. die Gesellschaft) in der Hand hat, diesen Referenzzeitraum durch Mitteilung der Strukturmaßnahme zu bestimmen, mithin auch gewisse Manipulationsmöglichkeiten hinsichtlich des sich so dann ergebenden Abfindungsbetrages hat, indem ein Zeitpunkt für die Mitteilung gewählt wird, an dem sich ein besonders niedriger gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs ergibt. In diesem Falle ist dieser Zeitpunkt dann nicht geeignet.

Anhaltspunkte für eine derartige Manipulation sind hier jedoch nicht ersichtlich wie sich aus dem Kursverlauf und dem Aktienhandelsvolumen der Eurohypo AG 6 Monate vor der Bekanntgabe am 20.3.2007 ergibt.

Datum	Eröffnung	Hoch	Tief	Schluss	Ø Volumen
2007-03-19,	25.25,	25.25,	25.25,	25.25,	800
2007-03-16,	25.25,	25.25,	25.25,	25.25,	400
2007-03-15,	24.92,	24.92,	24.92,	24.92,	100
2007-03-14,	23.51,	26.30,	23.51,	23.51,	0
2007-03-13,	23.51,	26.30,	23.51,	23.51,	0
2007-03-12,	25.00,	26.50,	25.00,	25.00,	0
2007-03-09,	24.10,	24.10,	24.10,	24.10,	300
2007-03-08,	23.80,	23.80,	23.80,	23.80,	100
2007-03-07,	22.00,	26.50,	22.00,	22.00,	0
2007-03-06,	22.00,	26.50,	22.00,	22.00,	0
2007-03-05,	22.00,	26.50,	22.00,	22.00,	0
2007-03-02,	24.20,	26.50,	24.20,	24.20,	0

2007-03-01,	23.75,	23.75,	23.75,	23.75,	0
2007-02-28,	24.40,	24.40,	24.40,	24.40,	100
2007-02-27,	24.40,	25.90,	24.40,	24.40,	0
2007-02-26,	25.20,	25.90,	25.20,	25.20,	0
2007-02-23,	24.41,	24.41,	24.41,	24.41,	300
2007-02-22,	22.50,	25.90,	22.50,	22.50,	0
2007-02-21,	25.00,	25.00,	25.00,	25.00,	0
2007-02-20,	22.50,	25.90,	22.50,	22.50,	0
2007-02-16,	25.40,	25.40,	25.40,	25.40,	0
2007-02-15,	22.50,	25.95,	22.50,	22.50,	0
2007-02-14,	22.50,	25.95,	22.50,	22.50,	0
2007-02-13,	22.50,	25.90,	22.50,	22.50,	0
2007-02-12,	22.50,	25.90,	22.50,	22.50,	0
2007-02-09,	22.50,	25.60,	22.50,	22.50,	0
2007-02-08,	24.52,	24.52,	24.52,	24.52,	0
2007-02-07,	22.50,	25.60,	22.50,	22.50,	0
2007-02-06,	22.50,	24.95,	22.50,	22.50,	0
2007-02-05,	22.50,	24.95,	22.50,	22.50,	0
2007-02-02,	24.50,	24.50,	24.50,	24.50,	0
2007-02-01,	22.50,	24.50,	22.50,	22.50,	0
2007-01-31,	24.30,	24.30,	24.30,	24.30,	500
2007-01-30,	22.50,	24.00,	22.50,	22.50,	0
2007-01-29,	22.50,	24.00,	22.50,	22.50,	0
2007-01-26,	22.50,	24.50,	22.50,	22.50,	0
2007-01-25,	22.50,	22.50,	22.50,	22.50,	0
2007-01-24,	23.50,	23.50,	23.50,	23.50,	100
2007-01-23,	22.85,	22.85,	22.85,	22.85,	100
2007-01-22,	22.50,	22.50,	22.50,	22.50,	200
2007-01-19,	22.20,	22.20,	22.20,	22.20,	300
2007-01-18,	22.00,	22.10,	22.00,	22.00,	0
2007-01-17,	22.05,	22.05,	22.05,	22.05,	1004
2007-01-16,	21.95,	21.95,	21.95,	21.95,	0
2007-01-15,	22.00,	22.00,	22.00,	22.00,	1409
2007-01-12,	21.80,	21.80,	21.80,	21.80,	0

2007-01-11,	21.95,	22.20,	21.95,	21.95,	0
2007-01-10,	21.85,	22.20,	21.85,	21.85,	0
2007-01-09,	22.10,	22.20,	22.10,	22.10,	0
2007-01-08,	21.52,	21.52,	21.52,	21.52,	100
2007-01-05,	22.00,	22.00,	22.00,	22.00,	0
2007-01-04,	21.85,	21.85,	21.85,	21.85,	0
2007-01-03,	21.75,	21.75,	21.75,	21.75,	0
2007-01-02,	21.80,	21.80,	21.80,	21.80,	0
2006-12-29,	21.80,	22.20,	21.80,	21.80,	0
2006-12-28,	22.10,	22.10,	22.10,	22.10,	100
2006-12-27,	22.10,	22.10,	22.10,	22.10,	0
2006-12-22,	22.00,	22.00,	22.00,	22.00,	0
2006-12-21,	21.91,	21.91,	21.91,	21.91,	0
2006-12-20,	22.00,	22.20,	22.00,	22.00,	0
2006-12-19,	21.80,	21.80,	21.80,	21.80,	0
2006-12-18,	22.20,	22.20,	22.20,	22.20,	500
2006-12-15,	21.80,	21.80,	21.80,	21.80,	0
2006-12-14,	21.51,	23.00,	21.51,	21.51,	0
2006-12-13,	21.80,	23.00,	21.80,	21.80,	0
2006-12-12,	21.55,	21.55,	21.55,	21.55,	0
2006-12-11,	22.10,	22.10,	22.10,	22.10,	400
2006-12-08,	21.51,	23.00,	21.51,	21.51,	0
2006-12-07,	21.51,	21.51,	21.51,	21.51,	0
2006-12-06,	21.80,	21.80,	21.80,	21.80,	0
2006-12-05,	21.80,	22.35,	21.80,	21.80,	0
2006-12-04,	21.51,	21.51,	21.51,	21.51,	700
2006-12-01,	21.90,	21.90,	21.90,	21.90,	500
2006-11-30,	21.30,	23.00,	21.30,	21.30,	0
2006-11-29,	21.30,	21.30,	21.30,	21.30,	0
2006-11-28,	21.63,	21.63,	21.63,	21.63,	500
2006-11-27,	21.81,	21.81,	21.81,	21.81,	3700
2006-11-24,	22.22,	23.00,	22.22,	22.22,	0
2006-11-23,	22.22,	22.22,	22.22,	22.22,	0
2006-11-22,	22.55,	23.00,	22.55,	22.55,	0

2006-11-21,	22.22,	22.22,	22.22,	22.22,	0
2006-11-20,	22.22,	23.00,	22.22,	22.22,	0
2006-11-17,	22.75,	22.75,	22.75,	22.75,	200
2006-11-16,	22.75,	23.00,	22.75,	22.75,	0
2006-11-15,	23.00,	23.00,	23.00,	23.00,	0
2006-11-14,	22.99,	23.00,	22.99,	22.99,	0
2006-11-13,	23.00,	23.00,	23.00,	23.00,	0
2006-11-10,	22.30,	22.30,	22.30,	22.30,	0
2006-11-09,	22.50,	22.50,	22.50,	22.50,	400
2006-11-08,	23.00,	23.00,	23.00,	23.00,	0
2006-11-07,	22.90,	22.90,	22.90,	22.90,	0
2006-11-06,	23.30,	23.30,	23.30,	23.30,	0
2006-11-03,	23.02,	23.30,	23.02,	23.02,	0
2006-11-02,	23.00,	23.00,	23.00,	23.00,	500
2006-11-01,	23.00,	23.30,	23.00,	23.00,	0
2006-10-31,	23.00,	23.30,	23.00,	23.00,	0
2006-10-30,	23.00,	23.30,	23.00,	23.00,	0
2006-10-27,	23.00,	23.30,	23.00,	23.00,	0
2006-10-26,	23.30,	23.30,	23.30,	23.30,	0
2006-10-25,	23.00,	23.30,	23.00,	23.00,	0
2006-10-24,	23.00,	23.00,	23.00,	23.00,	100
2006-10-23,	23.00,	23.00,	23.00,	23.00,	0
2006-10-20,	23.00,	23.00,	23.00,	23.00,	100

(Quelle:

<http://de.finance.yahoo.com/q/hp?s=EHY.DE&a=00&b=27&c=2004&d=07&e=27&f=2007&g=d&z=66&y=0>)

Daraus ergibt sich, dass der Tag der Bekanntgabe am 20.3.2007 aus Sicht der Antragsgegnerin im letzten halben Jahr vor Bekanntgabe eher ein ungünstiger Zeitpunkt war.

Es besteht daher keine Veranlassung einen höheren Abfindungsbetrag festzusetzen, als den, der sich aus dem gewichteten Durchschnittlichen Börsenkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme ergibt.

Hingegen kann es nicht bei dem im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vereinbarten festen Ausgleich verbleiben, dieser ist vielmehr für das Jahr 2007 auf netto EUR 1,51 und ab dem Jahr 2008 auf netto EUR 1,65 zu erhöhen.

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außen stehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen.

Als Ausgleichszahlung an die außen stehenden Aktionäre ist mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte (§ 304 Abs. 2 AktG). Die jährliche Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG wird ermittelt, indem der Unternehmenswert verrentet wird.

Die künftigen Erträge finden ihren Niederschlag im Ertragswert des Unternehmens, der - unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls - das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens an die Anteilseigner repräsentiert.

Daraus ergibt sich schon, dass entgegen der Auffassung einiger Antragsteller hier nicht wie bei der Abfindung der Börsenkurs zugrunde gelegt werden kann.

Der nach Maßgabe des § 304 Abs. 2 AktG auf der Grundlage der bisherigen Ertragslage und künftigen Ertragsaussichten angemessene Ausgleich kann nach hier nur aus dem Ertragswert, der für die Barabfindung berechnet worden ist, mittels dessen Verzinsung abgeleitet werden (vgl. nur BGHZ 156, 57, 63; Koppensteiner in KölnKomm-AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 67), denn damit kann methodisch der Durchschnitt der künftigen Gewinnerwartungen ermittelt werden (Jonas WnG. 2007. 835, 836 f). Die Rechtsprechung des BVerfG, die bei der Bestimmung des variablen Ausgleichs nach der Verschmelzungswertrelation die Berücksichtigung der Börsenkurse des beherrschten Unternehmens verlangt, ist auf den festen Barausgleich nicht übertragbar (Koppensteiner a. a. O. § 304 Rn. 55 m. w. N.). Hier geht es ausschließlich um die Erwartungen an die künftige Ertragsfähigkeit des Unternehmens der beherrschten Gesellschaft; dafür ist ein Desinvestitionsinteresse ohne Belang (vgl. auch OLG Hamburg AG 2003, 583, 585). Der Ertragswert des Unternehmens, der - unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls - repräsentiert das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens an die Anteilseigner.

Im so genannten „Ytong-Urteil“ (BGH v. 21.7.2003 - II ZB 17/01 - NJW 2003, S. 3272 = NZG 2003, 1017) führt der Bundesgerichtshof aus, dass den außen stehenden Aktionären als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. In dem Urteil wird ausgeführt, dass als erwirtschafteter Gewinn das Ergebnis vor Körperschaftsteuer anzusehen sei, von dem die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen sei. Ferner ist hier die Verrentung des Unternehmenswerts mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz erfolgt und das gesondert bewertete Vermögen - insbesondere das nicht betriebsnotwendige Vermögen - bei der Bestimmung des Ausgleichs nicht berücksichtigt worden.

Bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs danach auf den Bruttogewinnanteil je Aktie abzustellen. Hiervon ist die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich angegebenen Höhe abzusetzen. Daher muss auch die gesetzlich bestimmte Höhe des Solidaritätszuschlags berücksichtigt werden (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156 = AG 2006, 41).

Auszugehen ist deshalb vom dem im Vertragsbericht ermittelten und vom sachverständigen Prüfer gebilligten und jedenfalls zu Lasten der Minderheitsaktionäre nicht zu niedrigen Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren zum 29.08.2007 in Höhe von insgesamt Mio. EUR 9.335,2 (dort Bl. 58, Anlage AG 1). Dabei war es auch - entgegen der Auffassung des Bundesgerichtshofs - sachgerecht, das nicht betriebsnotwendige Vermögen einzubeziehen, da ansonsten den Aktionären dauerhaft Vermögensbestandteile vorenthalten würden, die ggf. auch einen ausschüttungsfähigen Ertrag erzielen können (vgl. Koppensteiner a.a.O. § 404 Rz. 61 m. w. Nachw.).

Zu beanstanden ist auch nicht, dass der Ertragswert unter Berücksichtigung einer Thesaurierung ermittelt wurde. Dies widerspricht nach dem Schutzzweck des § 304 AktG auch nicht dem Wortlaut des § 304 AktG, der für die Bestimmung der Ausgleichszahlung festgelegt, dass die Ertragsaussichten „ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen“ zu berücksichtigen sind. Das hier verwendete Modell der Unternehmenswertermittlung sieht vor, dass wertgleich zur Wideranlage der Thesaurierungsbeträge im Unternehmen angenommen werden kann, dass Thesaurierungsvorteile den Aktionären steuerfrei zugewendet werden. Diese modelltheoretische Annahme ist nicht mit der in § 304 AktG genannten Bildung von

Gewinnrücklagen, die zunächst einer Ausschüttung an die Aktionäre vorenthalten werden, vergleichbar. Von Zinseffekten abgesehen wirkt sich – jedenfalls unter dem Halbeinkünfteverfahren - im Wesentlichen die Belastung der Ausschüttungen mit typisierter Ertragsteuer der Anteilseigner mindernd auf den Unternehmenswert und damit positiv auf die Höhe der Ausgleichszahlung unter der Annahme der Vollausschüttung aus. Im gleichen Verhältnis wie sich die geplante Ausschüttungsquote auf die Höhe der persönlichen Ertragsteuerbelastung offen ausgeschütteter Jahresüberschüsse auswirkt, wird die Ausgleichszahlung anteilig von der typisierten Ertragsteuer des Anteilseigners freigestellt. Die Übertragung der Steuerfreiheit fiktiv nicht ausgeschütteter Gewinnanteile auf die Ausgleichszahlungen bewirkt, dass diese auch nur anteilig der typisierten Ertragsteuer unterworfen werden, mithin ein höherer Ertragswert entsteht (vgl. Stephan in Schmidt/Lutter, AktG § 304; Rz. 84; Emmerich/Habersack, Aktien und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl., § 304 AktG, Rz. 34 m. w. Nachw.)

Dieser Unternehmenswert ist mit dem Verrentungzinssatz kapitalisieren.

Für die Bemessung dieses Verrentungzinssatzes legt die Kammer einen risikoadjustierten Zinssatz i.H.v. 6,975 % zugrunde. Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller hält es die Kammer bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs nicht für geboten, den Kapitalisierungszinssatz zur Gänze für die Verrentung des ausgleichsbezogenen Unternehmenswerts heranzuziehen (vgl. auch OLG München AG 2008, 28 m. w. Nachw.). Die Ytong-Entscheidung des BGH steht einer solchen Berechnungsweise nicht entgegen, da sich der Bundesgerichtshof – offensichtlich wegen insoweit unstrittigem Parteivorbringen - nicht näher mit der rechtlich gebotenen Art und Weise der Berechnung des angemessenen Verrentungzinssatzes auseinandergesetzt hat.

Die Kammer hält es für sachgerecht - wie es auch nahezu einhellig (jedenfalls in den der Kammer vorliegenden Fällen) in der Bewertungspraxis erfolgt - als Zinssatz für die Verrentung der aus einer Schätzung abgeleitete Mittelwert aus dem der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Kapitalisierungszins unter Berücksichtigung des Risikozuschlags und dem Basiszinssatz zu verwenden (vgl. OLG München AG 2008, 28), was hier zu einem Verrentungzinssatz von 6,975 % (4,5 Basiszins + 2,47 als hälftiger Risikozuschlag) führt.

Der Auffassung der Antragsgegnerin, dass sich der Risikozuschlag zum Basiszins hier über den Credit Default Swap der ableiten ließe und daher nur 0,15 % betrage, mit der Folge dass sich ein Verrentungszinssatz von 4,65 % ergebe, kann nicht gefolgt werden. Bei dieser Betrachtung wird nämlich allein darauf abgestellt, dass das Risiko der Minderheitsaktionäre dem Risiko eines Inhaber einer Unternehmensanleihe entspreche, wobei angesichts der auch schon zum Zeitpunkt der Hauptversammlung in der Wurzel angelegten Bankenkrise – von der die allgemeinkundig schwer betroffen wurde und staatliche Hilfe in Anspruch nehmen musste (wobei die staatliche Hilfe im August 2007 nicht voraussehbar war)- die Einschätzung dieses geringen Bonitätsrisikos nicht sachgerecht ist. Beim Abstellen zur Ermittlung des Risikos auf eine Kreditderivatsrate zum Handeln von Ausfallrisiken von Krediten und Anleihen der wird zudem die gebotene Unterscheidung zwischen Eigen- und Fremdkapitalgeber vernachlässigt. Die Rate von Credit Default Swaps bezieht sich immer auf Fremdkapitalgeber, während es sich bei ausgleichsberechtigten Aktionären der Eurohypo AG um Eigenkapitalgeber handelt. Es ist jedoch in der Kapitalkostentheorie anerkannt – insbesondere in dem von der Antragsgegnerin verwendeten CAPM - , dass der Eigenkapitalgeber – wegen des höheren Risikos gegenüber dem Fremdkapitalgeber eine höhere Rendite des eingesetzten Kapitals verlangen kann.

Zudem wird weiter übersehen, dass allein schon wegen der kurz nach der verfolgten Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages in das Handelsregister die herrschende Gesellschaft schnell auf die Geschäftsentwicklung der Eurohypo Einfluss nehmen kann, der für das Konzern-Unternehmen nachteilige Folgen haben und die Ertragskraft mindern kann und auch durch die Integration der Essen Hvb im Jahre 2008 erkennbar erfolgt ist. Daneben trägt der Ausgleichsberechtigte das grundsätzliche Risiko, dass nach Beendigung der Vertragsbeziehung das durch den Vertrag unbeeinflusste Risiko wieder aufleben kann und die Risikostruktur nicht mehr mit der des Bewertungsstichtags übereinstimmt. Insbesondere ist hier zu berücksichtigen, dass wegen des in gleicher Hauptversammlung beschlossenen und ca. 11 Monaten später im Handelsregister eingetragene Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Eurohypo AG, dass in § 5 Abs. 6 des Vertrages eingeräumte Recht bei Kündigung des Vertrages durch die herrschende Gesellschaft, die Abfindung verlangen zu können leer läuft, wobei dieser Zeitablauf jedoch zum Zeitpunkt des Stichtags nicht sicher voraussehbar war.

Es ergibt sich danach ein jährlicher Bruttoausgleich von EUR 1,85. Unter Berücksichtigung der Körperschaftsteuerbelastungen und des Solidaritätszuschlags folgt daraus für das Geschäftsjahr 2007 ein Nettoausgleich von EUR 1,51 und ab dem Geschäftsjahr 2008 ein Nettoausgleich von EUR 1,65.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Im Hinblick auf die vorgenommene Erhöhung des Ausgleichs und der noch nicht höchstrichterlich geklärten Frage des Referenzzeitraums für den Börsenkurs entsprach es nicht der Billigkeit die Antragsteller mit Gerichtskosten des Verfahrens zu belasten.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Roskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Dies ist hier nicht der Fall. Im Hinblick darauf, dass das es zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommt und nur der Ausgleich erhöht wird, was sich jedoch wegen des im Juli 2008 bereits eingetragenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre sich nur für kurze Zeit auswirkt, sind keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnte.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG).

Hinsichtlich der Abfindung ist für den Geschäftswert auf die Differenz zwischen der angebotenen und der angemessenen Abfindung, bezogen auf die jeweils gehaltenen Aktien, abzustellen. Mangels Erhöhung bleibt es insoweit bei dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,--

Für die Bemessung des Streitwertes des Ausgleichs kann dahingestellt bleiben, ob wegen der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre am 25.7.2008 die

Minderheitsaktionäre überhaupt einen Ausgleich verlangen können (bejahend Kammerurteile v. 18.3.2008 - 3-05 O 211/07 -; v. 16.5.2008 - 3-05 O 357/07 -; v. 25.7.2008 - 3-05 O 95/08, ebenso LG Köln Urteil v. 13.3.2009 – 82 O 93/08 -; FG München EFG 2008, 1582; Dreier/Riedel BB 2009, 1822; a. A.: OLG Frankfurt am Main, Urteil v. 26.8.2009 – 23 U 69/08 -). Da gem. § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG für die Bemessung des Streitwerts es maßgebend auf den Zeitpunkt des Endes der Antragsfrist (8.12.2007) ankommt und zu diesem Zeitpunkt hier noch unklar war, wann und ob der Ausschluss der Minderheitsaktionäre überhaupt eingetragen werden würde, da erst am 15.1.2008 die mündliche Verhandlung im Freigabeverfahren gem. §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 6 AktG stattfand und am 29.1.2008 eine erstinstanzliche stattgebende Entscheidung – 3-05 O 275/07 - verkündet wurde, die durch Beschluss des Rechtsmittelgerichts vom 14.7.2008 - 23 W 14/08 – bestätigt wurde, ist gem. § 15 Abs. 1 Satz 1 SpruchG § 24 Abs. 1 KostO anzuwenden. Der Geschäftswert bezüglich des Ausgleichsanspruchs beträgt danach 12,5 fache der Differenz des gesamten Jahres(netto)betrages, da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag auf unbestimmte Dauer geschlossen worden war (vgl. Roskopf in KölnKomm, SpruchG § 15 Rz. 12, Drescher in Spindler/Stilz, AktG § 15 SpruchG Rz. 4; Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl. § 15 SpruchG, Rz. 8; Weingärtner in Heidel (Hrsg.) Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. § 15 SpruchG Rz. 7).

Nach der Angabe der Antragsgegnerin sind von dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag 5.171.828 Stückaktien betroffen gewesen, wodurch sich bei der Nettoerhöhung nur für 2007 ein Jahresgesamterhöhungsbetrag gem. § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG von EUR 2.585.914 ergibt. Bereits das 12,5 fache dieses Jahresbetrages liegt – unabhängig davon, dass die Nettodifferenz ab dem Jahr 2008 noch größer ist - aber über dem gesetzlichen Höchstwert von EUR 7.500.000,-, wodurch als Geschäftswert der gesetzliche Höchstbetrag von EUR 7.500.000 festzusetzen war.

Wegen des Erreichens des gesetzlichen Höchstgeschäftswertes konnte dahingestellt bleiben, ob eine Addition mit dem Wert für die Abfindung zu erfolgen hat (so: Weingärtner in Heidel (Hrsg.) Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. § 15 SpruchG Rz. 6; für einen Zuschlag: Roskopf a.a.O. Rz. 13; gegen Zusammenrechnung: Winter in Simon SpruchG § 15 Rz. 27 m.w.Nachw.).

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind. In Hinblick auf den Abschluss der Instanz durch die vorliegende Entscheidung erfolgt jedoch auch keine Entscheidung mehr über den weiteren Vorschussantrag im Schriftsatz vom 9.7.2009, da über die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre der Instanz nunmehr eine abschließende Entscheidung ergehen kann.

Rechtsmittel: Sofortige Beschwerde