

Landgericht Hamburg

~~Kammer~~ 017 für Handelssachen

Sievekingplatz 1, 20355 Hamburg

Telefon: 040/42843 2681

Telefax: 040/ 42843 2395

fristwahrendes Telefax:

040/ 42843 4318 o. -19

Konto für Vorschusszahlungen:

Justizkasse Hamburg

Dt. Bundesbank BLZ: 200 000 00

Konto: 00 2000 15 01

(Gz. der Sache bitte angeben)

417 O 62/07

B E S C H L U S S

vom 30.8.2007

In der Sache

gegen

beschließt das Landgericht Hamburg, Kammer 017 für Handelssachen , durch
den Vorsitzenden Richter am Landgericht
als Vorsitzenden

Handelsrichter
Handelsrichter

417 O 62/07

1. Die Abfindung für die durch Beschluss der Hauptversammlung der Fa. Hermes Kreditversicherungs AG (Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg Nr. HRB 5160) vom 27.6.2002 auf die als Hauptaktionärin übertragenen Aktien wird auf € 495,36 je Stückaktie festgesetzt.
2. Die Abfindung ist vom 4.9.02 an mit jährlich 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen.
3. Die weitergehenden Anträge der Antragsteller werden zurückgewiesen.
4. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, des gemeinsamen Vertreters und der Antragsgegnerin zu 1. hat die Antragsgegnerin zu 2. zu tragen.
5. a. Der gerichtliche Geschäftswert wird auf € 1.403.732,22 festgesetzt.
 b. Die Gegenstandswerte für die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller betragen jeweils € 5.000.-, jedoch für folgende Antragsteller abweichend:
 Antragsteller 5. € 123.235,37
 Antragsteller 6. € 140.359,19
 Antragsteller 9. € 7.579,40
 c. Der Geschäftswert für den gemeinsamen Vertreter beträgt € 1.129.049,29.
 d. Der Geschäftswert für die Antragsgegnerinnen wird auf jeweils € 1.403.732,22 festgesetzt.

Gründe:

Die Parteien streiten über die Angemessenheit einer Barabfindung (§ 327f AktG) nach einer Übertragung von Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär (§ 327b AktG).

A. Die tatsächlichen Grundlagen

Die Antragsteller und die Antragsgegnerin zu 2. (im Folgenden: Antragsgegnerin) sind Aktionäre der Antragsgegnerin zu 1. die früher als Fa. Hermes Kreditversicherungs-Aktiengesellschaft firmierte (im folgenden Fa. Hermes),

Die Fa. Hermes war eine im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg eingetragene Aktiengesellschaft, die selbst bzw. durch ihre Tochtergesellschaften seit vielen Jahren die Kreditversicherung, das Bürgschaftsgeschäft, das Forderungsmanagement und Bonitätsprüfungen durchführt. Bekanntmachungen der Gesellschaft hatten nach der bis zum 27.6.02 geltenden Satzung lediglich im

Bundesanzeiger zu erfolgen. Das Grundkapital der Fa. Hermes betrug am 27.6.02 € 54.080.000.- und war in 2.080.000 Namensaktien zum Nennwert von je € 26.- aufgeteilt. Hiervon hielt die Antragsgegnerin am 27.6.02 selbst 2.039.865 Aktien und über von ihr abhängige Gesellschaften 30.134 Aktien, also insgesamt ca. 99,5 %. Der Rest von 10.001 Aktien befand sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern.

Am 1.1.02 trat das Gesetz vom 20.12.01 zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen in Kraft (BGBl I, 3822f.), das den Ausschluss von Aktionären ermöglicht, wenn ein Aktionär mehr als 95% der Aktien auf sich vereinigt (§§ 327a f. AktG, sog. „Squeeze-Out“). Hierauf entschloss sich die Antragsgegnerin, die restlichen Aktien an sich zu bringen. Am 7.2.02 verlangte die Antragsgegnerin die Einberufung einer Hauptversammlung der Fa. Hermes mit dem Ziel der Übertragung der restlichen Aktien auf sie. Am 21.2.02 bestimmte das Landgericht auf ihren Antrag die von ihr einzig vorgeschlagene als gerichtliche Prüferin (im Folgenden: Abfindungsprüferin) (Landgericht Hamburg, 414 O 49/02).

Am 10.5.02 übernahm eine Gewährleistung für eine Abfindung der außenstehenden Aktionäre über € 355.- pro Aktie (Bl. 69 der Gerichtsakte, GA). Am 13.5.02 legte die von der Antragsgegnerin beauftragte

(im folgenden: Unternehmensprüferin) ein Gutachten vor, in welchem der Unternehmenswert der Fa. Hermes bezogen auf den 27.6.02 auf € 554.400.000.- festgestellt wurde; auf dieser Basis ergebe sich ein auf jede Aktie entfallender Abfindungsbetrag von € 266,54. Der damals maßgebliche Börsenkurs habe höher gelegen, sei aber gegenüber einer beabsichtigten Abfindung von € 355.- pro Aktie nicht beachtlich (Bl. 296f. GA). Am 14.5.02 legte auch die Abfindungsprüferin ihr Gutachten vor (Bl. 70f. GA), in welchem sie die Berechnung der als zutreffend bestätigte und eine Abfindung von € 355.- als angemessen attestierte. Am 15.5.02 legte die Antragsgegnerin einen Bericht über die beabsichtigte Maßnahme vor (Bl. 22f. GA), in der sie eine Abfindung von € 355.- pro Aktie vorsah (Bl. 22f. GA, hierin wurde das Gutachten der mit abgedruckt).

Auf der Hauptversammlung am 27.6.02 fassten die Aktionäre der Fa. Hermes mit 2.069.935 Stimmen bei 2.137 Gegenstimmen und 20 Stimmenthaltungen den folgenden Beschluss (notarielles Protokoll Bl. 97, 92):

Die Aktien der Minderheitsaktionäre der Hermes Kreditversicherungs-AG werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. AktG) gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 355,00 für je eine Stückaktie der Hermes Kreditversicherungs-AG mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital in Höhe von € 26,00 auf mit Sitz in München übertragen.

Am 9.8.02 wurde der Beschluss in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg eingetragen (Bl. 104 GA) und dies am 4.9.02 im Bundesanzeiger bekannt gemacht.

Nachdem Anträge einiger Antragsteller auf Festsetzung einer höheren Abfindung eingegangen waren, veröffentlichte dieses Gericht am 7.11.02 im Bundesanzeiger, die Frist zur Einreichung weiterer Anträge betrage 2 Monate ab dieser Bekanntmachung (Bl. 107). Die Anträge der Antragsteller gingen vom 9.9.02 bis 7.1.03 bei Gericht ein. Das Gericht verband die Verfahren durch Beschluss vom

14.3.03 und bestellte am selben Tage einen gemeinsamen Vertreter für alle nicht am Verfahren beteiligten Minderheitsaktionäre (Bl. 459f. GA).

B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge

I. Die Antragsteller sind der Auffassung, dass ihre Anträge zulässig seien und sämtlich hinreichende Begründungen enthielten bzw. sie zur Begründung nicht verpflichtet seien. Auch sei richtigerweise die Fa. Hermes ebenfalls Beteiligte. Die angemessene Abfindung sei höher zu bestimmen. Dies folge bereits daraus, dass der Börsenkurs am Tage der Hauptversammlung und in der Zeit davor höher als die Abfindung gelegen habe. Auch müsse sich zu ihren Gunsten auswirken, dass die Antragsgegnerin den Wert der Fa. Hermes, nachdem sie alleinige Aktionärin geworden sei, durch Verbund- und Synergieeffekte ganz erheblich steigern könne. die tatsächlichen Entwicklungen der Fa. Hermes für die Jahre 2002 bis 2006 seien ausweislich der Geschäftsberichte erheblich günstiger als angenommen, selbst wenn man die Ergebnisse der Fa. Euler, mit der man Mitte Juli 2002 fusioniert habe, außer acht lasse.

Die zur Berechnung des abgezinsten Barwertes der zukünftigen Erträge herangezogenen Werte (Basiszins, Markrisikoprämie, sog. Beta-Faktor und Wachstumsabschlag) seien nur mit dem Ziel angenommen worden, den Unternehmenswert auf den gewünschten Betrag herunter zu rechnen.

Die Antragsteller meinen, dass weder das Gutachten der noch das Gutachten der eine ausreichende Beurteilungsgrundlage für eine gerichtliche Bewertung des Unternehmenswertes darstellten. Das Gutachten der sei aufgrund einer unzulässigen parallelen Prüfung entstanden, wie sich daran zeige, dass es nur einen Tag später als das Gutachten der unterzeichnet worden sei. Deshalb bedürfe es der Einholung eines unabhängigen gerichtlichen Gutachtens. Dessen Einholung habe auch das BVerfG in seinem jüngsten Beschluss (DB 2007, 1578) zur Rechtfertigung der Verfassungsmäßigkeit des Squeeze-Out in jedem Fall für nötig erachtet.

Die Antragsteller beantragen deshalb,

- a. eine angemessene, höhere Abfindung zu bestimmen.

Einige Antragsteller beantragen ferner,

- b. die Verzinsung der Abfindung nach § 327b II AktG anzuordnen.

II. Der gemeinsame Vertreter hat sich den Argumenten der Antragsteller angeschlossen und beantragt

- die gerichtliche Festsetzung der angemessenen, höheren Barabfindung gemäß § 327f AktG.

Auch er vertritt in erster Linie die Auffassung, es müsse eine neue gerichtliche Begutachtung stattfinden; die Begutachtung der und vernebele die Sachverhalte und die angegebenen Fakten seien zwar eloquent und beredt, aber letztlich widersprüchlich und nicht aussagefähig. Die schon aus der Mehrheitsbeteiligung der Antragsgegnerin zu 2. folgenden Synergien seien nicht hinreichend berücksichtigt; den Aktionären gebühre aber auch der Vorteil, der sich für die Antragsgegnerin aus dem Hinauswurf der Minderheitsaktionären zukünftig ergeben werde. Die Annahme, im Bereich der Phase 2 ab 2005 müssten höhere Schadensquoten in die Berechnung eingestellt werden, erscheine nach den Erfahrungen aus der Vergangenheit nicht gerechtfertigt. Von einer sich verschlechternden Konjunktur und dauerhaft geringeren Einnahmen könne keine Rede sein.

III. Die Antragsgegnerin meint, die gegen die Fa. Hermes gerichteten Anträge seien unzulässig. Unzulässig seien auch die Anträge derjenigen Antragsteller, die ohne eigenen Sachvortrag lediglich die Erhöhung der Abfindung begehren. Die Antragsgegnerin hält das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse für überzeugend. Die parallele Prüfung durch und sei zulässig und inhaltlich unbedenklich. Die gefundenen Ergebnisse seien in allem gut begründet und deckten sich mit den wissenschaftlichen Ergebnissen über die Bewertung und Abzinsung zukünftiger Unternehmenserträge. Der Einholung eines gerichtlichen Gutachtens bedürfe es nicht.

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,
 die Anträge zurückzuweisen.

IV. Der Sachvortrag der Fa. Hermes wird unter dem Vortrag der Antragsgegnerin berichtet, weil er gleichlautend ist. Die Fa. Hermes beantragt ebenfalls,
 die Anträge zurückzuweisen.

V. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von ihnen eingereichten (teils sehr umfangreichen) Schriftsätze nebst Anlagen und auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 18.6.07 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten unter C.II. berichtet.

Am 18.6.07 fand eine mündliche Verhandlung statt, in der und der Abfindungsprüferin mündlich das Gutachten erläuterten. Wegen des Anhörungsergebnisses wird ebenfalls auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 18.6.07 verwiesen.

Die nachgelassenen Schriftsätze des Antragstellers zu 5. vom 30.7.07, der Antragsteller zu 10. und 11. vom 28.7.07 und des gemeinsamen Vertreters vom 31.7.07 sind berücksichtigt worden.

Diesem Beschluss sind 3 Tabellen beigelegt. Die erste Tabelle (4 Blätter) vollzieht die Berechnungen der Antragsgegnerin nach. Sie gelangt zu geringfügig anderen Ergebnissen als die Antragsgegnerin und die und zwar zum einen wegen Rundungsfehlern, zum anderen wegen eines in der mündlichen Verhandlung vom 18.6.07 aufgedeckten Rechenfehlers bei der Errechnung des Ertragswertes der Fa. Hermes Risk Management (S. 66 des Gutachtens der Bl. 402, 412, 733 GA). Die zweite Tabelle (4 Blätter) stellt die – jeweils kursiv kenntlich gemachten – Korrekturen durch das Gericht dar und zeigt das tenorierte Ergebnis. Die dritte Tabelle (1 Blatt) zeigt die Berechnung des Börsenkurses für die Zeit vom 27.3. bis 27.6.02 auf der Grundlage der von der Antragsgegnerin vorgelegten Tabellen (Bl. 536f. GA, aufgenommen sind die jeweiligen Fixing-Werte).

C. Die Begründung der gerichtlichen Entscheidung in der Hauptsache

I. Zulässigkeit

Die Anträge der Antragsteller sind zulässig. Dies ist nach dem vor Inkrafttreten des SpruchG am 1.9.03 geltenden Recht zu prüfen (§ 17 II SpruchG).

1. Die Aktien sind durch Beschluss vom 27.6.02 zulässigerweise auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionäre übertragen worden.

Die Antragsgegnerin war im Besitz von über 95% der Aktien (§ 327a I AktG); allein die ihr selbst damals gehörenden 2.039.865 Aktien machten 98,07% aus, so dass es auf die Frage, ob ihr die Aktien abhängiger Unternehmen zuzurechnen sind, nicht ankommt. Sie hat die Übertragung der Aktien verlangt, diese ist mit der erforderlichen Mehrheit der Hauptversammlung am 27.6.02 beschlossen worden und der Beschluss hat am 9.8.02 durch Eintragung in das Handelsregister Wirksamkeit erlangt (§ 327e III AktG).

2. Antragsberechtigt sind sowohl nach dem bis zum 31.8.03 geltenden Recht als auch nach § 3 Nr. 2 SpruchG alle Aktionäre, die bei Wirksamwerden der Übertragung Aktionäre waren. Die Frage, auf welchen Zeitpunkt es hierbei ankommt, war und ist streitig. Die herrschende Ansicht (Hüffer, AktG, 5. Auflage 2002, § 320b Rdn. 10; MüKoAktG-Grunewald, 2. Auflage 2000, § 320b Rn. 17) stellte auf den Tag der Eintragung, eine andere Meinung auf das Datum der Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär ab (KöKoWpÜG-Hasselbach, 2003, § 327f, Rn. 7). Das HansOLG hat sich in einem anderen Spruch(stellen)verfahren dieser Kammer (11 W 94/03 Laudick, AG 2004, 622f. = Konzern 05, 105f.) der herrschenden Auffassung angeschlossen.

Die Frage kann in diesem Verfahren unentschieden bleiben. Die Aktionärseigenschaft aller Antragsteller ist zwischen den Parteien unstreitig, weil es nur Namensaktien gab und alle Antragsteller in dem den Antragsgegnerinnen vorliegenden Aktionärsverzeichnis verzeichnet sind.

3. Auch diejenigen Anträge der Antragsteller, die keine nähere Begründung enthalten und in denen lediglich das Begehren deutlich wird, eine höhere Abfindung zu erhalten, sind zulässig. Die Begründungspflicht für die Anträge nach § 327b I 2 AktG ist erst durch § 4 II des am 1.9.03 in Kraft getretenen SpruchG eingeführt worden. Nach § 17 II SpruchG sind für Verfahren, in denen ein Antrag auf gerichtliche Entscheidung vor dem 1.9.03 gestellt wurde, weiter die entsprechenden bis zu diesem Tage geltenden Vorschriften anzuwenden. Das frühere Gesetz kannte eine solche Begründungspflicht nicht. Ob sich, wie die Antragsgegnerin meint, aus dem besonderen Charakter des sog. "echten Streitverfahrens" nach dem FGG eine Begründungspflicht ergibt, kann dahinstehen. Jedenfalls einige Antragsteller haben ihre Anträge umfassend und sehr vertiefend begründet und alle anderen Antragsteller haben sich zumindest auch deren Begründungen zu eigen gemacht. Das reicht in Verbindung mit dem hier anzuwendenden Amtsermittlungsgrundsatz (§ 12 FGG) aus, die Anträge für zulässig zu erachten.

4. Die Anträge sind auch rechtzeitig eingegangen. Die Frist zur Stellung der Anträge begann nach früherer Rechtslage (§§ 320b III 3, 306 III AktG a.F.) nach der Bekanntgabe der Frist durch das Gericht. Das Gericht hatte durch einen am 7.11.02 veröffentlichten Beschluss die Frist auf 2 Monate festgesetzt, die am 11.1.03 auslief. Die Anträge der Antragsteller sind sämtlich vor Ablauf der dort gesetzten Frist von 2 Monaten in der Zeit bis zum 7.1.03 eingegangen. Dass einige Anträge vor dem 7.11.02 eingegangen waren, macht sie nicht unwirksam. Das folgt schon aus der früheren Systematik des Gesetzes: wenn nicht wenigstens ein Aktionär einen Antrag gestellt, hatte, war das Gericht zur Fristsetzung nicht gehalten; dass dieser Aktionär nach der Fristsetzung seinen Antrag zu wiederholen habe, sah das Gesetz nicht vor und wäre auch eine völlig überflüssige Förmerei (ebenso im Ergebnis LG Ff/M, AG 2004, 392).

5. Das Landgericht Hamburg ist für die Entscheidung zuständig. In Hamburg befindet sich der Sitz der Fa. Hermes, der nach § 306 AktG a.F. für die Zuständigkeit maßgebend ist.

II. Begründetheit gegenüber der Fa. Hermes

1. Die Antragsteller haben ihre Anträge nicht nur gegen die Antragsgegnerin, sondern auch gegen die Fa. Hermes selbst gerichtet und meinen, zwar schulde allein die Antragsgegnerin die Zahlung der Abfindung, jedoch betreffe der Vorgang die Gesellschaft, weshalb sie am Verfahren zu beteiligen sei.

Die Antragsgegnerin und die Fa. Hermes stehen auf dem Standpunkt, der Antrag sei allein gegen die Antragsgegnerin zu richten, gegen die Fa. Hermes sei er unzulässig. Es gehe allein um die Frage der Höhe der Abfindung, die allein die Antragsgegnerin schulde und auf die die betroffene AG keinen Einfluss habe.

2. Die seit dem 1.9.03 geltende Vorschrift des § 5 Nr. 3 SpruchG, die diese Frage eindeutig klärt (Antragsgegner ist nur der Hauptaktionär) kann nicht angewendet

werden, weil sämtliche Anträge vor dem 1.9.03 eingegangen sind (§ 17 II SpruchG). Die davor geltende Rechtslage war nicht eindeutig. Hinsichtlich des Verfahrens über die Festsetzung der Höhe der Abfindung verwies § 327f II 3 AktG auf § 306 AktG a.F., also auf die bereits zuvor geltenden Regeln für die Überprüfung der Abfindungshöhe bei Abschluss von Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen (§§ 293f, 305f. AktG). Auch hierin fand sich aber keine direkte Regelung über die Frage, gegen wen der Antrag zu richten war. Präjudizien oder eine herrschende Literaturauffassung gab es damals nicht. Teile der Literatur und späteren Rechtsprechung sehen nur den Hauptaktionär als richtigen Antragsgegner (OLG Düsseldorf, DB 2004, 428, KöKoWpÜG-Hasselbach, 2003, § 327f Rn.8; Emmerich/Habersack-Habersack, KonzernR, 3. Auflage 2003, § 306 Rn. 48; Grunewald, ZIP 2002, 18, 20; Vetter, AG 2002, 176, 190), ein Teil nur die betroffene AG (Hüffer, AktG, 5. Auflage 2002, § 327f Rdn. 5) und ein weiterer Teil meinte, der Antrag sei gegen beide Gesellschaften zu richten (Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 327f Rn. 7).

Das Gericht hält die gegen beide Firmen gerichteten Anträge für zulässig. Die Fa. Hermes ist zu Recht verklagt, weil § 306 AktG a.F. explizit vorsah, dass der Vorstand der betroffenen Gesellschaft die Entscheidung des Gerichts zu veröffentlichen habe (§ 306 VI AktG a.F.), dass Kostenschuldner „die Vertragsteile des Unternehmensvertrages“ seien (§ 306 VII 7 AktG a.F.) und sich hieraus auch bei sinngemäßer Anwendung ergibt, dass das Gesetz auch die betroffene Firma am Verfahren beteiligen wollte. Die Antragsgegnerin ist zu Recht verklagt, weil sie allein als Hauptaktionären die Abfindung schuldet und das Verfahren initiiert hat.

III. Die Begründetheit gegenüber der Antragsgegnerin

Die Barabfindung muss nach § 327b I 1 AktG „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Gemeint ist damit eine volle Entschädigung; der Aktionär soll wie bei der Abfindung bei Abschluss eines Unternehmensvertrages (§§ 305f. AktG) einen vollen Ausgleich für den Vermögensverlust erhalten, der ihm durch den zwangsweisen Verkauf seiner Aktien entsteht (BVerfG NJW 1962, 1667; BVerfG NJW 1999, 3769, 3770; BGH NJW 2001, 2080, 2081; BGH NJW 2003, 3272, 3273; jüngst BVerfG DB 2007, 1575 = BB 2007, 1515 = WM 2007). Der Vermögensverlust besteht darin, dass die zwangsweise verkaufte Aktie weder zukünftig verkauft werden kann noch, dass der Aktionär auf die Aktie zukünftig Dividenden erhält.

1. Der Börsenkurs

Nach der Rechtsprechung des BVerfG (NJW 1999, 3769 = ZIP 1999, 1436, 1441; ZIP 1999, 1804ff) und des BGH (ZIP 2001, 734, 736) ist davon auszugehen, dass die unterste Grenze der Abfindung stets der Verkehrswert ist, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig durch den Börsenkurs repräsentiert wird.

Auf welchen Börsenkurs hiernach abzustellen ist, ist im Einzelnen streitig.

- a. Die Antragsteller meinen, es sei auf den durchschnittlichen Börsenkurs (ermittelt auf allen Börsenplätzen) für den Zeitraum von 3 oder 6 Monaten vor der Hauptversammlung abzustellen. Der Zeitraum von 3 Monaten vor der Ankündigung des Squeeze-Out sei ungeeignet; im vorliegenden Fall zeige sich gerade an den Börsenkursen, dass dieser Umstand keine Berücksichtigung gefunden habe. Die Befürchtung, außenstehende Aktionäre würden das Wissen um den bevorstehenden Squeeze-Out dazu nutzen, den Börsenkurs zu manipulieren, sei ebenso haltlos wie zweischneidig: die Möglichkeit des Hauptaktionärs zur Manipulation sei viel größer und wirkungsvoller; dieser könne leicht die Ankündigung des Squeeze-Out an das Ende einer Phase niedriger Aktienkurse legen.
- b. Die Antragsgegnerin hingegen steht auf dem Standpunkt, es müsse auf einen von der beabsichtigten Aktienübertragung unabhängigen Zeitraum abgestellt werden, weil der Kurs nach Bekanntwerden einer Übertragungsabsicht nicht mehr allein von einer Markteinschätzung, sondern vornehmlich von der Erwartung der Marktteilnehmer über die Höhe der Abfindung bestimmt werde. Außerdem sei die Lösung des BGH (ZIP WM 2001, 856ff = ZIP 2001, 734, 736: Durchschnitt der 3 Monate vor der Hauptversammlung) nicht praktikabel, weil der Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung erst an diesem Tage feststehe, also unmöglich Grundlage des Abfindungsvorschlags und der Prüfung sein könne. Deshalb erscheine allein das Abstellen auf die 3 Monate vor Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses sachgerecht, wie es auch neuerdings in ähnlichem Zusammenhang § 5 I WpÜGAngebVO vorsehe. Der so errechenbare Börsenkurs liege bei € 347,66 und liege unter dem festgesetzten Abfindungsbetrag.
- c. Die Rechtsprechung zur Frage des zugrunde zu legenden Ermittlungszeitraums ist uneinheitlich. Das BVerfG hat jüngst erneut entschieden, dass diese Festlegung den Instanzgerichten obliege (BVerfG, ZIP 2007, 175, 177). Der BGH (NJW 2001, 2080, 2081 = ZIP 2001, 736) und verschiedene Oberlandesgerichte (u.a. OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 90.; OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 590; OLG Karlsruhe, AG 2005, 45, 47; OLG München, ZIP 2006, 1722, 1723) stellen auf einen Zeitraum von 3 Monaten vor dem Beschluss der Hauptversammlung ab. Das Oberlandesgericht Stuttgart (ZIP 2007, 530f. = NZG 2007, 302f.) hat jüngst mit beachtenswerten Gründen für die entsprechende Anwendung von § 5 I WpÜG-AngebotsVO (Referenzkurs von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme) plädiert und die Sache dem BGH zur erneuten Entscheidung vorgelegt.

Das Gericht ist zu einer Entscheidung im vorliegenden Fall nicht gehalten. Wenn man den Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze-Out-Vorhabens zugrunde legt, beträgt der Börsenkurs € 346,66. Den Börsenkurs der Fa. Hermes an allen deutschen Börsen für die Zeit vom 27.3. bis 27.6.02 hat das Gericht aufgrund der Mitteilungen der Antragsgegnerin (Bl. 536f.: jeweils die Fixing-Werte) mit € 373,46 errechnet; der Rechenweg ist aus der Tabelle 3 ersichtlich, die diesem Beschluss beigelegt ist.

Es wird zu zeigen sein, dass selbst dieser Wert durch den Betrag überstiegen wird, der sich nach den noch zu erörternden anderen Bewertungen ergibt.

2. Der Liquidationswert

Der **Liquidationswert** des Unternehmens ist der Wert, der nach seiner gedachten Liquidation, also nach Veräußerung seines gesamten Vermögens und Begleichung aller Verbindlichkeiten als Barvermögen verbliebe. Streitig ist, ob der Liquidationswert eine weitere Untergrenze des Unternehmens bzw. der Anteil hieran ist, der durch die einzelne Aktie repräsentiert wird. Die herrschende Ansicht steht hierzu auf dem Standpunkt, dass es in allen Fällen, in denen der Unternehmer das Unternehmen fortführen wolle, der Liquidationswert als Untergrenze der Abfindung dann ausscheide, wenn die Unternehmensfortführung wirtschaftlich vertretbar und der Unternehmer nicht zur Liquidation verpflichtet sei (BGH NJW 1982, 2497; MüKoAktG-BildG, § 305 Rdn. 82, OLG Düsseldorf, AG 2004, 325, 327).

Eine Entscheidung ist auch hierzu nicht veranlasst. Schon die bereits gezahlte Abfindung von € 355,00 pro Aktie entspricht bei insgesamt 2.080.000 Aktien einem Unternehmenswert von € 738.400.000.-. Unter Zugrundlegung der tenorierten Abfindung von € 495,36 pro Aktie ergibt sich ein Unternehmenswert von € 1.030.347.000.-. Dass durch eine Liquidation des gesamten Unternehmens ein höherer Betrag erzielt werden könnte, liegt fern und hat auch keiner der Antragsteller substantiiert behauptet.

Nach den mündlichen Erläuterungen der Abfindungsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 18.6.07. betrug per 31.12.01 das Vermögen der Fa. Hermes (Anlagevermögen, Forderungen, stille Reserven, Schwankungsreserve, liquide Mittel abzüglich Verbindlichkeiten) ca. € 331.000.000.-, was nach einer fiktiven Versteuerung ca. € 170.000.000.- ausmachen könnte. Für den Fall der (fiktiven) Liquidation müssten auch die (fiktiven) Liquidationskosten abgesetzt werden. Selbst bei Hinzurechnung des Eigenkapitals von € 108.000.000.- ergäbe sich ein höherer Liquidationswert nicht.

3. Die Bewertung der Fa. Hermes nach ihren zukünftigen Erträgen

a. Die Bewertungsmethode

Unter den insgesamt zur Verfügung stehenden Methoden zur Bestimmung des Unternehmenswerts (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Auflage 2002, S. 40ff.) ist die Ertragswertmethode die am häufigsten verwendete Methode; ihre Anwendung ist von der Rechtsprechung gebilligt worden (BVerfGE 100, 289, 307 = NJW 1999, 3769 ff – Altana -; BGH DB 2001, 969ff.; weitere Nachweise bei Hüffer, AktG, § 305 Rdn. 19). Ihr folgt deshalb das Gericht.

b. Die Durchführung der Bewertung

Bei der Bewertung der Fa. Hermes stützt sich das Gericht u.a. auf die Darlegungen der _____ und der _____ sowie auf das Ergebnis der mündlichen Verhandlung.

aa. Bedenken gegen die Auswahl der sachverständigen Prüferin

Einige der Antragsteller wenden ein, der Bericht der _____ dürfe bereits deshalb nicht verwertet werden, weil sie entgegen dem Gesetz nicht durch das Gericht ausgewählt, sondern nur dem einzigen Vorschlag der Antragsgegnerin entsprechend ernannt worden sei.

Dem folgt das Gericht nicht. Das Gesetz sieht vor, dass das Gericht den Prüfer auswählt, nicht aber, wie und anhand welcher Kriterien dies geschieht. Dem Gericht Vorschläge zu unterbreiten, verbietet das Gesetz dem Hauptaktionär ebensowenig wie dem Gericht, dem einzigen Vorschlag nach Überprüfung der Geeignetheit zu folgen (OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87).

Gleichwohl hat die Kammer seit Anfang 2005 die Ernennungspraxis geändert, besteht auf dem Vorschlag dreier geeigneter Unternehmen, hält ggf. Rücksprache mit diesen und behält sich vor, aus den zahlreichen, inzwischen für die Kammer tätigen Prüfungsunternehmen ein anderes, geeignetes Unternehmen auszuwählen. Die dadurch eventuell eintretenden zeitlichen Verzögerungen bei der Durchführung der Strukturmaßnahmen werden die Unternehmen zukünftig vorausschauend zu kalkulieren haben.

bb. Nichtverwertbarkeit wegen einer Parallelprüfung

Einige Antragsteller meinen außerdem, das Gutachten der _____ könne auch deshalb nicht zur Bewertung herangezogen werden, weil es nur einen Tag nach dem Unternehmensgutachten der _____ fertig geworden sei und deshalb aufgrund einer parallelen Prüfung erstellt worden sein müsse.

Auch dies hat keinen Erfolg. Die Frage der Zulässigkeit der Parallelprüfung ist streitig (bejahend BGH DB 2005, 2567; OLG Karlsruhe, AG 2007, 92; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; LG Bonn, Der Konzern 2004, 491, 494; OLG Hamburg, NZG 2005, 86, 87; Land/Hennings, AG 2005, 380, 383; dagegen Puskajler, ZIP 2003, 518, 521; LG Berlin, ZIP 2003, 1352, 1355; vgl. hierzu auch Veit, DB 2005, 1067f. und Leuring, NZG 2004, 606). Das Gesetz verhält sich nicht zu den Modalitäten der Prüfung durch den gerichtlich ernannten Prüfer. Das Gesetz verbietet insbesondere dem Unternehmen nicht, eine einmal vorgeschlagene Abfindungshöhe nach Vorliegen des Prüfungsergebnisses des gerichtlich bestellten Prüfers zu verändern und einen erneuten Vorschlag zu unterbreiten. Auch darf eine vom Unternehmen eingeschaltete eigene Prüferin ihr Prüfungsergebnis selbstverständlich am Ergebnis des gerichtlich bestellten Prüfers ausrichten. Und schließlich ist der gerichtliche bestellte Prüfer von Gesetzes wegen gehalten, alle ihm vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und damit auch aktuelle Auswertungen wie Planungen und Bewertungen zur Kenntnis zu nehmen und für das Gericht auszuwerten. Die parallele Prüfung ist nichts anderes als das praktische Ergebnis dieser Abhängigkeiten und ist deshalb nicht untersagt.

cc. Neubegutachtung wegen unzureichender sachverständiger Prüfung

aa. Die Grundsätze der Unternehmensplanung

Die zukünftigen Erträge müssen auf der Basis der Zahlen der Vergangenheit für die Zukunft geschätzt werden.

Hierfür ist zunächst die Ermittlung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse nötig. Die gefundenen Zahlen sind zu bereinigen um Einflüsse, die sich nur einzigartig ereignet haben und voraussichtlich nicht wiederkehren werden (Naturkatastrophen, steuerliche Änderungen, große Anschaffungen u.ä.), um verzerrende Wirkungen früherer Bindungen des Unternehmens (nichtäquivalente Verrechnungspreise im Konzern, Nutzung unternehmensfremden Eigentums zu nicht marktgerechten Preisen etc.) und um sonstige, nicht repräsentative Einflüsse. Außerdem ist zu prüfen, ob die Vergangenheitsperioden untereinander zu gewichten sind (zu vielem Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage 2002, S. 77ff, Standard der Vereinigung der Wirtschaftsprüfer S 1 (IDW S 1), Stand 28.6.2000, Ziffer 108f, zum neueren Standard IDW S1 neu vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WpG 2006, 1005f.). Danach ist zu prüfen, ob und welche Abweichungen es in der Zukunft voraussichtlich geben wird.

bb. Die Berücksichtigung von Verbund- und Synergieeffekten

Einzelne Antragsteller und der gemeinsame Vertreter meinen sinngemäß, den Aktionären müsse zugute kommen, dass die Antragsgegnerin nach ihrem „Herauswurf“ viel einfacher unternehmerische Entscheidungen treffen könne, die Unternehmensform ändern und das Unternehmen von der Börse nehmen könne sowie völlig freie Hand zur Veräußerung der Fa. Hermes habe. Deshalb seien die letzten Aktien besonders viel wert und müsse den Antragstellern ein Zuschlag gewährt werden. Auch würden sich bei der Integration der Fa. Hermes in die Antragsgegnerin bzw. in deren weitere Tochterfirma in erheblichem Umfang Synergieeffekte ergeben, die den Unternehmenswert bereits zum Zeitpunkt des Squeeze-Out steigerten. Bereits die vollständige Integration der Hermes in den Konzern der Antragsgegnerin verbessere deren Position erheblich, weshalb deren Aktionären erhebliche Vorteile entstünden, an denen sie, also die Antragsteller, zu beteiligen seien.

Die Antragsgegnerin bestreitet zum einen, dass die geschilderten Änderungen nennenswerte Vorteile zur Folge hätten. Im Übrigen seien diese Vorteile, wenn es sie denn gäbe, nach der Rechtsprechung nicht in den Unternehmenswert einzurechnen, weil sie erst später als Folge der Maßnahme entstünden.

Das Gericht folgt insoweit der Antragsgegnerin. Der Umstand, dass das Unternehmen zukünftig nur noch allein dem Hauptaktionär zu Eigentum gehören wird, muss ebenso außer Betracht zu bleiben wie die sich hieraus möglicherweise ergebenden Synergieeffekte; nur die bereits aus der hohen Beteiligung des Hauptaktionärs resultierenden Effekte und jene, deren „Wurzeln“ bereits angelegt sind, dürfen berücksichtigt werden („stand-alone-Bewertung, „Wurzel-Theorie“, vgl. Großfeld, a.a.O; IDW-S1 Ziffer 109ff; BGH, ZIP 1998, 690; OLG Düsseldorf, AG 2004, 324 ff.).

Die sachverständigen Prüfer haben überzeugend in der Verhandlung vom 18.6.07 begründet, dass und in welchem Umfang die Vorteile, Synergieeffekte und Verbundvorteile berücksichtigt wurden, die bereits aufgrund der hohen Beteiligung der Antragsgegnerin und der bereits bestehenden Zusammenarbeit mit der Tochterfirma der Antragsgegnerin bestanden. Die übrigen Vorteile stehen nicht den Antragstellern zu. Insbesondere haben sie keinen Anspruch auf einen „Paketzuschlag“, also eine „Lästigkeitsgebühr“ für ihr Ausscheiden.

cc. Der Umfang der konkrete Unternehmensplanung

Konkrete Unternehmensplanungen sind seitens der Fa. Hermes für die fünf größten Teilbereiche des Unternehmens vorgelegt worden (Versicherungs-AG, Risk Management, Forderungsmanagement, Kreditförsäkring, Credit & Guarantee) und wurden insoweit auch durch und einzeln nach Ertragswertgesichtspunkten bewertet (vgl. Unternehmensbericht Bl. 39f.). Für die übrigen Unternehmensteile der Hermes (z.B. Beteiligungen GmbH, e-Business GmbH und Versicherungsbeteiligungen GmbH) wurden teilweise Planungen vorgelegt; deren Ergebnisse wurden unter dem Rechnungsposten „Kapitalanlageergebnis“ bei der Bewertung der Hermes Versicherungs-AG berücksichtigt (Unternehmensbericht S. 58). Soweit keine Planungen existierten oder die Fa. Hermes nur eine Minderheitsbeteiligung hielt, wurden die Unternehmen mit ihren Buchwerten als Zinsträger ebenfalls im Kapitalanlageergebnis berücksichtigt (Antragserwiderung S. 20, Bl. 499 GA).

Der Antragsteller zu 5. insbesondere kritisiert insoweit, dass hierdurch in den Tochtergesellschaften thesaurierte Erträge unentdeckt blieben. Außerdem sei bei der Berechnung der Kapitalerträge (Zinsen) auf den Buchwert der Gesellschaften abgestellt worden, wodurch möglicherweise stille Reserven verborgen worden seien.

Die Antragsgegnerin verteidigt das Vorgehen der Gutachter.

Das Gericht folgt insoweit den überzeugenden Ausführungen der sachverständigen Prüfer in der mündlichen Verhandlung vom 18.6.07. Diese haben dargestellt, dass es sich bei dem so bewerteten Teil des Konzerns um verhältnismäßig geringe Werte gehandelt habe, deren umfangreiche Einzelbewertung aufgrund von eigenen Planungen teils zu aufwendig, teils wegen der Minderheitsbeteiligung auch gar nicht möglich gewesen sei. Dem tritt die Kammer bei. Sie hält das gewählte Verfahren (Ansatz eines Zinses von jährlich 10,5% des Buchwertes) im Hinblick auf die hier erforderliche Aufklärungstiefe für ausreichend. Selbst wenn, wie der Antragsteller zu 5. (ohne jeden konkreten Hinweis) vermutet, durch dieses Verfahren stille Reserven unentdeckt bzw. Erträge nicht vollständig berücksichtigt worden sein sollten, dürfen diese Fehler durch die verhältnismäßig hohe Verzinsung als kompensiert anzusehen sein.

dd. Die Planung im Einzelnen

Für die vorgenannten Firmen sind die Planungen für die Jahre 2002 bis 2005 als Konsequenz und Entwicklung aus den Vorjahren 1997 bis 2001 im Bericht des Unternehmens (als Teil des darin enthaltenen Gutachtens) dargestellt (Bl.

55-75, Bl. 391f. GA). Unter den dort dargestellten Annahmen sind nur einzelne Daten streitig, die nachfolgend dargestellt werden. Die übrigen Annahmen, die auch im Rahmen der mündlichen Verhandlung teilweise angesprochen wurden, übernimmt die Kammer, weil sie sie für überzeugend hält.

aaa. Hermes Kreditversicherungs-AG: Steigerung der Prämieinnahmen

Die Hermes berichtet bzw. plant eine Steigerung der Prämieinnahmen gegenüber 1997 von € 476.400.000.- bis 2004 auf € 695.600.000.-, nimmt aber für 2005 eine weitere Steigerung nur auf € 702.500.000.- an.

Der Antragsteller zu 5. hält die geringere Steigerung von 2004 auf 2005 von nur 1% gegenüber den früheren durchschnittlichen Steigerungen von 5,13% für nicht überzeugend.

Die Antragsgegnerin meint, ab 2005 und damit im Bereich der ewigen Rente werde die Steigerung der Prämieinnahmen im Rahmen des Wachstumsabschlages (vgl. unten C.4.f.) berücksichtigt; schon für 2005 sei gegenüber 2004 deshalb von einer Steigerung von nur 1% auszugehen. Die Einschätzung des Unternehmens sei zu Recht dahin gegangen, dass zukünftig höhere Prämieinnahmen aufgrund der zukünftigen Marktsituation nicht durchsetzbar seien.

Die sachverständigen Prüfer haben diese Einschätzung in der mündlichen Verhandlung geteilt und ausgeführt, sie hätten für 2005 gegenüber 2004 eine Steigerung von 1% in Korrelation zum Wachstumsabschlag in der ewigen Rente angenommen.

Die Kammer folgt dem nicht. Es kann dahinstehen, ob das Gericht die Planung des Unternehmens im Grundsatz hinzunehmen hat (in diesem Sinne offenbar jüngst OLG Stuttgart, Beschluss vom 6.7.07, 20 W 5/06 – Juris-). Jedenfalls ist das Gericht zu einer Korrektur insoweit berechtigt, als die Planungen mit keinen Begründungen unterlegt sind und/oder in Widerspruch anderen Annahmen stehen.

Die Antragsteller haben mit Recht auf eine langjährige Steigerung des Prämienaufkommens bei 5% jährlich hingewiesen. Dafür, dass sich die Verhältnisse bei der Fa. Hermes in dieser Beziehung zumal bei der bereits vor dem 27.6.02 bestehenden hervorragenden Marktstellung ändern werden, liegen im Grundsatz keine Anhaltspunkte vor. Es wird zu zeigen sein, dass unter Berücksichtigung anderer Annahmen zu den Aufwendungen für zukünftige Schadensfälle und besonders wegen der deutlichen Besserung des Rückversicherungsergebnisses zukünftig deutlich höhere ausschüttungsfähige Beträge zu erwarten sind, die aber voraussichtlich auch zu Beitragsrückerstattungen führen werden. Diese Wechselwirkungen sind nur grob schätzbar. Das Gericht nimmt an, dass sich ab dem Jahr 2005, in welchem hier die zukünftigen Verhältnisse schlechthin abgebildet sind, die Beitragsmehreinnahmen mit den Beitragsrückerstattungen aufheben und geht für 2005 deshalb nur von dem Wert für 2004 von € 695.600.000.- aus.

bbb. Hermes Kreditversicherungs-AG: Aufwand für zukünftige Schadensfälle

In die Planungen der Hermes sind Bruttoaufwendungen für Schadensfälle eingestellt worden für 2002 mit € 335.600.000.-, für 2003 mit € 324.800.000.-, für 2004 mit € 353.200.000.- und für 2005f. mit € 449.200.000.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter wenden ein, hier werde das infolge der Terroranschläge vom 9.11.01 besonders schlechte Ergebnis für 2001 für die Folgejahre perpetuiert, wofür kein Anlass bestehe.

Die Antragsgegnerin begründet diesen hohen Abzug damit, dass im Bereich der ewigen Rente nicht auf die wenigen Vorjahre, sondern auf eine langfristige Schadensprognose abzustellen sei. Die Fa. Hermes habe in den Jahren 1987 – 2001 durchschnittlich 63,9% Schadensaufwendungen gehabt und von den prognostizierten Einnahmen aus Prämien von € 702.500.000.- mache dies € 449.200.000.- aus.

Die sachverständigen Prüfer haben die Heranziehung dieses langen Zeitraums damit begründet, dass das Gesetz im Bereich der Schwankungsreserve einen ähnlich langen Zeitraum vorschreibe und Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen (heute: BaFin) Branchendurchschnitte für Schadensfälle von 71,7% (12 Jahre), 77% (10 Jahre) und 65,1% (vor Jahre vor 2001) der Einnahmen zeigten.

Das Gericht hält die Überlegung, hinsichtlich der unabsehbaren Zukunft von einer langjährig ermittelten Schadensquote statt von dem Durchschnitt weniger vorausgegangener Jahre auszugehen, grundsätzlich für überzeugend. Ebenso ist die Besorgnis, Ereignisse wie die Terroranschläge vom 9.11.2001 könnten sich in der Zukunft durchaus gelegentlich wiederholen, angesichts der politischen Entwicklung nicht von der Hand zu weisen. Andererseits ist dies ebenso Grund dafür, das Prämienaufkommen zukünftig entsprechend anzupassen. Das Gericht ist auch zuversichtlich, dass dies für die Fa. Hermes ggf. am Markt durchsetzbar sein wird. Deshalb stellt die Kammer auf den Durchschnitt der Jahre 1997 – 2004 ab, bezieht also auch das besonders schlechte Jahr 2001 ein. Selbst bei dieser Berechnung ergibt sich nur eine Schadensquote von 55,75%, was einem voraussichtlichen Schadensvolumen von € 387.771.000,- entspricht (vgl. die Nebenrechnung unter VII. der Tabelle 2). Auf diesen Wert korrigiert das Gericht die Annahmen des Unternehmens.

ccc. Hermes Kreditversicherungs-AG: Ergebnis der Kreditversicherung

Nach den Planungen der Hermes soll sich das versicherungstechnische Ergebnis für 2002 mit € - 14.000.000.-, für 2003 mit € - 4.500.000.-, für 2004 mit € 2.500.000.- und ab 2005f. mit € - 22.200.000.- darstellen.

Dies hält insbesondere der Antragsteller zu 5. für in keiner Weise plausibel und meint, wenn die Hermes in ihrem Kerngeschäft so unprofitabel sei, entspreche es vernünftigem Wirtschaften, sie umgehend zu veräußern und ihren Wert als nicht betriebsnotwendig in die Unternehmensbewertung einzustellen.

Die Antragsgegnerin hält eine solche Vorgehensweise für nicht sachgerecht. Immerhin ergebe sich ja unter Berücksichtigung des Kapitalanlageergebnisses und

der übrigen Positionen ein positives Ergebnis; für die Veräußerung bestehe kein Anlass.

Das Gericht tritt der Einschätzung des Antragstellers zu 5. im Grundsatz bei: wenn die Fa. Hermes im operativen Kerngeschäft dauerhaft negative Ergebnisse prognostiziert, sollte sie veräußert werden. Nach den obigen Annahmen der Kammer stellt sich die richtig prognostizierte Situation des Unternehmens aber ganz anders dar; es sind nämlich Bruttoüberschüsse im versicherungstechnischen Ergebnis von € 32.329.000.- zu erwarten.

ddd. Hermes Kreditversicherungs-AG: Ergebnis der Rückversicherung

Die vom Gericht unterstellte bessere Entwicklung im Erstversicherungsbereich führt gleichwohl wegen der gegenüber 2004 angenommenen noch höheren Quote für Schadensaufwendungen zu geringeren Erträgen (2004: € 87.000.000.-, 2005: 49.929.000.-).

Gleichwohl wird für 2005 ein eklatant besseres Ergebnis des gesamten versicherungstechnischen Betriebs unterstellt. Das beruht darauf, dass sich die Aufwendungen im Bereich der Rückversicherung, die noch für 2003 mit € 76.700.000.- und für 2004 mit € 84.500.000.- geplant wurden, für die Jahre 2005f. auf € 17.600.000.- (dem Durchschnitt aus den Jahren 1987 bis 2001) verringern sollen, weil dann ein Stop-Loss-Vertrag wirksam werde (Unternehmensbericht S. 63, Bl. 54 der Akte). Dieser Umstand ist zwischen den Beteiligten unstreitig.

eee. Hermes Kreditversicherungs-AG: Kapitalanlageergebnis

Die Planung der Hermes sieht Erträge aus ihren Anlagen vor, die zu 25% aus Grundbesitz, zu 13,1% aus Aktien und zu 61,9% aus festverzinslichen Rententiteln bestehen sollen, und zwar in Höhe von € 44.000.000.- für 2002, von € 44.500.000.- für 2003, von € 47.400.000.- für 2004 und von € 47.800.000.- ab dem Jahr 2005.

Die Antragsteller monieren insoweit, es werde hierfür lediglich eine zu geringe Verzinsung von durchschnittlich 6% angenommen; früher erworbene Anleihen seien nämlich vermutlich deutlich ertragreicher und im Wert gestiegen, was außerdem aufgrund der Kursgewinne zu verborgenen stillen Reserven führe.

Die Antragsgegnerin bringt demgegenüber vor, der Bestand älterer hochverzinslicher Papiere sei gering; die Durchschnittsrendite sei in Anlehnung an den gewählten Basiszins gewählt und angemessen.

Die sachverständigen Prüfer haben erläutert, dass die angenommene durchschnittliche Verzinsung von 6% angesichts der Zusammensetzung des Portfolios angemessen sei. Dem folgt das Gericht besonders im Hinblick darauf, dass der Stichtag 27.6.02 genau in einem historisch einzigartigen Tief der Aktienkurse nach dem Zusammenbruch des sog. Neuen Marktes lag und damals höchst ungewiss war, wie sich die Aktienwerte zukünftig entwickeln würden.

fff. Hermes Risk Management GmbH: Rückgang der Ergebnisse

Die Fa. Hermes plant für das Tochterunternehmen Hermes Risk Management GmbH einen Rückgang des Betriebsergebnisses vor Steuern gegenüber 2000 von € 3.164.000.- und 2001 von € 8.444.000.- auf € 9.612.000.- in 2002, auf € 8.569.000.- in 2003, auf € 7.757.000.- in 2004 und für die Folgejahre auf € 7.835.000.-.

Dies halten die Antragsteller für nicht begründet und meinen, ein Abschmelzen der Gewinnmarge müsse durch innerbetriebliche Maßnahmen und durch Wettbewerbsvorteile des international gut aufgestellten Konzerns verhindert werden können.

Die Antragsgegnerin hingegen meint, die Planungshoheit für das zukünftige Geschäft liege nicht bei den Aktionären, sondern bei dem Unternehmen, was die Antragsteller ebenso wie die sachverständigen Prüfer hinzunehmen hätten. Außerdem hält sie dafür, dass sich langfristig die Gewinnmarge auf einen üblichen Wert von nur 10% einstellen werde.

Es kann dahinstehen, ob das Gericht die Planung des Unternehmens im Grundsatz hinzunehmen hat (in diesem Sinne offenbar jüngst OLG Stuttgart, Beschluss vom 6.7.07, 20 W 5/06 – Juris-). Die Annahme einer höheren Gewinnmarge als von 10% erscheint, wie die sachverständigen Prüfer in der Verhandlung überzeugend erläutert haben, nicht dauerhaft am Markt durchsetzbar.

ee. Ergebnis der Unternehmensplanungen

Die sich aus den vorstehenden Erörterungen ergebenden – von der Berechnung der Antragsgegnerin abweichenden – Erträge der Jahre 2002 – 2004 sowie für die darauf folgenden Jahre (ab 2005, Bereich der sog. „ewigen Rente“) sind aus der diesem Beschluss angehängten Tabelle 2 ersichtlich (geänderte Werte sind kursiv gedruckt).

ff. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen

Zu dem Unternehmenswert müssen noch diejenigen Werte des Unternehmens hinzugerechnet werden, die nicht in die Berechnung des Ertragswertes eingeflossen sind. Dazu können namentlich diejenigen Unternehmensbeteiligungen und Vermögenswerte gehören, die nicht betriebsnotwendig waren und die sofort veräußert werden könnten oder sollten. Nach der auf den Annahmen der beruhenden Darstellung der Antragsgegnerin soll es solche Werte nicht geben.

Die Antragsgegnerin begründet dies damit, dass es solche Werte bei Versicherungen nach herrschender Auffassung schon systematisch kaum geben könne. § 54 VAG schreibe vor, dass bei Versicherungen nicht nur die Passiva, sondern auch das Eigenkapital bedeckt sein müssten. Die versicherungstechnischen Rückstellungen (€ 495.000.000.- und das Eigenkapital (€ 108.300.000.-) machten zusammen € 603.300.000.- aus, der Wert der Kapitalanlagen betrage jedoch nur € 587.800.000.-, liege also noch unter der nötigen Deckung. Eine Verringerung der Kapitalanlagen komme auch deshalb nicht in Betracht, weil eine geringere Deckung unmittelbare

Folgen auf das Rating und damit auf die Wettbewerbsposition des Unternehmens habe. Im Übrigen seien die Erträge dieser Unternehmens als Zinsen in den Erträgen der Kapitalanlagen enthalten und führten auf diesem Weg zu einer Erhöhung des gesamten Unternehmenswertes.

Hierzu hat insbesondere der Antragsteller zu 5. erhebliche Zweifel. Die Antragsgegnerin stelle insoweit auf die Bilanz der AG, nicht aber auf die Bilanz des Konzerns ab und vernachlässige die außerdem noch bestehenden Forderungen von € 159.000.000.-. Um die zukünftigen Erträge in Form von fiktiven Zinsen gehe es insoweit nicht; der Verdacht bestehe, dass die Kapitalanlagen durch thesaurierte Gewinne und sonstige stille Reserven so wertvoll seien, dass sie die zur Abdeckung von Risiken und Eigenkapital erforderlichen Beträge weit überstiegen und deshalb ohne Schaden für das Unternehmen veräußert werden könnten.

Die Kammer hat hierzu in der mündlichen Verhandlung vom 18.6.07 die sachverständigen Prüfer angehört. Sie haben zur Überzeugung der Kammer dargelegt, dass sie die Bewertung der Vermögenswerte selbst überprüft und für gut vertretbar gehalten haben. Hinsichtlich der Grundstücke haben sie, was auch die Kammer für ausreichend erachtet, auf richtige Wertansätze in den geprüften Jahresabschlüssen vertraut. Das Vorgehen, die Vermögenswerte mit ihren Ertragswerten anzusetzen, ist im Rahmen der Ertragswertmethode nicht nachträglich.

4. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge

a. Die Notwendigkeit der Abzinsung und die Methode

Der Wert der einzelnen Aktie kann noch nicht aus der Summe der zukünftigen Erträge errechnet werden, weil berücksichtigt werden muss, dass die zukünftigen Erträge erst später anfallen, die Abfindung aber bereits jetzt zu zahlen ist. Die zukünftigen Erträge sind nur mit dem Wert anzusetzen, die die Aussicht auf ihre künftige Zahlung hat. Dies geschieht durch mathematische Abzinsung (Diskontierung). Der sich danach ergebende Betrag wird der Barwert genannt.

Streitig ist nun, mit welchem Zinssatz beide Zinsrechnungen vorzunehmen sind. Aus der Sicht des Hauptaktionärs kann nur die Rendite als Zinssatz maßgebend sein, die er mit dem Unternehmen selbst erwirtschaften kann; also seine eigene Rendite. Aus der Sicht des ausgeschiedenen Aktionärs ist das nicht so eindeutig, denn für ihn ist belanglos, wie der Hauptaktionär die Abfindung aufbringt; aus seiner Sicht kann der Hauptaktionär auch einen Ratenkredit bei einer Bank aufnehmen, der vom Unternehmensergebnis völlig unabhängig ist, wobei es dann auf die Renditeerwartungen der Bank ankäme, die das Darlehen ausreicht. Nach allgemeiner Auffassung ist für den Kapitalisierungszins auf die Sichtweise des Unternehmens abzustellen, und zwar deshalb, weil sich auch der Aktionär beim Erwerb der Aktie von diesem Wert hat leiten lassen und ihm zugemutet wird, eine Ersatzinvestition in einem ähnlichen Geschäftsfeld, also in ähnlichen Aktien zu suchen. Dieser grundsätzlichen Festlegung tritt das Gericht aus den genannten Gründen bei.

Ausgehend von dieser Grundüberlegung sind Kriterien zu bestimmen, mit deren Hilfe sich der Kapitalisierungszins möglichst wertungsneutral ergibt.

Dabei hat sich folgende Vorgehensweise durchgesetzt: Zunächst wird ermittelt, welche Verzinsung sich bei einer risikofreien oder nahezu risikofreien Geldanlage erzielen lässt (Basiszins, vgl. unten b.). Dann wird versucht festzustellen, welche Mehrrendite im allgemeinen erzielt wird, wenn eine riskantere Anlage in Aktien gewählt wird (sog. Marktrisikoprämie), wobei zunächst auf den gesamten Aktienmarkt abgestellt (sog. Allgemeine Marktrisikoprämie, vgl. unten c.) und danach erforscht wird, ob hiervon im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des hier untersuchten Unternehmens Ab-, oder Zuschläge vorzunehmen sind (sog. Beta-Faktor, vgl. unten d.).

Mit dem so gefundenen Ergebnis kann der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden errechnet werden. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden (der wegen der Annahme einer unbegrenzten Unternehmensdauer die „ewige Rente“ genannt wird) gilt im Grundsatz dasselbe, allerdings muss noch berücksichtigt werden, dass der dort zugrunde gelegte Ertrag zunächst mit dem Nominalwert, also nicht laufend steigend, sondern als statisch angenommen wird. Das entspricht nicht der Realität, weil im Allgemeinen die Erträge nominell steigen werden, wenn und soweit das Unternehmen in der Lage ist, die Folgen der inflationären Geldentwertung an seine Abnehmer weiter zu geben. Wenn aber zukünftig mit (nominal) steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag (vgl. unten e.) aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, a.a.O., S. 107 ff.)

b. Der Basiszins

Erstes Ziel der Ermittlung ist also der Basiszins, nämlich der vermutliche Zins für fest verzinsliche und praktisch risikolose Geldanlagen in der Zukunft.

aa. Die hierzu vertretenen Meinungen gehen weit auseinander. Am ehestens besteht noch Übereinstimmung darin, dass als risikoloseste Geldanlage Anleihen des deutschen Staates, der deutschen staatlichen Sondervermögen und der Staaten des europäischen Auslands angesehen werden. Die Antragsteller stehen mehrheitlich auf dem Standpunkt, es müssten möglichst langfristige Titel zum Vergleich herangezogen werden (30 Jahre) und es müsse auf deren aktuelle Zinshöhe abgestellt werden. Die Antragsgegnerin dagegen meint, in solch langfristigen Festlegungen liege wegen des praktisch nicht übersehbaren fernen Risikos der Abweichung vom dann aktuellen Zins eine derart große Unsicherheit, dass sie aus guten Gründen nur relativ selten gewählt würden; ein Häufungspunkt liege dagegen auf 10jährigen Titeln, die daher eher repräsentativ seien. Zudem dürfe nicht auf den aktuell angebotenen Zins abgestellt werden. Vielmehr müsse einkalkuliert werden, dass das Geld mehrfach wieder angelegt werde und der dann aktuelle Zins ungewiss sei; deshalb müsse auf einen im langjährigen Vergleich ermittelten Durchschnittswert abgestellt werden.

bb. Konkret bringt der Antragsteller zu 5. vor, eine 30jährige Bundesanleihe sei im Juni 2002 nur für 5,2% zu haben gewesen; der Basiszins könne daher jedenfalls

nicht höher angenommen werden. Die Antragstellerin zu 1. meint, der Basiszins dürfe nicht höher als der derzeit für 10jährige Anlagen erzielbare Zins von 4,5% betragen.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen stützt sich zunächst auf 10jährige Titel, die zwar 2004 nur eine Rendite von 5,2% versprochen hätten. Da der Kapitalisierungszins aber für eine unbegrenzte Zeit gelten müsse, müsse auch der Zins in die Berechnung einfließen, der bei Auslaufen der ersten Anlage nach 10 Jahren zu erzielen sei. Diese Prognose sei unter Rückgriff auf die Erfahrungen aus der Vergangenheit zu treffen. Hier sei festzustellen, dass es immer wieder Zinszyklen gegeben habe und dass sich diese mit Wahrscheinlichkeit wiederholten. Der früher durchschnittlich erzielbare Zins habe über 7% gelegen. Für die Wiederanlage sei deshalb zu Recht ein Zinssatz von 6,5 bis 7% angenommen worden. Aus einer Mischkalkulation rechtfertige sich ein Basiszinssatz von 6,0%.

dd. Die Kammer nimmt zur Kenntnis, dass es keine eindeutige Lösung dieses Problems und auch keine zwingende rechtliche und/oder betriebs- oder volkswirtschaftliche Ableitung gibt und sieht auch keine Möglichkeit, durch Einholung eigener Gutachten oder Stellungnahmen weitere Klarheit zu schaffen. Daher ist der zugrunde zu legende Zinssatz unter wertender Betrachtung zu schätzen (§ 287 ZPO, BayObLG, AG 2006, 1324, 1325). Das Gericht neigt der Ansicht zu, dass dem Zeitpunkt des Aktienentzugs und dem dann aktuellen Zinssatz für langfristige Anleihen eine vordringliche Bedeutung zukommt, sofern es sich nicht ersichtlich um die Spitze oder das Tal eines Zinszyklusses handelt. Die zur Zeit angebotenen Zinssätze sind bereits seit längerer Zeit stabil, was auf die Einführung des EURO und der Europäischen Zentralbank und die von den EU-Verträgen verlangte Währungsstabilität zurückzuführen und ein erklärtes politisches Ziel ist. Deshalb schätzt das Gericht den Basiszins auf 5,5%.

c. Die allgemeine Marktrisikoprämie

Im zweiten Schritt ist zu ermitteln, welche durchschnittlich höhere Rendite sich mit Aktien erzielen lässt.

aa. Hierzu besteht zunächst einmal Einigkeit darüber, dass sich die Rendite von Aktien nicht nur aus Dividenden („Zinsen“), sondern auch aus Kursveränderungen errechnet, weil Kursveränderungen durch Verkauf realisiert werden und zu einem Gewinn/Verlust führen können, der – umgelegt auf die Besitzzeit der Aktie – die Rendite erhöhen oder herabsetzen kann. Erheblicher Streit besteht aber über die Frage, welche Aktien zum Vergleich heranzuziehen seien, und um den Referenzzeitraum der Ermittlung (Überblick bei Großfeld., a.a.O., S. 122 ff.).

bb. Die Antragsteller verweisen auf wissenschaftliche Untersuchungen (Stehle, Renditevergleich, Arbeitspapier Humboldt-Universität, 1999, S. 18: 3,22%; Siegel, The Shrinking Equity Premium, Journal of Portfolio Management, 1999, 10f.: 1-2%; Fama/French, The Equity Premium, 4/2001: 2,02%) und auf verschiedene gerichtliche Einschätzungen (zusammenfassend: Schmitt/Hörtnagel/Stratz, UmwG, 3. Auflage 2001, § 5, Rdn. 19: 0,0 bis 1,0%) und meinen deshalb, der Ansatz von 5% sei völlig unvertretbar. Die Marktrisikoprämie könne deshalb allenfalls 2,5% (Antragsteller zu 4.) oder zwischen 0,5 und 1,0% betragen (Antragsteller zu 5.).

cc. Die Antragsgegnerin entgegnet, der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer spreche sich in den – für Wirtschaftsprüfer quasi bindenden – Verlautbarungen für die Verwendung von Marktrisikoprämien von 4%-6% aus (WP-Handbuch, 11. Auflage 1998, Band II S. 64); dies sei der durchschnittlich festgestellte Mehrerlös für eine Anlage in Aktien gegenüber einer Anlage in festverzinslichen Wertpapieren.

dd. Die Kammer tritt im Grundsatz der Darstellung der Antragsgegnerin und den Gutachtern, auf die sie sich stützt, bei. Die von den Antragstellern zitierten Ansichten in der Literatur und Entscheidungen und zahlreiche bereits ergangene Urteile (OLG Hamburg, AG 2003, 585: 2%; OLG Ff/M, AG 2002, 405: 1,5%; BaylOLG, AG 1996, 127, 129: 0,6%; OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 401: 0,5%; LG Dortmund, AG 1996, 278, 280: 1%) beziehen sich auf solche Untersuchungen, bei denen bereits eine Risikoeinschätzung bei der Ermittlung des prognostizierten Unternehmenserfolges erfolgt ist. Das entsprach den bis 27.6.00 geltenden Vorschlägen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) in deren HFA 2/83. Seit Einführung des neuen Standards IDW S 1 am 27.6.00 sind die Unternehmensrisiken im Kapitalisierungszins zu berücksichtigen (Rn 94). So ist es bei der Beurteilung durch und geschehen, wie die sachverständigen Prüfer und in der Verhandlung vom 18.6.07 eindringlich dargestellt haben. Es leuchtet also ein, dass die Antragsgegnerin und deren Gutachter der neueren Berechnung des Ertragswertes gefolgt sind und Risiken im Wesentlichen erst auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes bewertet haben.

Deshalb hält das Gericht den herangezogenen Wert für die allgemeine Marktrisikoprämie von 5% für nachvollziehbar und zutreffend.

d. Der Beta - Faktor

Der so gefundene Wert für die allgemeine Marktrisikoprämie muss nun, um eine der früheren Kapitalanlage vergleichbare Investition kalkulatorisch nachzuvollziehen, um einen dem Unternehmen angepassten Faktor ergänzt werden.

aa. Die Methoden der Beurteilung der Risikostruktur sind streitig. Allen gemeinsam ist die Erkenntnis, dass bei der Risikoeinschätzung nicht auf die Meinung des Unternehmens selbst abgestellt werden kann; maßgebend sind lediglich Einschätzungen Dritter. Dabei werden ganz unterschiedliche Kriterien herangezogen, zum Beispiel veröffentlichte Meinungen von Rating-Agenturen, die Zinshöhe der von Banken an die Unternehmen ausgelegten Großkredite und das Verhalten des Börsenkurses im Vergleich zu anderen Unternehmen (Überblick bei Großfeld, a.a.O., S. 130ff).

Die verbreitetste und auch in den bereits erwähnten Standard der Wirtschaftsprüfer (IDW-S 1, Ziffer 97, 98) aufgenommene Methode ist das Kapitalpreisbildungsmodell (Capital Asset Pricing Model, CAPM), das auf die sog. Volatilität der Aktie abgestellt, also auf die Schwankungsbreite des Kursverlaufes: je höher und kurzfristiger die Kursänderungen im Verhältnis zu anderen Aktien, desto risikoreicher sei die Aktie; umgekehrt wird eine Aktie als risikoarm eingeschätzt, wenn sie in Relation zu anderen Aktien wenig im Wert differiert und die Aktienwerte sich nur langsam

verändern (Großfeld, a.a.O., S. 136). Dieser – Beta-Faktor genannte - Wert soll die Risikorelation des zu beurteilenden Unternehmens zu dem Durchschnitt anderer Unternehmen abbilden und wird mit 1 angegeben, wenn das Unternehmen nicht abweicht, mit >1 , wenn es als risikoreicher angesehen wird und <1 , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht.

Der Bewertung durch die Firmen [] und [] liegen Betafaktoren für die Hermes Kreditversicherungs-AG von 0,7 und für die übrigen Bewertung der Tochterfirmen von jeweils 0,9 zugrunde. Dies ergibt rechnerisch daraus, dass für alle eine allgemeine Marktrisikoprämie von 5% angenommen (Gutachten S. 52, Antragsrweiterung S. 40, Bl. 519 der Akte) und mit einer auf das Unternehmen bezogenen Risikoprämie mit 3,5% bzw. 4,5% gerechnet wird. Die diesem Beschluss angehängten Tabellen 1 und 2 zeigen den Rechenweg nachvollziehbar.

bb. Die Antragsteller, soweit sie dieses Problem überhaupt ansprechen, meinen, eine Korrektur durch den Beta-Wert scheide bereits aus grundsätzlichen Erwägungen aus. Den unternehmerischen Risiken stünden gleichwertige Chancen gegenüber und es gehe nicht an, den Unternehmenswert an den zukünftigen Risiken zu messen und die zwangsweise ausscheidenden Aktionäre nicht an den Chancen zu beteiligen. Auch werde das Risiko zukünftiger Ergebnisschwankungen damit doppelt berücksichtigt; das Gutachten der [] (S. 34) zeige nämlich, dass die Risiken des Versicherungsgeschäfts bereits bei der Ertragsprognose erfasst worden seien.

Wenn überhaupt eine Risikoprognose hier einzurechnen sei, seien bei der Fa. Hermes so große und außergewöhnliche Chancen und so wenige ernst zu nehmende Risiken vorhanden, dass der Faktor auf maximal 0,5 zu bemessen sei.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen ist der Auffassung, dass es der Anpassung der unternehmensspezifischen Merkmale an die allgemeine Marktrisikoprämie bedürfe. Der Beta-Faktor sei ein standardisiertes Maß für das Risiko eines Unternehmens und sei Ausfluss der Geschäftstätigkeit, des allgemeinen Marktumfeldes und der Kostenstruktur des Unternehmens; es spiegele auch die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf das Risiko der Eigenkapitalgeber wider. Auf den für die Fa. Hermes tatsächlich festgestellten Wert könne es jedoch nicht ankommen, weil der Bildung des Börsenkurses zu wenige Transaktionen zugrunde gelegen hätten; innerhalb von 3 Monaten vor dem 27.6.02 seien nur insgesamt 431 Aktien über die Börse verkauft worden. Deshalb habe die [] die Beta-Werte vergleichbarer Unternehmen (andere deutsche Sachversicherer bzw. Kreditbanken) herangezogen (vgl. Antragsrweiterung S. 41f., Bl. 520f. der Akte). Insgesamt habe sich ein in allem nur etwas unterdurchschnittliches Risikopotential ergeben, weshalb der Betafaktor bei 0,7 bzw. 0,9 angenommen worden sei.

Das unternehmerische Risiko der Hermes sei ausschließlich bei der Berechnung des Kapitalisierungszinsfußes berücksichtigt worden, nicht aber ebenfalls bei der Prognose der zukünftigen Erträge.

dd. Das Gericht folgt der Antragsgegnerin darin, dass der bei der Barwertermittlung herangezogene Kapitalisierungszins möglichst genau auf die zukünftige Risikoerwartung des konkreten Unternehmens abstellen sollte und hält es daher im Grundsatz für zutreffend, dass die allgemeine Risikoprämie um einen unternehmensbezogenen Faktor korrigiert wird. Nicht überzeugend ist allerdings, bei der Bestimmung der konkreten Risiken lediglich auf die Volatilität der Aktien abzustellen. Die Behauptung, börsliche Kursschwankungen seien Ausdruck sich ändernder Risikoeinschätzungen, ist nicht völlig überzeugend; maßgebend dürften vielmehr in erster Linie sich ändernde Renditeerwartungen sein, die aber mit der Frage, wie risikobehaftet die Aktienanlage auf Dauer ist, nicht viel zu tun hat. Abzustellen ist daher der neben Volatilität auch auf andere, die Risikostruktur beschreibende Faktoren.

Das Gericht folgt der Antragsgegnerin, der Gutachterin und der Prüferin auch darin, dass die tatsächlichen Beta-Faktoren der Hermes wegen des sehr geringen Handelsvolumens keinen verlässlichen Anhalt für die Bewertung der Hermes abgeben können.

Das Gericht sieht sich nicht in der Lage, diese Frage für den konkreten Fall aufgrund eindeutig nachprüfbarer Tatsachen und Ableitungen zu entscheiden. Die weitere Aufklärung erscheint ebenfalls nicht möglich. Insbesondere ist keine Möglichkeit ersichtlich, durch Einholung weiterer Gutachten oder empirischer Untersuchungen Klarheit zu gewinnen, weil alle herangezogenen Methoden zu viele wertende Elemente enthalten. Deshalb muss das Gericht selbst eine wertende Betrachtung und eine Schätzung vornehmen (§ 287 ZPO, BayObLG, AG 2006, 1324, 1325).

Hierbei erscheint der auf das CAPM zurück gehende Ansatz, eine durchschnittliche Risikoerwartung mit 1 zu definieren, geringere Risiken mit geringeren Werten bis zu 0 (für eine gänzlich risikolose Anlage) und höhere Risiken mit höheren Werten abzubilden, ein gangbarer Weg. Bei der Abwägung fallen insbesondere folgende Argumente ins Gewicht:

Der Antragsteller zu 5. hebt zu Recht hervor, dass das Produktrisiko (Gefahr, dass das Produkt in der Zukunft nicht mehr am Markt benötigt wird oder vermehrt von anderen Marktteilnehmern angeboten wird) der Fa. Hermes insbesondere in ihrem Kerngeschäft der Kreditversicherung gering sei. Andererseits gehört zu diesem Kerngeschäft auch die Stellung von Bürgschaften insbesondere auch für den Staat – ein Geschäft, das im Turnus von einigen Jahren stets erneut international ausgeschrieben wird und von dem ungewiss ist, ob es zukünftig dauerhaft der Fa. Hermes zukommen wird. Richtig ist auch, dass im Versicherungsgeschäft im Vergleich zu anderen Gewerben, insbesondere dem produzierenden Gewerbe, wegen der gesetzlichen Vorgaben hohe Zugangsbarrieren bestehen. Andererseits hat es gerade in den vergangenen Jahren, begünstigt durch die Erweiterung der Europäischen Union, durch die Rechtsprechung des EuGH und durch die Entwicklung des Internets eine immense Ausweitung der Anbieter gegeben, für die diese Zugangsbarrieren nicht in gleicher Weise von Bedeutung sind oder die sie ebenfalls bereits überwunden haben. Schließlich ist zwar auch zutreffend, dass durch das Regelwerk „Basel“, das EU-weit die Finanzierungskriterien für Banken vereinheitlicht und verschärft, die zukünftigen Marktchancen der Fa. Hermes gerade im Bereich Bonitätsprüfungen (verbundene Fa. Bürgel) und wegen ihrer sehr langjährigen Erfahrung steigen werden. Andererseits darf nicht übersehen werden,

dass sich jedenfalls in Deutschland in den letzten Jahren die Rechtsprechung im Bereich Vermögensberatung erheblich verschärft hat und hier für Banken und beratende Versicherer ernst zu nehmende Haftungspotentiale entstehen. Schließlich haben die sachverständigen Prüfer in der Verhandlung vom 18.6.07 zu Recht darauf hingewiesen, dass Versicherungsgesellschaften bereits von Gesetzes wegen gehalten sind, gewisse Risiken etwa durch eine Schwankungsreserve abzupuffern.

Das Gericht schätzt unter Abwägung dieser und aller anderen, hier nicht im Einzelnen geschilderten Umstände einen Beta-Faktor von 0.7 für das Kerngeschäft als zutreffend.

Die Risikostruktur der Tochterunternehmen indessen unterscheidet sich vom Kerngeschäft unter Berücksichtigung der Konzernstruktur und der wechselseitigen Einflüsse. Es fehlen die herausgehobene Marktstellung einerseits und der gesetzliche Zwang zur Risikovorsorge. Deshalb nimmt das Gericht für die Tochtergesellschaften wie die die sachverständige Prüferin und die Antragsgegnerinnen einen Beta-Wert von 0,9 an.

e. Die Steuern

Aus den vorstehenden Ausführung ergibt sich nach Addition des Basiszinses mit dem um der Beta-Faktor veränderten allgemeinen Marktrisiko­prämie ein Zinssatz von 9,0 % bzw. 10,0%. Hierbei handelt es sich um einen Brutto-Zinssatz. Er berücksichtigt also noch nicht, welche Steuern derjenige zu zahlen hat, dessen Aktienanlage eine solche Rendite erbringt. Der Aktionär, dessen Aktien der Hauptaktionär zwangsweise aufkauft, muss aber, bevor er den Erlös wieder anlegt, hierauf seine persönlichen Steuern entrichten, so dass er im Ergebnis in Höhe der Steuern einen Schaden hat. Um dies zu vermeiden, muss die Steuer dem Abfindungsbetrag hinzugerechnet werden.

Dies geschieht nach überwiegender Meinung (Großfeld, a.a.O. S. 141f; IDW S 1, Ziffer 51f.; a.A. Hennrichs, ZHR 164, 453) dadurch, dass der Bruttozinssatz um den persönlichen Steuersatz ermäßigt wird; dadurch erhöht sich – weil sich der Abzinsungsfaktor verringert – die Gesamtsumme des zu zahlenden Barwerts der zukünftigen Überschüsse, und zwar genau um das Maß der jeweils zukünftig zu zahlenden Steuern.

Die Höhe der Ertragssteuern der Aktionäre ist natürlich höchst verschieden, je nachdem, ob es sich um Kapitalgesellschaften oder um private Anleger handelt. Da es aber nicht um den konkreten Aktionär geht, sondern um eine durchschnittlich für alle gleiche Steuerlast, erscheint es gerechtfertigt, von einer typisierten Einkommenssteuer von 35% auszugehen.

f. Der Wachstumsabschlag

Es ist bereits dargestellt worden, dass der Barwert der noch durchgeplanten zukünftigen Perioden unter Einschluss der Steigerung der Erlöse infolge der zu erwartenden Inflation errechnet wird.

aa. Bei dem Barwert der danach folgenden Perioden („ewige Rente“) wird mit dem Nominalwert gerechnet, so dass die Folgen der inflationären Geldentwertung noch zu berücksichtigen sind. Wenn und soweit zukünftig mit nominal steigenden Überschüssen zu rechnen ist, muss die Abzinsung weniger stark ausfallen. Die Abweichung wird durch einen sog. Wachstumsabschlag aufgefangen, mit welchem der Barwert der ewigen Rente letztlich erhöht wird (zu allem vgl. Großfeld, a.a.O., S. 107 ff.) Es ist also ein Abschlag von dem Zinsfaktor vorzunehmen in dem Maß, wie es dem Unternehmen mutmaßlich gelingt, inflationsbedingte Kostensteigerungen wertgleich an seine Abnehmer weiter zu geben (OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595) und wie weit darüber hinaus eine stetige Geschäftsausweitung zu erwarten ist.

bb. Die Antragsteller prognostizieren, dass die Fa. Hermes in Zukunft jederzeit in der Lage sein werde, alle inflationsbedingten Kostensteigerungen über höhere Preise wieder zu verdienen. Außerdem seien der Fa. Hermes hervorragende Wachstumschancen eröffnet. Der Wachstumsabschlag müsse deshalb wenigstens 1,5% betragen.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen meint, die Gewinnentwicklung im Erstversicherungsmarkt sei zur maßgeblichen Zeit verhalten eingeschätzt worden. Es sei eine deutliche Verknappung und Verteuerung im Rückversicherungsmarkt eingetreten. Kosten könnten nicht in vollem Umfang weiter gegeben werden. Deshalb sei die Bemessung des Wachstumsabschlages durch auf 1,0% zutreffend und auch von für angemessen erachtet worden.

dd. Die Kammer hat anhand der Mitteilungen der Beteiligten erneut die Überzeugung gewonnen, dass es eineindeutige Lösungen dieser Frage nicht gibt und zuverlässigere Erkenntnisse über die zukünftig mögliche Kostenüberwälzungsquote der Hermes nicht geben wird. Es bedarf daher der bewertenden Schätzung nach § 287 ZPO.

Hierbei fällt insbesondere ins Gewicht, dass die Hermes offensichtlich insgesamt in der Vergangenheit in der Lage war, auch bei höheren Inflationsraten die dadurch bewirkten Kostensteigerungen stets zu überwälzen. Auch die Prüfer haben in der mündlichen Verhandlung nicht dargestellt, dass es in dem Markt, in welchem die Hermes tätig ist, in der Zukunft zu einem Preisdruck kommen werde, der die Weitergabe aller inflationsbedingten Preiserhöhungen nicht zulassen werde. Von den Faktoren, die die allgemeine Teuerungsrate zukünftig maßgeblich beeinflussen werden (weltweite Steigerung der Rohstoffpreise etc.) ist die Fa. Hermes weniger abhängig als das produzierende Gewerbe. Die Gutachter der Antragsgegnerin und die Prüfer gehen für die Planjahre 2002 bis 2004 in allen Geschäftsbereichen – auch inflationsbereinigt - von einer Steigerung der Umsätze aus.

Deshalb erscheint die Annahme eines Wachstumsabschlages für alle Geschäftsbereiche von 1.0%/überzeugend.

5. Die Berechnung der Diskontierung

Die Berechnung der Diskontierung erfolgt nach den hierfür allgemein gebräuchlichen Abzinsungsformeln (Großfeld, a.a.O., S. 100f.). Sie sind den beigefügten Tabellen hinterlegt.

6. Die plausibilisierende Bewertung des Ergebnisses

Im Ergebnis ergibt sich so mittels des Ertragswertverfahrens ein Barwert der Fa. Hermes, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte von € 1.030.347.000.-. Bei insgesamt 20.080.000 Aktien ergibt das einen Wert von € 495,36 pro Aktie. Die Einzelheiten der Berechnung ergeben sich aus der diesem Beschluss als Anlage beigefügten Tabelle 2.

Es ist bereits dargelegt worden, dass sich auch mittels des Liquidationswertverfahrens kein höherer Wert ergibt. Neben beiden Verfahren gibt es noch andere Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes. Im vorliegenden Fall hat die Antragsgegnerin eine Methode angesprochen, die den gezahlten Verkaufspreis für ein Unternehmen mit dessen zuletzt jährlich erwirtschafteten Unternehmensergebnis ins Verhältnis setzt (Price/Earning – Multiple). Hierzu hat sie dargelegt, die beschlossene Abfindung von € 355.- pro Aktie entspreche einem Unternehmenswert von € 738.400.000.-. Wenn man von einem Unternehmensergebnis von € 12.000.000.- für 2001 ausgehe, entspreche dieser fiktive Verkaufspreis einem P/E-Multiple von 62. Da im Jahr 2003 Unternehmen wie die Fa. Hermes zu P/E-Multiple von 8,0 und europäische Banken mit einem Multiple von 19,8 gehandelt worden seien, handele es sich um eine sicher nicht zu geringe Abfindung. Der Antragsteller zu 5. hat hiergegen eingewandt, das Abstellen auf den Wert von 2001 sei willkürlich, die Heranziehung von P/E-Multiple von 2003 wegen des Stichtags 27.6.02 nicht sachgerecht und es werde übersehen, dass die Fa. Hermes nicht irgendein Unternehmen sei, sondern der Weltmarktführer.

Das Gericht geht der Systematik dieser Methode und ihrer konkreten Anwendung nicht näher nach. Auch wenn nach den Zusammenstellungen der für 2001 und 2002 die Höhe der Nettoausschüttungen von 2001 (€ 22.500.000.-) und 2002 (€ 38.800.000.-) herangezogen werden, auf deren Grundlagen dieser Beschluss basiert, ergibt sich im Verhältnis zu dem hier anhand des Börsenkurses zugrunde gelegten Unternehmenswert (fiktiver Verkaufspreis) von € 1.030.347.000.- ein P/E-Multiple bei 30, unterschreitet also die hier in Rede stehende Relation nicht.

Aus diesen Gründen legt die Kammer den sich aus der anliegenden Tabelle 2 ergebenden Wert von € 495,36 als den angemessenen Abfindungsbetrag fest. Für die außenstehenden Minderheitsaktionäre hat dies eine Erhöhung um € 140,36 pro Aktie zur Folge. Insgesamt führt dies bei einer Gesamtzahl der außenstehenden Aktien von 10.001 zu einer Nachzahlung ohne Zinsen von € 1.403.732,22

D. Die Begründung der Nebenforderung – Die Verzinsung

Die Anordnung über die Verzinsung folgt aus § 327b II AktG.

Sie hat bereits in diesem Beschluss zu erfolgen, obwohl dieser noch keinen Vollstreckungstitel darstellt und der Aktionär seine aus diesem Beschluss folgenden Ansprüche bei nicht freiwilliger Zahlung erst vor dem ordentlichen Gericht einklagen müsste (MüKoAktG-Volhard, § 11 SpruchG Rdn. 3,4 mwN). Denn Gegenstand dieser Entscheidung ist die vollständige Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung, die ohne ihre Begleitumstände, also insbesondere deren Fälligkeit und Verzinsung, nicht vollständig geschehen könnte (a.A. offenbar OLG Hamburg, DB 2002, 521ff mit der Bemerkung, der Zinsausspruch habe nur deklaratorischen Charakter).

Nach § 327b II AktG ist die Barabfindung mit jährlich 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen. Dies ist eine missverständliche Formulierung. Gemeint ist nicht, dass die Verzinsung z.B. bei einem Basiszinssatz von 4% der Höhe nach 4,08 % (also 2% höher) betrage, sondern dass dem Basiszinssatz 2 Prozentpunkte hinzugerechnet werden, die Verzinsung in diesem Fall also 6% pro Jahr beträgt, wie es § 288 I BGB auch deutlich ausspricht.

Die Verzinsung beginnt nach § 327b II AktG mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister. Die Eintragung in die Handelsregister erfolgte am 4.12.02. Die Bekanntmachung erfolgte am 11. und 12.12.02 im Bundesanzeiger und vom 11.12. bis zum 18.12.02 in vier Zeitungen. Abzustellen ist auf die letzte notwendige Eintragung, denn erst die Bekanntmachung in allen notwendigen Blättern hat die Bekanntmachung zur Folge, § 10 II HGB.

Hiergegen wird gelegentlich eingewandt, die Verzinsung müsse nicht erst ab der Bekanntmachung der Aktienübertragung, sondern bereits ab dem Übertragungsbeschluss erfolgen. § 327b II AktG verlange eine Abfindung, die „die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtige“. Werde diese Abfindung erst später gezahlt, laufe dies auf die Gewährung eines zinslosen Darlehens durch die Minderheitsaktionäre hinaus, die aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht hingenommen werden könne.

Dem folgt das Gericht nicht. Die gesetzliche Regelung ist eindeutig. Das Verfassungsrecht gebietet nicht, die Regelung ganz oder teilweise für unwirksam zu halten oder gegen sie zu entscheiden. Zwar kann von der Beschlussfassung bis zur tatsächlichen Übertragung durchaus (z.B. wegen der Anhängigkeit einer Anfechtungsklage und/oder einem Streit über die Eintragungspflicht mit dem Registergericht) eine längere Zeit vergehen, in welchem die Aktionäre weder an einer Kurssteigerung der Aktie teilnehmen noch eine Verzinsung erhalten. Sie sind aber in diesem Zeitraum noch berechtigt, Dividende zu beziehen; die Gewährung einer Verzinsung würde auf eine doppelte Nutzungsziehung hinauslaufen. Wird in diesem Zeitraum keine Dividendenzahlung fällig und beruht die Verzögerung der Eintragung auf Umständen, die der Hauptaktionär zu vertreten hat, kommen Schadensersatzansprüche nach den §§ 280f. BGB in Betracht (MüKoAktG-Grünwald, § 327b Rdn. 12). Dass der Gesetzgeber für den Fall, dass der Hauptaktionär die verzögerte Eintragung nicht zu vertreten hat und auf spätere Kursänderungen keine Rücksicht mehr genommen wird, keine Anpassung der Abfindung oder eine Verzinsung angeordnet hat, erscheint bei Abwägung der beiderseitigen Eigentumsgewährleistungen des Art. 14 GG nicht zu beanstanden (BVerfG, Beschluss vom 30.5.07, Az. 1 BvR 390/04, BB 2007, 1515 = WM 2007,

1329; OLG Düsseldorf, AG 2004, 212; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146; OLG Hamburg, NZG 2003, 978 und NZG 2005, 86; OLG Köln, BB 2003, 2307).

E. Die Gründe für die Nebenentscheidungen

1. Anwendbares Recht

Bei der Kostenentscheidung ist das vor Inkrafttreten des SpruchG geltende Recht anzuwenden (§ 17 II SpruchG). Für die Kosten des Verfahrens galt zuvor § 327f II S. 3 a.F. AktG, wonach für das Verfahren und für die Kosten des Verfahrens § 306 a.F. AktG sinngemäß Anwendung finden sollte.

2. Die Gerichtskosten

Hinsichtlich der Gerichtskosten gilt § 306 VII S. 7 a.F. AktG. Hiernach sind Kostenschuldner „die Vertragsteile des Unternehmensvertrages“. Jedoch kann das Gericht die Kosten ganz oder zum Teil einem anderen Beteiligten auferlegen, wenn dies der Billigkeit entspricht.

Bei nach § 327f. II S. 3 a.F. AktG sinngemäßer Anwendung ist die Kostenschuldnerin die Hauptaktionärin, die – ähnlich wie die Vertragsteile bei einem Unternehmensvertrag – das Abfindungsverfahren veranlasst hat. Das betroffene Unternehmen (hier: die Antragsgegnerin zu 1.) dagegen hat das Verfahren nicht veranlasst. Gründe, ihm die Gerichtskosten ganz oder teilweise aufzuerlegen, sieht das Gericht nicht.

Ansichts des Umstandes, dass die Antragsteller obsiegt haben, erscheint es auch nicht billig, die Gerichtskosten den Antragstellern aufzuerlegen. Dies gilt auch unter Berücksichtigung des Umstandes, dass sie keinen bezifferten Antrag gestellt haben und sich aus ihrem Vorbringen ergibt, dass sie eine noch höhere Abfindung für angemessen gehalten haben und deshalb auch der weitergehende Antrag zurückgewiesen wird. Denn veranlasst hat das Verfahren die Antragsgegnerin zu 2. und sie allein verfügte über die Informationen, aus denen sich die Unternehmenswerte ergaben; teilweise sind die Annahmen erst im Verfahren näher erläutert worden.

Es bleibt daher bei der Verpflichtung der Antragsgegnerin zu 2., die Gerichtskosten allein zu tragen.

3. Die außergerichtlichen Kosten

Hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten gilt im Grundsatz dasselbe. Auch hier sieht der Verweis in § 327f a.F. AktG auf § 306 a.F. AktG und dort speziell § 306 VII S. 7 AktG vor, dass die Kosten im Grundsatz die Antragsgegnerin zu 2. zu tragen hat, es sei denn, eine Heranziehung anderer Beteiligter entspräche der Billigkeit.

a. Hinsichtlich der der Antragsgegnerin zu 2. entstandenen außergerichtlichen Kosten entspricht es im vorliegenden Fall nicht der Billigkeit, sie einem anderen Beteiligten aufzuerlegen. Denn die Anträge der Antragsteller haben Erfolg. Es wird entsprechend ihren Anträgen eine Erhöhung der Abfindung angeordnet. Da es weder ihre Aufgabe ist noch sie die Möglichkeit haben, den Betrag zu errechnen und sie auch den Betrag der Erhöhung nicht genannt haben, kann auch nicht von einem anteiligen Obsiegen bzw. Unterliegen gesprochen werden, auch wenn aus formalen Gründen, um den Rechtsstreit vollständig zu entscheiden, der weitergehende Antrag der Antragsteller zurückzuweisen war.

b. Dagegen entspricht es aus den bereits genannten Gründen der Billigkeit, die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller der Antragsgegnerin aufzuerlegen.

c. Hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin zu 1. erscheint es nicht billig, dass diese Antragsgegnerin ihre außergerichtlichen Kosten selbst trägt; es kommt nur die Belastung der Antragsteller oder der Antragsgegnerin zu 2. in Betracht. Eine Belastung der Antragsteller erscheint nicht billig, weil sie nach dem damaligen Stand des Gesetzes, der Literatur und Rechtsprechung nicht wissen konnten, gegen welche der Antragsgegnerinnen der Antrag zulässigerweise gerichtet werden musste. Billig erscheint nur eine Belastung der Antragsgegnerin zu 2., die das Verfahren überhaupt und mit der für die Antragsteller zu geringen Abfindung veranlasst hat.

4. Die Kosten des gemeinsamen Vertreters

Die Verpflichtung der Antragsgegnerin, die Kosten des gemeinsamen Vertreters zu tragen, ergibt sich aus § 306 IV S. 6 a.F. AktG. Nach § 306 IV S. 7 a.F. AktG setzt das Gericht den Ersatz der baren Auslagen und die Vergütung fest. Dies wird nach einem entsprechenden Vorschlag des gemeinsamen Vertreters ggf. gesondert erfolgen.

VII. Die Entscheidung über den Gegenstandswert und die Geschäftswerte

1. Der gerichtliche Geschäftswert ist gemäß § 306 VII S.6 a.F. AktG und § 30 I KostO nach billigem Ermessen zu bestimmen; die Grenzen des § 15 II SpruchG sind nicht anwendbar, weil dieses Gesetz erst am 1.9.03 in Kraft trat. Bei der Ausübung dieses Ermessens lässt sich die Kammer von dem Betrag leiten, der sich als Gesamtbetrag der Zuzahlung für alle außenstehenden Aktionäre ergibt (OLG Düsseldorf, NZG 2004, S. 429, Anmerkung der Schriftleitung m.w.N.; Lutter-Krieger, UmwG, § 312 Rdn. 4; Kallmeyer-Meister/Klöcker, UmwG, 2. Auflage, § 312 Rdn. 20 m.w.N.; Lutter-Krieger, UmwG (1996), § 312, Rdn. 6), weil die Vermeidung dieser Zuzahlung das Interesse der Antragsgegnerin widerspiegelt. Die Zuzahlung errechnet sich aus der Differenz zwischen der neuen und der alten Abfindungshöhe (€ 495,36 abzüglich € 355,00 = € 140,36) und der Anzahl der außenstehenden Aktien zum Zeitpunkt der Maßnahme (10.001) mit € 1.403.732,22.

2. Der für die Berechnung der außergerichtlichen Kosten (insbesondere die Rechtsanwaltskosten) erforderliche Gegenstandswert für jeden Antragsteller ist ebenfalls nach billigem Ermessen nach § 30 I KostO zu bestimmen. Die zum früheren Recht überwiegende Auffassung sieht vor, dass der Geschäftswert sich durch Multiplikation des Erhöhungsbetrages für jede Aktie mit der Anzahl der von dem betreffenden Antragsteller gehaltenen Aktien ergab (Lutter-Krieger, UmwG (1996), § 312, Rdn. 7 mwN.; dagegen und für eine Übernahme des Wertes der Gerichtskosten: Landgerichts Hamburg, Kammer 14 für Handelssachen – AG 1994, 332). Dieser Auffassung schließt sich das Gericht im Grundsatz an. Dies führt aber für Prozessbevollmächtigte von Antragstellern, die nur wenige Aktien besitzen, dazu, dass sie zu ganz geringen Gebühren tätig werden müssten. Im vorliegenden Verfahren z.B. liegen etliche Aktienbesitznachweise nur für 1 Aktie vor, so dass die auf diese Aktionäre entfallenden baren Zuzahlungen nur wenige Euro betragen. Das ist keine billig erscheinende Lösung. Die Kammer hält es im Rahmen ihres billigen Ermessens für angebracht, insoweit die Neuregelung aus § 31 I 4 RVG (jedenfalls ein Mindestgegenstandswert von € 5.000.-) auch auf diese Aktionäre anzuwenden.

Danach ergeben sich die Geschäftswerte für folgende Antragsteller konkret

Antragsteller 5.	(878 Aktien)	€ 123.235,37
Antragstellerin 6.	(1.000 Aktien)	€ 140.359,19
Antragsteller 9.	(54 Aktien)	€ 7.579,40
und für alle übrigen Antragsteller mit je		€ 5.000.-.

3. Der für die Gebühren des gemeinsamen Vertreters maßgebliche Geschäftswert ist nach der Anzahl der Aktien zu bestimmen, die aus seiner Sicht von ihm vertreten werden können. Es gab 10.001 „außen stehende Aktien“. Die Antragsteller haben in diesem Verfahren den Besitz von 1.957 Aktien nachgewiesen. Der gemeinsame Vertreter nahm also die Interessen von 8.044 Aktien wahr. Bei einer Erhöhung der Abfindung um € 140,36 pro Aktie macht dies einen Geschäftswert von € 1.129.049,29 aus.

4. Der für die Gebühren der Antragsgegnerinnen maßgebende Wert bestimmt sich nach der Gesamthöhe der Erhöhungen mit € 1.403.732,22.

Landgericht Hamburg			Tabelle 1						
417 O 62/07 Spruchverfahren Hermes									
Berechnung der Antragsgegnerin			(korrigiert wegen Rechenfehler: II am Ende; kursiv)						
			(korrigiert wegen Rundungsfehler VI am Ende kursiv)						
I Hermes Kreditversicherung AG									
I-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Verdiente Bruttobeiträge	476.400	489.100	495.300	521.800	562.700	585.700	637.600	695.600	702.500
Brutto-Aufw. Versfälle	-267.900	-137.700	-193.100	-315.900	-579.800	-335.600	-324.800	-353.200	-449.200
Brutto-Aufw Versbetrie	-122.700	-134.600	-148.500	-152.100	-169.400	-186.200	-203.200	-215.400	-217.500
Übriges verst Ergebnis	-18.900	-21.700	-31.200	-26.100	-34.500	-34.700	-37.400	-40.000	-40.400
Zwischensumme	66.900	195.100	122.500	27.700	-221.000	29.200	72.200	87.000	-4.600
Rückvers-Ergebnis	-52.800	-157.700	-121.600	-37.300	167.000	-43.200	-76.700	-84.500	-17.600
Zwischensumme	14.100	37.400	900	-9.600	-54.000	-14.000	-4.500	2.500	-22.200
Veränderungen Rückst	11.600	-53.000	-38.900	1.300	23.800	0	0	0	0
Vers-techn Ergebnis	25.700	-15.600	-38.000	-8.300	-30.200	-14.000	-4.500	2.500	-22.200
Kapitalanlage-Ergebnis	25.700	29.000	53.300	58.300	48.600	44.000	44.500	47.400	47.800
Übriges Ergebnis	400	2.500	17.400	-700	11.700	13.600	7.800	6.900	7.000
Ergeb der gewöhn Gt	51.800	15.900	32.700	49.300	30.100	43.600	47.800	56.800	32.600
Ertragssteuern	-20.500	-6.700	-27.200	-42.900	-18.700	-16.400	-19.500	-23.500	-9.800
Überschuss	31.300	9.200	5.500	6.400	11.400	27.200	28.300	33.300	22.800
typisierte Est						-4.760	-4.953	-5.828	-3.990
Nettoausschüttung						22.440	23.348	27.473	18.810
I-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,700	0,700	0,700	0,700
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		3,500	3,500	3,500	3,500
Basiszins				in %		6,000	6,000	6,000	6,000
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		9,500	9,500	9,500	9,500
Typisierte persönliche Est	35,00%			in %		-3,325	-3,325	-3,325	-3,325
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,175	6,175	6,175	6,175
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		6,175	6,175	6,175	5,175
I-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02									
Nettoausschüttung						22.440	23.348	27.473	18.810
Kapitalisierungszins				in %		6,175	6,175	6,175	5,175
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,96977	0,91337	0,86025	16,62314
Barwerte pro Jahr						21.762	21.325	23.633	312.681
Kapitalisierter Ertragswert									379.401
Körperschaftssteuerguthaben									9.400
Ergebnis									388.801
II. Hermes Risk Management GmbH & Co KG									
II-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Umsatzerlöse	45.031	45.402	45.103	48.250	51.700	57.969	61.125	65.346	65.999
Personalaufwand	0	0	0	0	-139	-11.514	-12.504	-13.690	-13.827
Abschreibungen	-43.335	-42.044	-41.828	-43.578	-40.517	-34.936	-37.940	-41.541	-41.956
Sonstige Aufwendungen	-2.030	-1.348	-1.135	-1.883	-2.600	-2.387	-2.592	-2.838	-2.866
Betriebsergebnis	-334	2.010	2.140	2.789	8.444	9.132	8.089	7.277	7.350
Zinsergebnis	161	174	168	375	554	480	480	480	485
Ergeb, gewöhnl Gt	-173	2.184	2.308	3.164	8.998	9.612	8.569	7.757	7.835
Ertragssteuern	-6	-420	-386	-593	-1.707	-1.826	-1.628	-1.474	-1.489
Nettoausschüttung	-179	1.764	1.922	2.571	7.291	7.786	6.941	6.283	6.346
Körperschaftssteuer						-2.054	-1.831	-1.657	-1.674
Zwischensumme						5.732	5.110	4.626	4.672
typisierte Est						-1.003	-894	-810	-818
Nettoausschüttung						4.729	4.216	3.816	3.854
II-2 Kapitalisierungszins									

Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		6,000	6,000	6,000	6,000
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,500	10,500	10,500	10,500
Typisierte persönliche Est	35,00%			in %		-3,675	-3,675	-3,675	-3,675
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,825	6,825	6,825	6,825
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		6,825	6,825	6,825	5,825
II-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02						(angebl Druckfehler auf Bl. 66 E& Y)			
Nettoausschüttung						4.729	4.216	3.816	3.854
Kapitalisierungszins				in %		6,825	6,825	6,825	5,825
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,96674	0,90498	0,84716	14,54348
Barwerte pro Jahr						4.572	3.815	3.233	56.056
Kapitalisierter Ertragswert									67.676
III. Hermes Forderungsmanagement GmbH									
III-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Umsatzerlöse	10.226	9.631	11.240	13.114	22.853	25.854	29.424	31.046	31.356
Personalaufwand	-2.611	-2.693	-3.168	-3.501	-7.535	-9.257	-10.367	-10.440	-10.972
Abschreibungen	-3.996	-3.868	-2.810	-4.497	-6.888	-6.643	-6.975	-7.323	-7.696
Sonstige Aufwendungen	-3.896	-2.777	-3.350	-3.577	-5.221	-7.010	-8.348	-8.398	-8.482
Betriebsergebnis	-277	293	1.912	1.539	3.209	2.944	3.734	4.885	4.206
Zinsergebnis	81	105	139	363	350	376	395	415	419
Ergeb, gewöhnl Gt	-196	398	2.051	1.902	3.559	3.320	4.129	5.300	4.625
Ertragssteuern	100	-227	-1.080	-684	-1.437	-1.340	-1.621	-2.080	-1.816
Nettoausschüttung	-96	171	971	1.218	2.122	1.980	2.508	3.220	2.809
Körperschaftssteuer						-347	-439	-564	-492
Zwischensumme						1.633	2.069	2.656	2.317
typisierte Est						0	0	0	0
Nettoausschüttung						1.633	2.069	2.656	2.317
III-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		6,000	6,000	6,000	6,000
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,500	10,500	10,500	10,500
Typisierte persönliche Est	35,00%			in %		-3,675	-3,675	-3,675	-3,675
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,825	6,825	6,825	6,825
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		6,825	6,825	6,825	5,825
III-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02						(angebl Druckfehler auf Bl. 66 E& Y)			
Nettoausschüttung						1.633	2.069	2.656	2.317
Kapitalisierungszins				in %		6,825	6,825	6,825	5,825
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,96674	0,90498	0,84716	14,54348
Barwerte pro Jahr						1.579	1.872	2.250	33.697
Kapitalisierter Ertragswert									39.398
Körperschaftssteuerguthaben									200
Ergebnis									39.598
IV. Hermes Kreditförsakring Skandinavien AG									
IV-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Verdiente Beiträge eig Rechnung			13.679	11.389	12.186	12.466	13.724	14.759	14.907
Aufw für Versicherungsfälle eig Rechnung			-4.861	-2.828	-6.164	-4.104	-4.483	-4.939	-4.988
Aufw Versicherungsbetrieb eig Rechnung			-8.034	-6.406	-5.653	-7.203	-7.431	-7.550	-7.626

Versicherungstechnisches Ergebnis			784	2.155	369	1.159	1.810	2.270	2.293
Abschreibungen			-3.531	-2.601	-2.678	-2.684	-1.740	-436	0
Kapitalanlageergebnis			566	517	529	557	585	614	620
Ergeb, gewöhnl Gt			-2.181	71	-1.780	-968	655	2.448	2.913
Ertragssteuern			0	0	0	0	0	0	-816
Nettoausschüttung			-2.181	71	-1.780	-968	655	2.448	2.097
Körperschaftssteuer						169	-115	-428	-367
Zwischensumme						-799	540	2.020	1.730
typisierte Est						0	0	0	0
Nettoausschüttung						-799	540	2.020	1.730
IV-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisiko­prämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisiko­prämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		6,000	6,000	6,000	6,000
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,500	10,500	10,500	10,500
Typisierte persönliche Est		35,00%		in %		-3,675	-3,675	-3,675	-3,675
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,825	6,825	6,825	6,825
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalsierungszinssatz				in %		6,825	6,825	6,825	5,825
IV-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02									
Nettoausschüttung						-799	540	2.020	1.730
Kapitalisierungszins				in %		6,825	6,825	6,825	5,825
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,96674	0,90498	0,84716	14,54348
Barwerte pro Jahr						-772	489	1.711	25.160
Kapitalisierter Ertragswert									26.588
Körperschaftssteuerguthaben									200
Ergebnis									26.788
V. Hermes Credit an Gurantee plc									
V-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Verdiente Beiträge eig	3.706	4.432	5.392	5.488	6.213	6.661	7.194	7.771	7.849
Aufw für Versicherung	-1.520	-2.728	-3.202	-3.073	-3.724	-4.465	-4.823	-5.208	-5.260
Aufw Versicherungsbe	-449	-290	-253	-162	-841	112	130	104	-621
Versicherungstechnisc	1.737	1.414	1.937	2.253	1.648	2.308	2.501	2.667	1.968
Veränd Schwankungsr	-243	-243	-300	-232	828	0	0	0	0
Versichtech Ergeb	1.494	1.171	1.637	2.021	2.476	2.308	2.501	2.667	1.968
Kapitalanlageergebnis	1.523	1.949	1.353	2.377	2.507	1.738	1.876	2.026	2.046
Übriges Ergebnis	-68	-91	-78	-95	-125	-88	-94	-103	-104
Ergeb, gewöhnl Gt	2.949	3.029	2.912	4.303	4.858	3.958	4.283	4.590	3.910
Ertragssteuern	-924	-914	-797	-1.141	-1.313	-1.189	-1.286	-1.384	-1.222
Nettoausschüttung	2.025	2.115	2.115	3.162	3.545	2.769	2.997	3.206	2.688
Körperschaftssteuer						0	0	0	0
Zwischensumme						2.769	2.997	3.206	2.688
typisierte Est						-485	-524	-561	-470
Nettoausschüttung						2.284	2.473	2.645	2.218
V-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisiko­prämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisiko­prämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		6,000	6,000	6,000	6,000
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,500	10,500	10,500	10,500
Typisierte persönliche Est		35,00%		in %		-3,675	-3,675	-3,675	-3,675
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,825	6,825	6,825	6,825
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalsierungszinssatz				in %		6,825	6,825	6,825	5,825
V-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02									

Nettoausschüttung					2.284	2.473	2.645	2.218
Kapitalisierungszins				in %	6,825	6,825	6,825	5,825
Jahreskennzahl					1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode					0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor					0,96674	0,90498	0,84716	14,54348
Barwerte pro Jahr					2.208	2.238	2.241	32.252
Kapitalisierter Ertragswert								38.938
VI. Gesamtergebnis								
Hermes Kreditversicherungs AG (Teilwert)								388.801
Hermes Risk Management KG								67.676
Hermes Forderungsmanagement GmbH								39.598
Hermes Kreditförsäkring AB								26.788
Hermes Credit & Guarantee plc								38.938
Gesamtwert								561.802
Rundungsfehler								-725
Korrigierter Gesamtwert								561.077
Anzahl Aktien								2.080.000
Wert pro Aktie								269,75

Landgericht Hamburg				Tabelle 2					
417 O 62/07 Spruchverfahren Hermes									
Berechnung des Landgerichts									
I Hermes Kreditversicherung AG									
I-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Verdiente Bruttobeiträge	476.400	489.100	495.300	521.800	562.700	585.700	637.600	695.600	695.600
Brutto-Aufw. VersFälle	-267.900	-137.700	-193.100	-315.900	-579.800	-335.600	-324.800	-353.200	-387.771
Brutto-Aufw Versbetrie	-122.700	-134.600	-148.500	-152.100	-169.400	-186.200	-203.200	-215.400	-217.500
Übriges verst Ergebnis	-18.900	-21.700	-31.200	-26.100	-34.500	-34.700	-37.400	-40.000	-40.400
Zwischensumme	66.900	195.100	122.500	27.700	-221.000	29.200	72.200	87.000	49.929
Rückvers-Ergebnis	-52.800	-157.700	-121.600	-37.300	167.000	-43.200	-76.700	-84.500	-17.600
Zwischensumme	14.100	37.400	900	-9.600	-54.000	-14.000	-4.500	2.500	32.329
Veränderungen Rückst	11.600	-53.000	-38.900	1.300	23.800	0	0	0	0
Vers-techn Ergebnis	25.700	-15.600	-38.000	-8.300	-30.200	-14.000	-4.500	2.500	32.329
Kapitalanlage-Ergebnis	25.700	29.000	53.300	58.300	48.600	44.000	44.500	47.400	47.800
Übriges Ergebnis	400	2.500	17.400	-700	11.700	13.600	7.800	6.900	7.000
Ergeb der gewöhnl Gt	51.800	15.900	32.700	49.300	30.100	43.600	47.800	56.800	87.129
Ertragssteuern	-20.500	-6.700	-27.200	-42.900	-18.700	-16.400	-19.500	-23.500	-34.852
Überschuss	31.300	9.200	5.500	6.400	11.400	27.200	28.300	33.300	52.277
typisierte Est						-4.760	-4.953	-5.828	-9.149
Nettoausschüttung						22.440	23.348	27.473	43.129
I-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,700	0,700	0,700	0,700
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		3,500	3,500	3,500	3,500
Basiszins				in %		5,500	5,500	5,500	5,500
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		9,000	9,000	9,000	9,000
Typisierte persönliche Est		35,00%		in %		-3,150	-3,150	-3,150	-3,150
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		5,850	5,850	5,850	5,850
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		5,850	5,850	5,850	4,850
I-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02									
Nettoausschüttung						22.440	23.348	27.473	43.129
Kapitalisierungszins				in %		5,850	5,850	5,850	4,850
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,97129	0,91761	0,86690	17,87420
Barwerte pro Jahr						21.796	21.424	23.816	770.894
Kapitalisierter Ertragswert									837.929
Körperschaftsteuerguthaben									9.400
Ergebnis									847.329
II. Hermes Risk Management GmbH & Co KG									
II-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Umsatzerlöse	45.031	45.402	45.103	48.250	51.700	57.969	61.125	65.346	65.999
Personalaufwand	0	0	0	0	-139	-11.514	-12.504	-13.690	-13.827
Abschreibungen	-43.335	-42.044	-41.828	-43.578	-40.517	-34.936	-37.940	-41.541	-41.956
Sonstige Aufwendungen	-2.030	-1.348	-1.135	-1.883	-2.600	-2.387	-2.592	-2.838	-2.866
Betriebsergebnis	-334	2.010	2.140	2.789	8.444	9.132	8.089	7.277	7.350
Zinsergebnis	161	174	168	375	554	480	480	480	485
Ergeb, gewöhnl Gt	-173	2.184	2.308	3.164	8.998	9.612	8.569	7.757	7.835
Ertragssteuern	-6	-420	-386	-593	-1.707	-1.826	-1.628	-1.474	-1.489
Nettoausschüttung	-179	1.764	1.922	2.571	7.291	7.786	6.941	6.283	6.346
Körperschaftsteuer						-2.054	-1.831	-1.657	-1.674
Zwischensumme						5.732	5.110	4.626	4.672
typisierte Est						-1.003	-894	-810	-818
Nettoausschüttung						4.729	4.216	3.816	3.854
II-2 Kapitalisierungszins									

Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		5,500	5,500	5,500	5,500
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,000	10,000	10,000	10,000
Typisierte persönliche Est	35,00%			in %		-3,500	-3,500	-3,500	-3,500
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,500	6,500	6,500	6,500
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		6,500	6,500	6,500	5,500
II-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02						(angebl Druckfehler auf Bl. 66 E& Y)			
Nettoausschüttung						4.729	4.216	3.816	3.854
Kapitalisierungszins				in %		6,500	6,500	6,500	5,500
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,96825	0,90916	0,85367	15,52123
Barwerte pro Jahr						4.579	3.833	3.258	59.825
Kapitalisierter Ertragswert									71.495
III. Hermes Forderungsmanagement GmbH									
III-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Umsatzerlöse	10.226	9.631	11.240	13.114	22.853	25.854	29.424	31.046	31.356
Personalaufwand	-2.611	-2.693	-3.168	-3.501	-7.535	-9.257	-10.367	-10.440	-10.972
Abschreibungen	-3.996	-3.868	-2.810	-4.497	-6.888	-6.643	-6.975	-7.323	-7.696
Sonstige Aufwendungen	-3.896	-2.777	-3.350	-3.577	-5.221	-7.010	-8.348	-8.398	-8.482
Betriebsergebnis	-277	293	1.912	1.539	3.209	2.944	3.734	4.885	4.206
Zinsergebnis	81	105	139	363	350	376	395	415	419
Ergeb, gewöhnl Gt	-196	398	2.051	1.902	3.559	3.320	4.129	5.300	4.625
Ertragssteuern	100	-227	-1.080	-684	-1.437	-1.340	-1.621	-2.080	-1.816
Nettoausschüttung	-96	171	971	1.218	2.122	1.980	2.508	3.220	2.809
Körperschaftssteuer						-347	-439	-564	-492
Zwischensumme						1.633	2.069	2.656	2.317
typisierte Est						0	0	0	0
Nettoausschüttung						1.633	2.069	2.656	2.317
III-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		5,500	5,500	5,500	5,500
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,000	10,000	10,000	10,000
Typisierte persönliche Est	35,00%			in %		-3,500	-3,500	-3,500	-3,500
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,500	6,500	6,500	6,500
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		6,500	6,500	6,500	5,500
III-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02						(angebl Druckfehler auf Bl. 66 E& Y)			
Nettoausschüttung						1.633	2.069	2.656	2.317
Kapitalisierungszins				in %		6,500	6,500	6,500	5,500
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,96825	0,90916	0,85367	15,52123
Barwerte pro Jahr						1.581	1.881	2.267	35.963
Kapitalisierter Ertragswert									41.692
Körperschaftssteuerguthaben									200
Ergebnis									41.892
IV. Hermes Kreditförsakring Skandinavien AG									
IV-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Verdiente Beiträge eig Rechnung			13.679	11.389	12.186	12.466	13.724	14.759	14.907
Aufw für Versicherungsfälle eig Rechnung			-4.861	-2.828	-6.164	-4.104	-4.483	-4.939	-4.988
Aufw Versicherungsbetrieb eig Rechnung			-8.034	-6.406	-5.653	-7.203	-7.431	-7.550	-7.626

Versicherungstechnisches Ergebnis			784	2.155	369	1.159	1.810	2.270	2.293
Abschreibungen			-3.531	-2.601	-2.678	-2.684	-1.740	-436	0
Kapitalanlageergebnis			566	517	529	557	585	614	620
Ergeb, gewöhnl Gt			-2.181	71	-1.780	-968	655	2.448	2.913
Ertragssteuern			0	0	0	0	0	0	-816
Nettoausschüttung			-2.181	71	-1.780	-968	655	2.448	2.097
Körperschaftssteuer						169	-115	-428	-367
Zwischensumme						-799	540	2.020	1.730
typisierte Est						0	0	0	0
Nettoausschüttung						-799	540	2.020	1.730
IV-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		5,500	5,500	5,500	5,500
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,000	10,000	10,000	10,000
Typisierte persönliche Est		35,00%		in %		-3,500	-3,500	-3,500	-3,500
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,500	6,500	6,500	6,500
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		6,500	6,500	6,500	5,500
IV-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02									
Nettoausschüttung						-799	540	2.020	1.730
Kapitalisierungszins				in %		6,500	6,500	6,500	5,500
Jahreskennzahl						1,00000	2,00000	3,00000	3,00000
Aufzinsungswert für die anteilige Periode						0,51233	1,51233	2,51233	2,51233
Barwertfaktor						0,96825	0,90916	0,85367	15,52123
Barwerte pro Jahr						-774	491	1.724	26.852
Kapitalisierter Ertragswert									28.293
Körperschaftsteuerguthaben									200
Ergebnis									28.493
V. Hermes Credit an Gurantee plc									
V-1 Erträge	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Verdiente Beiträge eig	3.706	4.432	5.392	5.488	6.213	6.661	7.194	7.771	7.849
Aufw für Versicherung	-1.520	-2.728	-3.202	-3.073	-3.724	-4.465	-4.823	-5.208	-5.260
Aufw Versicherungsbe	-449	-290	-253	-162	-841	112	130	104	-621
Versicherungstechnisc	1.737	1.414	1.937	2.253	1.648	2.308	2.501	2.667	1.968
Veränd Schwankungsri	-243	-243	-300	-232	828	0	0	0	0
Versichtech Ergeb	1.494	1.171	1.637	2.021	2.476	2.308	2.501	2.667	1.968
Kapitalanlageergebnis	1.523	1.949	1.353	2.377	2.507	1.738	1.876	2.026	2.046
Übriges Ergebnis	-68	-91	-78	-95	-125	-88	-94	-103	-104
Ergeb, gewöhnl Gt	2.949	3.029	2.912	4.303	4.858	3.958	4.283	4.590	3.910
Ertragssteuern	-924	-914	-797	-1.141	-1.313	-1.189	-1.286	-1.384	-1.222
Nettoausschüttung	2.025	2.115	2.115	3.162	3.545	2.769	2.997	3.206	2.688
Körperschaftssteuer						0	0	0	0
Zwischensumme						2.769	2.997	3.206	2.688
typisierte Est						-485	-524	-561	-470
Nettoausschüttung						2.284	2.473	2.645	2.218
V-2 Kapitalisierungszins									
Allgemeine Marktrisikoprämie				in %		5,000	5,000	5,000	5,000
Beta-Faktor				in %		0,900	0,900	0,900	0,900
Unternehmensbezogene Marktrisikoprämie				in %		4,500	4,500	4,500	4,500
Basiszins				in %		5,500	5,500	5,500	5,500
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern				in %		10,000	10,000	10,000	10,000
Typisierte persönliche Est		35,00%		in %		-3,500	-3,500	-3,500	-3,500
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern				in %		6,500	6,500	6,500	6,500
Wachstumsabschlag				in %					-1,000
Kapitalisierungszinssatz				in %		6,500	6,500	6,500	5,500
V-3 Ertragswertberechnung per 27.6.02									

[illegible]

Landgericht Hamburg					Tabelle 3									
417 O 62/07Spruchverfahren Hermes														
Berechnung des Börsenkurses 27.3. - 27.6.02														
		HH	Mü	Berlin						HH	Mü	Berlin		
27.3.	1	371,00	385,10	371,00	1	Übertrag	49	12.255,52	12.344,37	12.214,50	32			
28.3.	1	371,00	385,10	371,00	1	15.5.	1	366,00	379,99	366,00	1			
29.3.	1					16.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
30.3.	1					17.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
31.3.	1					18.5.	1							
1.4.	1					19.5.	1							
2.4.	1	371,00	385,10	371,00	1	20.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
3.4.	1	371,00	385,10	371,00	1	21.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
4.4.	1	371,00	385,10	371,00	1	22.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
5.4.	1	371,00	385,10	371,00	1	23.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
6.4.	1					24.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
7.4.	1					25.5.	1							
8.4.	1	385,50	385,50	385,50	1	26.5.	1							
9.4.	1	385,00	385,10	385,00	1	27.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
10.4.	1	387,00	385,10	385,00	1	28.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
11.4.	1	387,01	385,10	385,00	1	29.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
12.4.	1	387,01	387,00	385,00	1	30.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
13.4.	1					31.5.	1	366,00	370,00	366,00	1			
14.4.	1					1.6.	1							
15.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	2.6.	1							
16.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	3.6.	1	365,00	370,00	365,00	1			
17.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	4.6.	1	365,00	370,00	365,00	1			
18.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	5.6.	1	365,00	365,00	365,00	1			
19.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	6.6.	1	365,00	365,00	365,00	1			
20.4.	1					7.6.	1	365,00	365,00	365,00	1			
21.4.	1					8.6.	1							
22.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	9.6.	1							
23.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	10.6.	1	360,00	365,00	365,00	1			
24.4.	1	387,00	387,00	383,50	1	11.6.	1	357,00	365,00	365,00	1			
25.4.	1	387,00	387,00	383,50	1	12.6.	1	355,00	365,00	365,00	1			
26.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	13.6.	1	352,00	365,00	365,00	1			
27.4.	1					14.6.	1	360,00	365,00	360,00	1			
28.4.	1					15.6.	1							
29.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	16.6.	1							
30.4.	1	387,00	387,00	385,00	1	17.6.	1	360,00	365,00	360,00	1			
1.5.	1					18.6.	1	360,00	350,00	360,00	1			
2.5.	1	387,00	387,00	385,00	1	19.6.	1	360,00	350,00	360,00	1			
3.5.	1	387,00	387,00	385,00	1	20.6.	1	360,00	350,01	360,00	1			
4.5.	1					21.6.	1	360,00	350,10	360,00	1			
5.5.	1					22.6.	1							
6.5.	1	387,00	387,00	385,00	1	23.6.	1							
7.5.	1	387,00	387,00	385,00	1	24.6.	1	360,00	350,01	360,00	1			
8.5.	1	387,00	387,00	385,00	1	25.6.	1	360,00	350,00	360,00	1			
9.5.	1	387,00	387,00	385,00	1	26.6.	1	360,00	350,00	360,00	1			
10.5.	1	383,00	379,99	385,00	1	27.6.	1	355,00	350,00	360,00	1			
11.5.	1													
12.5.	1						93	23.857,52	23.989,48	23.857,50	64			
13.5.	1	383,00	379,99	385,00	1			64	64	64,00				
14.5.	1	366,00	379,99	366,00	1			372,77	374,84	372,77				
	49	12.255,52	12.344,37	12.214,50	32			Durchschnitt	373,46					