

Ausfertigung



Landgericht Berlin

Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 32/11 SpruchG

11.06.2013

In dem Spruchverfahren
betreffend die Höhe der Barabfindung aufgrund des
Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der
Berlin-Hannoversche Hypothekbank AG

Verfahrensbeteiligte:

51.

Antragsgegnerin,

- Verfahrensbevollmächtigte:

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin unter Berücksichtigung der mündlichen Anhörung vom 5. Juni 2012 am 11. Juni 2013 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und beschlossen:

1. Der Spruchverfahrensantrag des Antragstellers zu 26) wird als unzulässig verworfen.
2. Die Spruchverfahrensanträge der weiteren Antragsteller werden zurückgewiesen.
3. Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens zu tragen. Eine Kostenerstattung findet nicht statt.
4. Der Geschäftswert wird auf 200.000,00 EUR festgesetzt.

Gründe:

I.

Mit dem vorliegenden Spruchverfahren begehren die Antragsteller mit unterschiedlicher Argumentation die Verbesserung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG (nachfolgend BerlinHyp genannt) auf Betreiben der Mehrheitsaktionäre

Die BerlinHyp ist eine vormals börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin, die im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg zur Registernummer HRB 56530B eingetragen ist. Das Grundkapital beträgt 753.389.240,32 € und ist eingeteilt in 294.292.672 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien. Die Aktien waren zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse und an der Börse Berlin zugelassen und wurden darüber hinaus im Freihandel an der Börse Hannover und im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt.

Die Unternehmensgeschichte geht bis auf das Jahr 1838 zurück. In ihrer jetzigen Form entstand die Gesellschaft nach der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft im Jahr 1993 durch die Fusion der Berliner Hypotheken- und Pfandbriefbank AG mit der Braunschweig-Hannoverschen Hypothekenbank AG.

Der Unternehmensgegenstand der BerlinHyp besteht laut ihrer Satzung im Betrieb einer Pfandbriefbank im Sinne des Pfandbriefgesetzes mit Ausnahme der Ausgabe von Schiffspfandbriefen und des Erwerbs von Schiffshypotheken. Die Gesellschaft ist darüber hinaus allgemein berechtigt, alle zulässigen Geschäfte einzugehen, die geeignet sind, ihren Geschäftszweck zu fördern. Sie kann im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten sowie andere Unternehmen gründen, erwerben oder sich an solchen beteiligen. Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr.

Die BerlinHyp sieht sich als eine der führenden deutschen Banken für Immobilienfinanzierungen und konzentriert ihre Aktivitäten in diesem Bereich auf die gewerbliche Immobilienfinanzierung in Ballungsräumen. Daneben betreibt sie das Staatsfinanzierungsgeschäft, wobei dieser Geschäftsbereich aber rückläufig ist. Die Gesellschaft besitzt eine Zulassung als Kreditinstitut und zum Betrieb des Pfandbriefgeschäfts. Im Zeitpunkt des Vertragsschlusses unterhielt sie neben ihrem Sitz in Berlin weitere neun Geschäftsstellen im In- und Ausland.

Die BerlinHyp ist alleinige Gesellschafterin der BerlinHyp Immobilien GmbH, deren Stammkapital 50.000,00 EUR beträgt. Die Geschäftstätigkeit dieser Gesellschaft besteht in der Vermittlung von Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten, Wohn- und Gewerberäumen sowie Darlehen. Seit November 1993 besteht ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der BerlinHyp.

Die Antragsgegnerin und Hauptaktionärin der BerlinHyp ist die bei der es sich um eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft handelt. Sie ist wiederum eine vollständige Tochtergesellschaft der Landesbank Berlin Holding AG (LBBH), deren Anteile zum Stichtag zu 88,03 % bei der Erwerbsgesellschaft der S-Finanzgruppe mbH & Co. KG und zu 10,63

% bei der Beteiligungsgesellschaft der S-Finanzgruppe mbH & Co. KG lagen. Die restlichen 1,34 % befanden sich im Streubesitz.

Die BerlinHyp bildet gemeinsam mit ihrer Muttergesellschaft und weiteren Gesellschaften innerhalb des LBB-Konzerns das Geschäftsfeld Immobilienfinanzierung. Dieses ist konzernintern bankübergreifend organisiert und strukturiert. Soweit sich im Portfolio der Gesellschaft noch Engagements aus den von der ehemaligen Bankgesellschaft Berlin initiierten Immobilienfonds befinden, sind diese von der Risikoabschirmung des Landes Berlin umfasst. Im Gegenzug beteiligt sich die BerlinHyp an der von der LBBH an das Land Berlin jährlich zu zahlenden Avalprovision von 16 Mio. €.

Die Tätigkeit der BerlinHyp war in der Vergangenheit stark auf den deutschen Markt fokussiert, in dem sie neben ihrem Kernmarkt Berlin/Brandenburg mit Geschäftsstellen in Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg und München vertreten ist. Die dortigen Geschäftsstellen werden gemeinsam mit der Antragsgegnerin betrieben. Erst im Jahr 2006 erfolgte mit der Gründung einer Repräsentanz in London der erste Schritt zu einer Expansion in das europäische Ausland. Diese wurde 2007 mit der Gründung weiterer Repräsentanzen in Amsterdam, Warschau und Prag fortgesetzt.

Die Gesellschaft finanziert sowohl Wohn- als auch Gewerbeimmobilien. Der Schwerpunkt liegt auf dem zuletzt genannten Bereich, in dem die Bandbreite von der finanziellen Betreuung von Einzelobjekten bis hin zur Finanzierung großvolumiger Portfoliotransaktionen reicht. Entsprechend handelt es sich bei den Kunden der BerlinHyp um professionelle Investoren aus dem In- und Ausland, Wohnungsunternehmen, Immobilienfonds, Kapitalanlagegesellschaften und andere institutionelle Anleger und lediglich in Einzelfällen um ausgewählte Bauträger und Entwickler.

Ende des Jahres 2009 verteilte sich der Bestand an Hypothekendarlehen zu 37 % auf die alten Bundesländer, zu 36 % auf Berlin und Umland, zu 13 % auf die neuen Bundesländer sowie zu 14 % auf im Ausland belegene Objekte. Dabei nahm in den Jahren 2006 bis 2009 das Auslandsgeschäft im Rahmen des Neugeschäfts einen deutlich steigenden Anteil ein. Die Refinanzierung des Geschäfts der BerlinHyp erfolgt durch die Ausgabe von öffentlichen Pfandbriefen, Hypothekendarlehen sowie zum Teil auch durch ungesicherte Emissionen.

Trotz Banken- und Finanzkrise war es der BerlinHyp gelungen, im Jahr 2009 im Bereich der Immobilienfinanzierung Neugeschäft im Wert von 4,8 Mio. € zu generieren und einen Bilanzgewinn in Höhe von 59,7 Mio. € auszuweisen. Auch in den Jahren 2007 und 2008 erzielte sie bei relativ stabilen Provisions- und Zinsüberschüssen positive Ergebnisse unter gleichzeitiger

Erhöhung der Eigenkapitalrendite. Die Gesellschaft schrieb diese Erfolge der von ihr verfolgten konservativen Risikostrategie zu. Im Gegensatz zu anderen Instituten hatte die BerlinHyp bereits vor dem Einsetzen der Bankenkrise im Jahr 2005 damit begonnen, notleidende Engagements zu sanieren und abzuwickeln. Zum 30. Juni 2010 entsprach die Höhe des „Bad Loan Portfolios“ noch 10 % des Gesamtportfolios gegenüber einem Wert von 30 % am 31. Dezember 2005. Das Wertpapierportfolio enthält in 2009 keine strukturierten Papiere mehr.

Gemäß der Absicht der BerlinHyp, den Umfang des Staatskreditgeschäfts zugunsten der Immobilienfinanzierung zurückzuführen, betrug das Neugeschäftsvolumen im Jahr 2009 lediglich 805,0 Mio. € nach Volumina von 2.356,0 Mio. € in 2008 und 2.054,0 Mio. € in 2007.

Die BerlinHyp führte im Jahr 2009 eine Kapitalerhöhung um 85 Mio. € durch, wobei der Ausgabepreis pro Stückaktie bei 2,65 € lag. Ein Betrag von 3,0 Mio. € wurde in die Kapitalrücklage eingezahlt. Eine weitere Kapitalerhöhung durch Ausgabe neuer Anteile fand zu identischen Konditionen im Oktober 2010 statt. Bei dieser Maßnahme wurde das Grundkapital der Gesellschaft durch Ausgabe von 36.786.584 neuen Aktien um einen Betrag von 94.173.655,04 EUR erhöht. Der Anteil der an der BerlinHyp stieg durch die Kapitalerhöhung geringfügig von 99,65 % der Anteile auf einen Wert 99,66 % an.

Die Stimmung am Immobilienmarkt stellte sich im Jahr 2010 europaweit gemischt dar, obwohl ein deutlicher Anstieg an Direktinvestitionen in Gewerbeimmobilien zu verzeichnen war. Auch in Deutschland zeigten sich nachkrisenbedingte Erholungseffekte, da das Transaktionsvolumen im ersten Halbjahr 2010 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 162 % zugenommen hatte. Dabei spielte auch der Umstand eine Rolle, dass deutsche Immobilien als sichere Anlagemöglichkeit gelten.

Für den Berliner Markt bei Büroimmobilien sind die Spitzenmieten zwar bislang deutlich hinter denjenigen zurückgeblieben, die in Frankfurt oder München zu erzielen waren, die Spitzenrenditen lagen aber höher. Die Leerlandsquote war in Berlin geringer als in anderen deutschen Großstädten, wenn auch höher als noch im ersten Quartal 2009. Großanmietungen waren in Berlin im ersten Halbjahr 2010 allerdings rückläufig. Auf dem gesamtdeutschen Markt für Wohnimmobilien bestand Mitte/Ende 2010 eine hohe Nachfrage, wobei Experten von einem Preisanstieg besonders in Ballungsgebieten ausgingen. Parallel hierzu wurde auch ein Anstieg der Nettokaltmieten in den Top-Lagen der Großstädte prognostiziert.

Der Pfandbriefmarkt entwickelt sich seit Jahren rückläufig, wobei der Anteil von Hypothekendarlehen gegenüber öffentlichen Pfandbriefen zunimmt. Seit Beginn der

Finanzkrise sind die Renditen von Pfandbriefen deutlich gesunken. Die zu zahlenden Risikozuschläge gegenüber Staatsanleihen hatten Mitte 2010 wieder das Niveau von 2007 erreicht und lagen, je nach Laufzeit, zwischen 1,0 % und 1,5 %. Hypothekendarlehen der BerlinHyp wurden im Oktober 2010 von Moody's mit dem Rating Aa1 und von Fitch mit dem Rating AA+ versehen.

Die wichtigsten Wettbewerber der BerlinHyp sind in Deutschland unter anderem der Marktführer Eurohypo AG sowie die UniCredit Bank AG, die Aareal Bank AG, die Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG und die gleichfalls zum Sparkassenverbund gehörende DekaBank Deutsche Girozentrale, die im Gegensatz zur BerlinHyp wesentlich stärker im Staatsfinanzierungsgeschäft aktiv ist. Allgemein besteht im Markt die Tendenz, sich wegen der geringen Margen aus dem Staatsfinanzierungsgeschäft zurückzuziehen.

Das zukünftige regulatorische Umfeld der BerlinHyp stellte sich im Herbst 2010 als unsicher dar. Zum einen befand sich unter der Bezeichnung Basel III ein Reformpaket des Baseler Ausschusses der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) für die bereits bestehende Bankenregulierung Basel II in der Diskussion. Es stellt die Reaktion auf die von der weltweiten Finanz- beziehungsweise Wirtschaftskrise ab 2007 offen gelegten Schwächen der bis zu diesem Zeitpunkt existierenden Bankenregulierung dar und hatte insbesondere die Erhöhung der Mindestkapitalquoten von Banken zum Gegenstand. Die Umsetzung dieses Pakets auf Ebene der Europäischen Union sollte durch die Capital Requirement Directive 4 (CRD IV) erfolgen, die sich im Herbst 2010 noch in der Ausarbeitungsphase befand. Die Besonderheiten des Geschäftsmodells von Pfandbriefbanken waren in den Vorschlägen nicht berücksichtigt, so dass gegebenenfalls mit deutlich erhöhten Eigenkapitalanforderungen und einer damit einhergehenden Benachteiligung gegenüber Banken zu rechnen war, die ein Einlagengeschäft betreiben.

Ferner lag ein Gesetzgebungsvorschlag der EU-Kommission für eine Überarbeitung der Richtlinie über Einlagensicherungssysteme vor, der vorsah, dass sämtliche Banken einem gesetzlichen Sicherungssystem angehören sollten, so dass die reine Institutssicherung nicht mehr ausreichen beziehungsweise nur noch mit Einschränkungen möglich sein sollte.

Auf nationaler Ebene existierte mit Datum vom 27. September 2010 der Gesetzentwurf zur Einrichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute, der über die so genannte Bankenabgabe gespeist werden sollte. Deren Höhe sollte von dem systemischen Risiko der jeweiligen Bank abhängen, welches sich wiederum nach der Größe des Instituts und seiner Verzahnung im Finanzmarkt richtet.

Der Planungsprozess der BerlinHyp findet jedes Jahr zwischen Juli und Oktober durch Aufstellung einer Mittelfristplanung unter Berücksichtigung der Ergebnisse der ersten Jahreshälfte statt. Die Planung erfolgt dabei „Bottom Up“ unter Beteiligung von Einheiten der Antragsgegnerin. Zudem erfolgt eine Verifizierung der Planungsannahmen und Ergebnisse durch die LBBH. Vor allem die anzuwendenden grundlegenden volkswirtschaftlichen Prämissen wie zukünftige Zinssätze werden konzernweit abgestimmt. Die am 19. Oktober 2010 verabschiedete Mittelfristplanung der BerlinHyp umfasste den Zeitraum der Geschäftsjahre 2011 bis 2015 und stellte eine Fortschreibung der am 10. November 2009 beschlossenen Planung mit einem Planungshorizont bis zum Jahr 2014 dar.

Im ersten Halbjahr 2010 wurden temporäre Abschreibungen auf den Bestand der festverzinslichen Schuldverschreibungen der Liquiditätsreserve vorgenommen. Positiv entwickelten sich dagegen die erzielten Margen im Hypothekengeschäft. Zum 1. Januar 2010 wurde auf der Grundlage der gesetzlichen Vorgaben des im Mai 2009 in Kraft getretenen BilMoG ein erhöhter Bedarf an Pensionsrückstellungen in Höhe von ermittelt.

Am 1. Oktober 2010 veröffentlichte die BerlinHyp eine Ad hoc-Mitteilung gemäß § 15 WpHG mit dem Schlagwort „Vorbereitungen auf Ergebnisabführungsvertrag und Squeeze-Out bei Berlin Hyp“. Im weiteren Text hieß es: „Die Berlin Hyp und [redacted] planen, nachdem die Aufsichtsräte beider Gesellschaften dem Vorhaben grundsätzlich zugestimmt haben, den Abschluss eines Ergebnisabführungsvertrages... Darüber hinaus hat die [redacted] die Berlin Hyp über ihre Absicht informiert, kurzfristig einen Squeeze out der Minderheitsaktionäre der Berlin Hyp durchzuführen. Der Squeeze out, d.h. die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die [redacted] wird dadurch möglich, dass die [redacted] die bislang von der Nord/LB an der Berlin Hyp gehaltene Beteiligung erwirbt. Durch diesen Erwerb wird sich die Beteiligung der [redacted] an der Berlin Hyp auf mehr als 99 % des Grundkapitals erhöhen...“.

Die Veräußerung des Aktienpakets der Nord/LB, welches von rund 8,07 % des Grundkapitals der BerlinHyp umfasste, war zuvor mit Vertrag vom 10. September 2010 vereinbart worden. Die [redacted] zahlte danach einen Preis von 4,71 € je Stückaktie. Die dingliche Übertragung der Anteile auf die [redacted] fand erst nach dem 1. Oktober 2010 statt.

Am 1. November 2010 gab der Vorstand der BerlinHyp eine weitere Ad hoc-Mitteilung heraus, in der die Beträge der im Rahmen von Squeeze out und Gewinnabführungsvertrag festgelegten Abfindung und des Ausgleichs konkret beziffert wurden.

Gleichfalls am 1. November 2010 erfolgte der Abschluss des Unternehmensvertrages durch die Organe der BerlinHyp und der Antragsgegnerin, deren Hauptversammlung dem Vertrag am 20. November 2010 zustimmte.

In § 4 Abs. 1 dieses Vertrages war für die außenstehenden Aktionäre eine Barabfindung in Höhe von 7,15 € je Stückaktie und in § 3 Abs. 1 eine Ausgleichszahlung von 0,32 € brutto für jedes volle Geschäftsjahr vorgesehen. Nach § 5 sollte der Vertrag mit der Eintragung im Handelsregister der BerlinHyp rückwirkend zum Beginn des entsprechenden Geschäftsjahres wirksam werden.

Die Hauptversammlung der BerlinHyp stimmte am 9. Dezember 2010 dem Abschluss des Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin zu. Zum anderen beschloss sie daneben auch, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung auf die Hauptaktionärin zu übertragen.

Im Zeitpunkt der Hauptversammlung hielt die Antragsgegnerin Anteile an der BerlinHyp in Höhe von 99,66 % des Grundkapitals, so dass sich lediglich 0,34 % der Anteile noch im Straubbesitz befanden.

Im Zuge der Vorbereitung dieses Vertragschlusses hatten die Vorstände von BerlinHyp und Antragsgegnerin die

mit der Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft und darauf aufbauend der Höhe der angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG beauftragt. Diese gelangte in ihrer gutachtlichen Stellungnahme vom 27. Oktober 2010 zu dem Ergebnis, dass der Ertragswert je Aktie der BerlinHyp zum voraussichtlichen Stichtag bei einem Unternehmenswert von 1.226,7 Mio. € bezogen auf die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien 4,17 € beträgt. Auf der Basis dieses Unternehmenswerts ermittelte sie die im Vertrag festgesetzte Ausgleichszahlung von 0,32 € brutto. Der von für den am 30. September 2010 endenden 3-Monatszeitraum ermittelte durchschnittliche Börsenkurs der BerlinHyp lag nach den Feststellungen im Bewertungsgutachten auf der Basis von Bloomberg-Daten bei 7,15 €. Die Antragsgegnerin setzte in der Folge die Abfindung auf je Stückaktie auf diesen Betrag fest.

Die auf den gemeinsamen Antrag der BerlinHyp und der Antragsgegnerin mit Beschluss der Kammer vom 8. Oktober 2010 bestellte Barabfindungsprüferin I

bezeichnet).

bestätigte in Ihrem Bericht vom 1. November 2010 die Angemessenheit der Abfindung.

Der Abschluss des Gewinnabführungsvertrages wurde am 10. Dezember 2010 in das Handelsregister der BerlinHyp eingetragen und am 13. Dezember 2010 bekanntgemacht. Am 25. Januar 2011 folgte die Eintragung der zeitgleich beschlossenen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin.

Die Antragsteller beantragen,

die Barabfindung höher festzusetzen,

Die Antragsteller beanstanden zum Teil die Ihrer Meinung nach nicht ordnungsgemäße Bestellung der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin und deren unzureichende Prüfungsleistung. Die Prüferin habe den von ihr anzuwendenden Prüfungsmaßstab verkannt und die Angaben der Antragsgegnerin lediglich auf ihre Plausibilität hin untersucht. Der Ertragswert sei nicht hinreichend intensiv betrachtet worden, da man von dessen Irrelevanz für die Abfindung ausgegangen sei. Die mangelnde Sorgfalt bei der Ausarbeitung der Barabfindungsprüfung sei auch daran zu erkennen, dass RBS lediglich ein Zeitraum von acht Tagen für die Erstellung des Berichts zur Verfügung gestanden habe. Aus den genannten Gründen müsse durch das Gericht eine vollständige Neubewertung der BerlinHyp veranlasst werden.

Einige Antragsteller, wie diejenigen zu 10) bis 13) sowie 31) und 32), beantragen, der Antragsgegnerin die umfassende Vorlage von Unterlagen einschließlich der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfer aufzugeben.

Die Antragsteller sind weiter der Auffassung, dass sowohl die festgesetzte Barabfindung wie auch der vertraglich garantierte Ausgleich zu niedrig bemessen sind:

Sie vertreten zum Teil die Auffassung, die den vorliegenden Gutachten zugrunde gelegte Planung der BerlinHyp sei insgesamt zu pessimistisch und berücksichtige die 2010 eingetretene Erholung des Marktes nach dem Ende der Bankenkrise nicht. Dies ergebe sich bereits daraus, dass es sich lediglich um eine Fortschreibung der im Jahr 2009 auf dem Höhepunkt der Finanzkrise erstellten Planung handele. Im Übrigen zeige auch der Umstand, dass das im Jahr 2010 tatsächlich erzielte Ergebnis mit 89 Mio. € deutlich höher ausgefallen sei als die in der Planung prognostizierten 79,2 Mio. €, dass die darin enthaltenen Prämissen nicht zutreffen könnten. So sei das Neugeschäftsvolumen im Bereich der Immobilien-Finanzierung bereits zum 30. September 2010 um 36 % angewachsen. Das Ist-Ergebnis des Jahres 2010 müsse der Bewertung schon wegen des Stichtages am 9. Dezember 2010 zugrunde gelegt werden.

Die Planung berücksichtige nicht, dass angesichts der nach der Finanzkrise gesunkenen Zahl von Mitbewerbern in Verbindung mit der von der EZB verfolgten Politik des „billigen Geldes“ von steigenden Margen im Neugeschäft auszugehen sei. Damit sei ein Absinken des Ergebnisses in der ewigen Rente nicht nachvollziehbar. Dies gelte erst recht angesichts der von der BerlinHyp verfolgten Expansionsstrategie und dem bestehenden Finanzierungsbedarf in den osteuropäischen Ländern und im EU-Markt allgemein. Eine Absenkung der Risikovorsorge sei bereits zum dritten Quartal 2010 möglich gewesen. Offensichtlich seien auch die Vorzüge der BerlinHyp als Pfandbriefbank nicht in die Bewertung eingeflossen. Schließlich müsse auch die Risikoabdeckung durch die Bundesrepublik Deutschland berücksichtigt werden.

Die konkret angenommene Entwicklung der Zins- und Provisionsüberschüsse in den Planjahren sei nicht nachvollziehbar und zu niedrig. Insbesondere der Rückgang des Provisionsergebnisses von 2010 auf 2011 mit einer Erholung des Wertes erst im Jahr 2015 sei nicht plausibel. Bereits die stärkere Einbindung sowohl in den LBB-Konzern als auch den Sparkassenverbund eröffne neue Geschäftschancen. Das sonstige Ergebnis erscheine wegen der erheblichen Schwankungen als zufällig.

Der stark steigend geplante Personalaufwand sei vor allem angesichts der zu erwartenden Synergieeffekte durch die Zusammenlegung von Aktivitäten mit Geschäftsbereichen der Antragsgegnerin unplausibel. Die in der Planung vorgenommene Entlastung des Personalaufwandes durch die Verschiebung des Postens „Pensionsrückstellungen“ in das „sonstige Ergebnis“ könne nicht zur Folge haben, dass die entsprechenden Aufwendungen von 3 Mio. € auf 5 Mio. € anstiegen.

Die Bankenabgabe habe nicht berücksichtigt werden dürfen, da diese zum Stichtag noch nicht beschlossen und damit nicht „in der Wurzel angelegt“ gewesen sei. Zudem sei anzunehmen, dass die Abgabe an die Kunden weiterbelastet werde. Jedenfalls sei es aber fehlerhaft, diese Abgabe durch die Einbeziehung in den Wert der ewigen Rente zu perpetuieren.

Die Nichtberücksichtigung der nach der Planung in den Jahre 2012 bis 2014 zu thesaurierenden Beträge zu Gunsten der Minderheitsaktionäre sei fehlerhaft. Eine Zuführung zum Eigenkapital wegen regulatorischer Anforderungen sei wegen der bereits vorhandenen Kernkapitalquote der BerlinHyp entgegen dem Bewertungsgutachten nicht erforderlich. Nach Ansicht der Antragsteller zu 27) bis 30) könne die Quote auch durch Hybridkapital gesteigert werden.

In der ewigen Rente sei die angenommene Ausschüttungsquote von 50 % zu reduzieren, da diese nicht realistisch sei. Zudem sei der Ansatz einer effektiven Ertragssteuer auf Wertsteigerungen

rückgängig zu machen, da anzunehmen sei, dass der typische Aktionär der BerlinHyp seine Anteile bereits vor dem Jahr 2009 erworben habe. Schließlich sei auch der Abzug eines Thesaurierungsbetrages zur Finanzierung des Wachstums nicht gerechtfertigt.

Weiterhin seien die vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge offensichtlich nicht hinreichend berücksichtigt worden, da die in der Planung angenommene Steuerquote sonst zu hoch angesetzt sei. Ebenso intransparent sei die Verwendung der körperschaftsteuerrechtlichen Verlustvorträge. Auch die Angaben zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen seien unzureichend, da zu vermuten sei, dass die BerlinHyp über Kunstgegenstände verfüge.

Bei der Beteiligungsgesellschaft BerlinHyp Immobilien sei vom Vorhandensein erheblicher stiller Reserven auszugehen.

Ferner habe die Antragsgegnerin den maßgeblichen Kapitalisierungszinssatz unzutreffend ermittelt:

Zahlreiche Antragsteller meinen, es müsse auf den am Bewertungstag festzustellenden Basiszins abgestellt werden, da es für die Alternativinvestition auf diesen Termin ankomme. Nach Ansicht der Antragsteller zu 45) bis 49) habe der Basiszinssatz für die Jahre 2010 bis 2015 lediglich 2,2 % betragen. Nach Auffassung der Antragsteller zu 20) bis 22) sind die von und herangezogenen Zeitreihen der Bundesbank fehlerhaft, so dass der zutreffende Basiszins auf der Grundlage der Renditen 10-jähriger Bundesanleihen neu zu ermitteln sei.

Die Antragsteller wenden sich mit unterschiedlichen Begründungen gegen den Ansatz einer Marktkrisikoprämie beziehungsweise gegen deren konkrete Höhe im vorliegenden Bewertungsfall. In diesem Zusammenhang kritisieren sie insbesondere die im Jahr 2004 veröffentlichte Studie von Prof. Stehle und diskutieren diese unter verschiedenen Aspekten. Einige Antragsteller behaupten, Prof. Stehle sei von einer Bewertung aus dem Jahr 2004 zwischenzeitlich abgerückt und nehme nunmehr eine Risikoprämie in Höhe von 3 % an.

Als Betafaktor muss nach Meinung der Mehrzahl der Antragsteller der originäre Wert der BerlinHyp angewandt werden, den sie zwischen 0,2 und 0,5 verorten. Die Antragstellerin zu 46) meint, dieser müsse angesichts des Gewinnabführungsvertrages mit Ausgleichspflicht gegen Null tendieren. Jedenfalls sei die Heranziehung einer Peer Group aus Geschäftsbanken, die zudem ihren Sitz teilweise in den südeuropäischen Krisenstaaten hätten, nicht geeignet, für die Ermittlung des Beta der BerlinHyp herangezogen zu werden. Selbst die Bewertungsgutachterin stelle fest, dass es keine mit der BerlinHyp vergleichbaren börsennotierten Unternehmen gebe.

Generell sei der Betafaktor von Regionalbanken geringer als derjenige von Groß- und Geschäftsbanken. Soweit für die Obergesellschaften im LBB-Konzern ein valider Betafaktor festgestellt werden könne, sei hilfsweise dieser zu verwenden.

Schließlich halten die Antragsteller den Wachstumsabschlag von 1 % für zu niedrig und meinen, dass dieser sich mindestens in Höhe der erwarteten Inflationsrate von langfristig bis zu 4 % bewegen müsse, da das Unternehmen sonst auf Dauer schrumpfe. Auch angesichts des für die Jahre 2010 bis 2015 konkret geplanten Wachstums sei ein höherer Wachstumsabschlag anzunehmen.

Im Hinblick auf die Ermittlung des Börsenwerts der BerlinHyp wendet eine Mehrzahl von Antragstellern ein, die Antragsgegnerin habe eine unzutreffende Referenzperiode verwendet. Es könne allein auf die Ad hoc-Mitteilung vom 1. November 2010 abgestellt werden, da die Antragsgegnerin am 1. Oktober 2010 noch nicht über die für den Ausschluss der Minderheit erforderliche Anteilsmehrheit von 95 % verfügt habe. Hieraus folge ein für die Abfindung maßgeblicher Aktienkurs oberhalb von 7,50 €.

Eine Reihe von Antragstellern ist schließlich der Ansicht, dass der von der BaFin mitgeteilte Börsenkurs von 7,20 € als Untergrenze für die zu zahlende Abfindung maßgeblich sein müsse. Dieser muss nach Auffassung der Antragsteller zu 27) bis 30) eher noch höher angesetzt werden, da die Kapitalerhöhung aus dem Oktober 2010 zu einer Verwässerung der Aktie geführt und die Bildung eines höheren Börsenkurses verhindert habe.

Nach Ansicht der Antragstellerin zu 44) liegt die Untergrenze der angemessenen Abfindung bei 8,95 €. Dies ergebe sich aus der Überlegung, dass im Rahmen der Kapitalerhöhung vom Oktober 2010 insgesamt 38.786.584 neue Aktien in einem Bezugsrechtsverhältnis von 7 zu 1 herausgegeben worden seien. Darnit ermittle sich ein Wert pro Bezugsrecht von 0,90 €, was angesichts des Ausgabekurses zu einem Wert der neuen Aktien von 8,95 € führe. Da die Antragsgegnerin Aktien der BerlinHyp zu diesem Preis erworben habe, schätze sie den Wert des Unternehmens offensichtlich höher ein als die von ihr angebotene Abfindung. Darüber hinaus hätten die Minderheitsaktionäre, die an der Kapitalerhöhung teilgenommen hätten, darauf vertrauen können, dass die Barabfindung nicht hinter dem Erwerbspreis zurückblieben werde.

Nach Auffassung der Antragsteller zu 45) bis 49) müssten dem Abfindungsbetrag die Ausgleichszahlungen für die Jahre 2010 und 2011 hinzugerechnet werden. Die Antragsteller zu 20) bis 22) sind der Ansicht, dass die Abfindung wegen des für die Minderheitsaktionäre ausgelösten Anlagengestandes erhöht werden müsse. Die Antragsteller zu 34) bis 37) wiederum meinen, dass

die Abfindung gegebenenfalls durch die Kapitalisierung der aus dem Gewinnabführungsvertrag folgenden Ausgleichszahlung ermittelt werden müsse.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge als unzulässig zu verwerfen beziehungsweise zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin erhebt umfassende Zulässigkeitsrügen hinsichtlich der Rechtzeitigkeit der Antragstellung sowie des Fehlens von Nachweisen über das Bestehen der Aktionärselgenschaft in urkundlicher Form betreffend eine Anzahl von Antragstellern. Sie macht weiter geltend, dass die teilweise gestellten Anträge auf Verzinsung von Abfindung und Ausgleich kein tauglicher Gegenstand eines Spruchverfahrens seien.

Im Übrigen verteidigt die Antragsgegnerin das Ergebnis der von vorgenommenen Begutachtung nebst Prüfung durch Für eine Neubewertung bestehe kein Anlass:

Vorliegend sei zu berücksichtigen, dass die Abfindung nach dem durchschnittlichen Börsenkurs während der drei Monate vor Bekanntgabe der Absicht, einen Ergebnisabführungsvertrag zu schließen, bestimmt worden sei. Um angesichts des ermittelten Ertragswerts von 4,17 € je Aktie zu einer Erhöhung gelangen zu können, müssten die von den Antragstellern gerügten Punkte geeignet sein, zu einer Anhebung des Werts um 71,5 % zu führen, was außerhalb der plausiblen Bandbreite von Werten liege. Auch der Vorerwerbspreis von 4,71 € je Aktie, den sie – die Antragsgegnerin – wenige Wochen vor der Strukturmaßnahme an die Nord/LB gezahlt habe, zeige die Angemessenheit der festgesetzten Abfindung.

Die Planungsannahmen könnten nicht, wie geschehen, mit Pauschalbehauptungen - wie allgemein gehaltenen Hinweisen auf die gerade überwundene Finanz- und Wirtschaftskrise - in Frage gestellt werden. Die Planung unterliege im Übrigen lediglich einer Plausibilitätsprüfung, welcher sie auch standhalte. Die von einigen Antragstellern hervorgehobenen Zuwächse im Immobilienfinanzierungsgeschäft im Jahr 2010 seien zutreffend in der Hochrechnung berücksichtigt worden. Beim Zinsergebnis sehe die Planung eine deutliche Steigerung um 26 % vor, nachdem in den Jahren 2007 bis 2009 ein kontinuierlicher Rückgang zu verzeichnen gewesen sei. Der Zinsüberschuss aus Hypothekendarlehen beruhe auf einer angenommenen Entwicklung des Neugeschäfts, welche die Prüferin als „ambitioniert“ bezeichnet habe. Auch das Provisionsergebnis sei steigend geplant, so dass die Rügen der Antragsteller nicht durchgreifen könnten. Der Rückgang von 2010 auf 2011 sei mit einem Einmaleffekt zu erklären. Derartige Effekte seien auch für die Schwankungen im sonstigen Ergebnis verantwortlich, wobei dieser

Posten in Relation zum Gesamtertragswert ohnehin nur marginale Auswirkungen habe. Die Berücksichtigung der Bankenabgabe sei aus Sicht des Stichtages geboten gewesen, auch wenn diese tatsächlich erst zum 30. September 2011 erhoben worden sei. Von einem stark steigenden Personalaufwand könne bei Betrachtung der zugrunde liegenden Zahlen nicht die Rede sein.

Die für die Jahre 2012 und 2014 geplanten Kapitalerhöhungen seien, anders als die Antragsteller meinten, zur Aufbringung der nach Basel III erforderlichen Kernkapitalquote erforderlich. Da die BerlinHyp einen Ausbau des Hypothekengeschäfts plane, stiegen damit auch die risikogewichteten Aktiva. Die Kritik an der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin sei nicht gerechtfertigt, da sich die Annahme einer Thesaurierung der benötigten Mittel gegenüber der tatsächlichen Planung, die eine Mittelzuführung über den Kapitalmarkt vorsehe, werterhöhend auswirke.

Unberechtigt sei auch die Kritik am Ausschüttungsverhalten der BerlinHyp, da die Planung für die Jahre 2010 bis 2015 grundsätzlich eine Vollausschüttung der Ergebnisse vorsehe, was dem Ausschüttungsverhalten in der Vergangenheit entspreche.

Auch die Planung der ewigen Rente sei nicht zu beanstanden. Die Herleitung des Ergebnisses ergebe sich hinreichend aus dem Bewertungsgutachten. Nicht verbrauchte steuerliche Verlustvorträge seien bis zu ihrem Verbrauch im Jahr 2016 über eine barwertäquivalente Annuität berücksichtigt worden. Gewerbesteuerrechtliche Verlustvorträge seien zum Stichtag aufgebraucht gewesen. Hieraus ergebe sich auch der Anstieg der Steuerbelastung des Unternehmens. Die von den Antragstellern kritisierte Wachstumsthesaurierung sei zum Erhalt des Eigenkapitals erforderlich. Der entsprechende Betrag stehe damit für eine den Minderheitsaktionären zurechenbare Anlage nicht zur Verfügung.

Der Ansatz von Ertragssteuern auf die erzielten Wertsteigerungen auf der Ebene der Anteilsinhaber sei im Rahmen einer Typisierung angemessen, wobei sich die Annahme einer langen Haltedauer mit der Folge einer Halbierung des nominellen Steuersatzes zu Gunsten der Minderheitsaktionäre auswirke. Die Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 %, die der Ausschüttungsquote aller DAX-Unternehmen entspreche, sei angesichts der durch die BerlinHyp praktizierten Vollausschüttung konservativ und zu Gunsten der Minderheitsaktionäre getroffen worden.

Schließlich vertritt die Antragsgegnerin die Meinung, dass der in Ansatz gebrachte Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung des anwendbaren CAPM-Modells fehlerfrei ermittelt und in der Höhe angemessen sei. Der Basiszinssatz sei zu Gunsten der

Minderheitsaktionäre abgerundet worden. Auch der Betafaktor sei zutreffend bestimmt worden, wobei sich das originäre Beta der BerlinHyp als statistisch nicht signifikant herausgestellt habe. Der vor diesem Hintergrund gebildeten Peer Group mängele es grundsätzlich nicht an Vergleichbarkeit mit der BerlinHyp. Das geringere Risiko der BerlinHyp sei angemessen über die Vornahme eines pauschalen Abschlags berücksichtigt worden. Auch der Wachstumsabschlag sei von der Bewertungsgutachterin zutreffend ermittelt worden. Dieser müsse, anders als die Antragsteller dies vertreten, weder auf gleicher Höhe noch höher als die Inflationsrate liegen.

Der Börsenkurs sei anhand der Bloomberg-Werte nach dem zutreffenden Referenzzeitraum ermittelt worden. Der von der BaFin ermittelte Kurs sei demgegenüber nicht maßgeblich, da er offensichtlich ohne Berücksichtigung des Freiverkehrshandels mit Aktien der BerlinHyp zustande gekommen sei. Dieser habe immerhin 22 % des beobachtbaren Handelsvolumens umfasse.

Die von der Antragstellerin zu 44) aufgestellte Berechnung betreffend den Wert der im Oktober 2010 neu ausgegebenen Aktien gehe von falschen Voraussetzungen aus. Nach finanzmathematischen Regeln habe der Wert eines Bezugsrechts bei 0,656 € gelegen und nicht bei 0,90 €, so dass ein Betrag von 7,24 € habe aufgebracht werden müssen. Eine treuwidrige Vorgehensweise der BerlinHyp oder der Antragsgegnerin sei in diesem Zusammenhang nicht ersichtlich.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die von den Verfahrensbeiliegten zu den Akten gereichten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

1. Die Anträge auf Verbesserung der Barabfindung waren mit Ausnahme desjenigen des Antragstellers zu 26) sämtlich zulässig. Die Anträge aller am Verfahren beteiligten Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG, die mit der Bekanntmachung der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre am 27. Januar 2011 zu laufen begann und demgemäß am 27. April 2011 endete, bei Gericht eingegangen. Die Antragsgegnerin kann diesen Umstand nicht erfolgreich bestreiten, da sie durch Einsichtnahme in die Gerichtsakten in der Lage gewesen wäre, den Eingangszeitpunkt jedes einzelnen Antrags nachzuvollziehen.

2. Die überwiegende Mehrzahl der Antragsteller hat in der Folge, auch auf das entsprechende Bestreiten der Antragsgegnerin hin, den Besitz von Aktien der BerlinHyp im Zeitpunkt der

Eintragung des „Squeeze-Out“ in das Handelsregister am 25. Januar 2011 urkundlich nachgewiesen. Die Antragsgegnerin kann auch dies nicht „rein vorsorglich“ bestreiten. Die entsprechenden Urkunden befinden sich bei den Gerichtsakten und können bei Bedarf eingesehen werden. Soweit die Antragsgegnerin von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch gemacht hat, kann sie sich nicht mit Erfolg darauf zurückziehen, dass ihr selbst nicht alle oder lediglich unzureichende Nachweise vorliegen. Der Nachweis der Aktionärsstellung ist im Rahmen des Spruchverfahrens ausschließlich gegenüber dem Gericht und nicht – auch – gegenüber dem Antragsgegner zu führen.

3. Der Antragsteller zu 26) hat den ihm obliegenden Nachweis seiner Aktionärsstellung allerdings nicht in ausreichender Form erbracht, da lediglich eine einfache Kopie einer entsprechenden Bankbescheinigungen zu den Akten gelangt ist.

a) Der Nachweis der Antragsberechtigung ist gemäß § 3 Abs. 1 S. 2 SpruchG ausschließlich durch Urkunden zu führen. Üblicherweise werden unterzeichnete Bankbescheinigungen vorgelegt. Die vorgelegten Urkunden müssen der Schriftform nach § 126 BGB entsprechen. Die Urkunde muss daher von dem Aussteller, das heißt dem Kreditinstitut, unterzeichnet sein (vgl. Hüffer, AktG, 10. Auflage, § 305 Anhang, Rn. 7). Dabei ist die Urkunde selbst zu den Akten zu reichen, die Vorlage einer Kopie reicht nicht aus (vgl. Simon/Laering, SpruchG, Rz. 62 zu § 3 SpruchG). Soweit die Ansicht vertreten wird, dass die Vorlage der Urkunde im Original nur dann erforderlich ist, wenn der Antragsgegner die Echtheit der Urkunde bestreitet, kann dahinstehen, ob dies zutrifft. Die Antragsgegnerin hat dies hier letztlich nämlich getan, indem sie die fehlende Vorlage von Originalurkunden ausdrücklich gerügt hat.

b) Ein fehlender oder mangelhafter Nachweis der Antragsberechtigung führt zur Unzulässigkeit des Antrags und nicht zur Unbegründetheit (KG, Vorlagebeschluss vom 31. Oktober 2007, AG 2008, 295; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 1907, 1910; Klöckner/Frowein, SpruchG, Rz. 2 zu § 3 SpruchG; Volhard in MünchKomm/AktG, 2. Aufl., Rz. 11 zu § 3 SpruchG).

4. Dagegen war der Antrag der Antragsteller zu 10) bis 12), anders als die Antragsgegnerin meint, nicht als unzulässig zu verwerfen, weil er zu spät begründet worden wäre. Die Antragsteller haben ihren gemeinsamen Antrag innerhalb der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 2 Satz 1 in Verbindung mit § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG hinreichend begründet. Der Eingang des Schriftsatzes vom 26. April 2011 als Telefaxkopie bei Gericht reichte zur Fristwahrung aus.

B. Begründetheit der Anträge

Die den Antragstellern gemäß § 327b AktG von der Antragsgegnerin gezahlte Kompensation von 7,15 € je Stückaktie der Berlin-Typ war nicht zu erhöhen, da nicht ersichtlich war, dass diese keine angemessene Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bildete.

1. Verfahrensrügen

a) Die von einigen Antragstellern erhobene Verfahrensrüge im Hinblick auf die von ihnen behauptete fehlende Neutralität und Mangelhaftigkeit der Prüfung durch die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin

genannt) ging fehl.

Eine fehlerhafte Auswahl durch die Kammer lag insoweit nicht vor, da die Bestellung von unabhängig von anderweitigen Vorschlägen durch die Antragsgegnerin einer unabhängigen Entscheidung durch das Gericht entsprach. Konkrete Auswahlkriterien für das Gericht bei der Prüferbestellung sind in der maßgeblichen gesetzlichen Vorschrift des § 293c AktG nicht geregelt. Vorgeschrieben ist lediglich die Bestellung eines Wirtschaftsprüfers beziehungsweise einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, wobei die Ausschlussstatbestände des § 319 Abs. 2 und 3 HGB zu beachten sind. Eine Verletzung dieser Bestimmungen ist durch die Antragsteller aber nicht geltend gemacht worden.

b) Der von den Antragstellern zu 31) und 32) erhobene Vorwurf, die Prüferin habe ihre Arbeiten innerhalb von acht Tagen nicht mit der gebotenen Sorgfalt abschließen können, ging offensichtlich fehl. hat mit der Prüfung nämlich nicht erst nach Fertigstellung der Bewertung durch begonnen, sondern ihre Tätigkeit gemäß den Ausführungen auf S. 10 ihres Berichts bereits unmittelbar nach Eingang der gerichtlichen Bestellung aufgenommen.

Gegen die hiermit verbundene Parallelprüfung waren keine Einwände zu erheben. Sie konnte insbesondere nicht zu einer Entwertung des Prüfungsgutachtens von In dem Sinne führen, dass es als nicht erstattet anzusehen wäre. Der Bundesgerichtshof hat in einer Grundsatzentscheidung aus dem Jahr 2006 festgestellt, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit sind erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitentscheidungen erstreckt (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544).

Eine solche Tätigkeit der Prüferin war aber ebenso wenig ersichtlich wie eine unzulässige Einflussnahme der hiesigen Antragsgegnerin auf deren Tätigkeit.

c) Unzutreffend war auch die von einigen Antragstellern erhobene Kritik, dass lediglich eine in der Sache nicht ausreichende - Plausibilisierung der Unternehmensplanung und der Prüfergebnisse von [redacted] vorgenommen und damit die ihr gestellte Prüfaufgabe verkannt habe. Zum einen führt die Prüferin in ihrem Gutachten vom 1. November 2010 aus, dass sie durchaus eigenständige Prüfungshandlungen vorgenommen hat, etwa im Rahmen von Gesprächen mit dem Vorstand und zuständigen Mitarbeitern der BerlinHyp. Darüber hinaus hat die Prüferin mitgeteilt, dass sie ein eigenes Planungsmodell erstellt und anhand dessen die Planungsprämissen für den Detailplanungszeitraum bis zum Jahr 2015 nachvollzogen hat. Von einer bloßen Kontrolle der Berechnungen Dritter konnte damit nicht die Rede sein.

d) Nach § 327b Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 293e Abs. 1 AktG hat der Prüfer ein Urteil darüber abzugeben, ob die von Hauptaktionär angebotene Barabfindung angemessen ist. Die Prüfung hat damit ergebnisorientiert zu erfolgen, wobei sich § 293e Abs. 1 AktG für den Inhalt des Prüfberichts darauf beschränkt, Angaben zu den verwendeten Methoden, zur Angemessenheit deren Anwendung sowie zu eventuellen besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung zu verlangen. Diese Anforderungen werden durch das vorliegende Gutachten erfüllt. Einer näheren Begründung bedarf es lediglich hinsichtlich der Angemessenheit der angewandten Methode. Aus diesem Umstand folgert die überwiegende Meinung, dass der gerichtlich bestellte Prüfer keine eigene Unternehmensbewertung durchzuführen hat, sondern eine Plausibilitätskontrolle der ihm vorgelegten Bewertung ausreichend ist (vgl. etwa Langenbacher in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Rz. 4 zu § 293e AktG). Zwar sollen sich die Aktionäre ein eigenes Urteil bilden können, dessen Basis ist jedoch der Bericht des Vorstandes nach § 293a AktG, während sich der Prüfungsbericht als Ergebnisbericht letztlich auf ein Rechtmäßigkeitsurteil beschränkt (vgl. Hüffer, AktG, 10. Aufl., Rz. 6 zu § 293e AktG).

e) Im Ergebnis war die von [redacted] durchgeführte Prüfung, gemessen am gesetzlichen Maßstab in § 293e AktG, nach Auffassung der Kammer nicht zu beanstanden. Ob das Angemessenheitsurteil in der Sache zutreffend war, war im Zusammenhang mit der Frage, ob eine formal ordnungsgemäße Vertragsprüfung stattgefunden hat, nicht relevant.

f) Aus den genannten Gründen war die Kammer im vorliegenden Verfahren nicht gehalten, entgegen der Intention des Spruchverfahrensgesetzes eine von Grund auf neue, umfassende Bewertung der BerlinHyp vorzunehmen beziehungsweise vornehmen zu lassen, wie dies etwa die Antragsteller zu 5) sowie zu 17) bis 19) fordern, Angesichts des Umfangs der Ausführungen von

Bewertungsgutachterin und Prüferin war auch der Vorwurf des Antragstellers zu 5) unbegründet, dass die Betrachtungen zum Ertragswert nicht hinreichend intensiv durchgeführt worden seien, da man wegen des festgestellten Börsenkurses von dessen Bedeutungslosigkeit ausgegangen sei. Gegen eine solche Annahme spricht auch der Umstand, dass Bewerterin und Prüferin zugleich die Höhe des sich aus dem Gewinnabführungsvertrag zwischen BerlinHyp und Antragsgegnerin für die Minderheitsaktionäre ergebenden Ausgleichs zu ermitteln hatten, für den wiederum der Börsenwert unerheblich ist.

g) Den Anträgen – etwa der Antragsteller zu 10) bis 13) und 31) bis 33) – auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin, war durch die Kammer nicht nachzugehen.

a) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Mandakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 68 zu § 7 SpruchG).

b) Eine Individualisierbarkeit fehlte hingegen, soweit etwa die Antragstellerin zu 44) allgemeine Informationen zur Marktentwicklung verlangt. Im Rahmen des § 7 Abs. 7 SpruchG kann dem Antragsgegner nicht aufgegeben werden, die im Übertragungsbericht enthaltenen Angaben zu ergänzen beziehungsweise zu vertiefen, da nur bereits vorhandene Dokumente vorgelegt werden müssen. Dies gilt auch hinsichtlich der von den Antragstellern zu 20) bis 22) gestellten Anträge, die sich inhaltlich sämtlich auf von ihnen angestrebte Änderungen der Unternehmensbewertung beziehen.

cc) Es muss zum anderen nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, Rz. 57 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der im Einzelnen fehlenden Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren.

dd) Der Antragsgegnerin war darüber hinaus darin Recht zu geben, dass die Antragsteller gehalten sind, sich allgemein zugängliche Unterlagen, wie etwa den Jahresabschluss der BerlinHyp für das Jahr 2010, selbst zu beschaffen, falls sie der Ansicht sind, dass sich darin für das Spruchverfahren maßgebliche Informationen befinden.

2. Abfindung nach § 327 b AktG

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

3. Methodik der Wertermittlung

Die Unternehmensplanung der BerlinHyp war nach Maßgabe der von [] vorgenommenen Bereinigungen geeignet, als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu dienen. Wesentliche Mängel der vorgelegten Planung oder eine bewusste Manipulation zu Lasten der außenstehenden Aktionäre durch eine unzulässige Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips waren nach Auffassung der Kammer entgegen der erhobenen Einwendungen der Antragsteller nicht zu erkennen.

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

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

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

d) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft unter Ausblendung der beschlossenen Strukturmaßnahme basiert, so dass beispielsweise durch den Hauptaktionär mögliche Maßnahmen wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren. Mögliche, aber am Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind ebenso wenig zu berücksichtigen wie Zukunftsentwicklungen, die gerade infolge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre entstehen, wie etwa eine Aufhebung der Börsennotierung mit dem Wegfall der aus einer solchen resultierenden Pflichten der Gesellschaft.

e) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz. 374). Weil außenstehenden Aktionären das Ausscheiden aus der Gesellschaft ohne

wirtschaftliche Nachteile ermöglicht werden soll, ist derjenige Wert maßgeblich, den das Gesellschaftsunternehmen ohne Abschluss des Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags hätte (vgl. Hüffer, a.a.O., Rz 18 zu § 305 AktG).

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

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

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

4. Unternehmensplanung der BerlinHyp

a) Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren die Besonderheit, dass es sich für die Gerichte regelmäßig verbietet, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenhalts-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung

stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive als auch negative Abweichungen.

) Die der Bewertung zu Grunde liegende Planung der BerlinHyp wurde, wie oben bereits erwähnt, zwischen Juli und Oktober 2010 erstellt und am 19. Oktober 2010 durch den Vorstand der Gesellschaft verabschiedet. Der Ausgangspunkt dieser Planung, welche die operative Planung 2011 und die Mittelfrisiplanung für die Geschäftsjahre 2012 bis 2015 umfasst, war nach der Darstellung der Bewertungsgutachterin vor allem die Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres 2010. Die Planung für das Hypothekengeschäft erfolgte auf Basis der einzelnen Vertriebsregionen unter Berücksichtigung sowohl des Bestands- als auch des Neugeschäfts. Die Planung der Voluminentwicklung basierte auf angenommenen Tilgungs- und Profongallonsquoten, während im Kommunaldarlehens- und Wertpapiergeschäft von den Fristigkeiten der existierenden Bestände ausgegangen wurde. Die gesamte Planung fand in Abstimmung mit und unter Kontrolle der Konzernobergesellschaft LBBH statt, wobei auch Einheiten der unmittelbaren Obergesellschaft und Antragsgegnerin eingebunden waren.

e) Da es sich hierbei um die übliche Vorgehensweise bei der Planerstellung der BerlinHyp handelte, sah die Kammer keine Veranlassung, die Ergebnisse dieses Prozesses grundsätzlich infrage zu stellen. Es konnte nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass die Einbindung der Antragsgegnerin in die Planung anlassbezogen mit dem Ziel erfolgt ist, vor dem Hintergrund der vorgesehenen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre eine künstlich niedrig gehaltene Planung zu erstellen, um die Minderheitsaktionäre zu benachteiligen. Vielmehr war sie Ausdruck der bereits vor dem Abschluss der Strukturmaßnahmen bestehenden tief greifenden Integration der BerlinHyp in den LBBH-Konzern.

d) Im Gegensatz zur Auffassung des Antragstellers zu 5) könnte die Maßgeblichkeit der Planung für die Ertragswertermittlung auch nicht mit der Argumentation in Zweifel gezogen werden, dass lediglich nur eine Fortschreibung alter Planungen vorgenommen worden sei, die unter dem

Eindruck der Finanzkrise entstanden seien. Es handelte sich um das Ergebnis des gewöhnlichen Planungsprozesses der BerlinHyp, wobei eine solche Planung naturgemäß auf den in den vorangegangenen Zeitabschnitten erzielten Ergebnissen aufbauen muss. Nach der Überwindung wirtschaftlicher Krisen stellt sich immer die Frage, wie positiv oder negativ die weitere Entwicklung gesehen werden muss bzw. mit welchem Tempo von einer Erholung ausgegangen werden kann. Hierbei handelt es sich um eine generelle Frage zur Plausibilität einer Planung, die jedoch nicht bedingt, dass eine Planung von Grund auf neu erstellt werden müsste.

Im Übrigen konnte im Dezember 2010 zwar davon ausgegangen werden, dass sich die unkontrollierten Marktentwicklungen nach der Subprime-Krise und des Zusammenbruchs von Lehman Bros. verlangsamt hatten. Von einer endgültigen Überwindung der Kapitalmarktkrise konnte jedoch entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 9), 13) und 14) sowie 39) noch nicht die Rede sein, wie auch die weitere Entwicklung ganz deutlich zeigt.

Schließlich hat die gerichtlich bestellte Prüferin im Rahmen der Anhörung vom 5. Juni 2012 deutlich gemacht, dass die Überarbeitung der Mittelfristplanung der BerlinHyp im Oktober 2010 im Vergleich zu den vorangegangenen Planungen wesentlich bessere Ansätze aufgewiesen hat. So sei der Vorstand sowohl von besseren Margen also von Volumensteigerungen und rückläufiger Risikovorsorge ausgegangen. Daran habe sich sehr deutlich gezeigt, dass man im Zeitpunkt der Neuplanung von einer Überwindung der Bankenkrise ausgegangen sei. Zusätzlich habe sich in der Planung auch das verbesserte Geschäftsmodell nach der durchgeführten Restrukturierung der Bank widerge spiegelt. Auch die von einigen Antragstellern hervorgehobenen Vorzüge einer Pfandbriefbank seien in die Planung eingeflossen.

e) Im Rahmen der unter gewöhnlichen Umständen durchzuführenden Analyse der Planungstrends in den Geschäftsjahren, welche dem Planungszeitraum unmittelbar vorausgehen, war vorliegend die Besonderheit zu berücksichtigen, dass die Jahre 2007 bis 2009 in erheblichem Maße durch die weltweite Krise auf den Finanz- und Kapitalmärkten beeinflusst waren. Vor diesem Hintergrund führt zu Recht aus, dass die Ergebnisse dieser Jahre zur Prognose für die Zukunft nur eingeschränkt tauglich waren.

f) Entsprechend der von ihr kommunizierten Geschäftsstrategie sieht die Planung der BerlinHyp für die Jahre 2011 bis 2015 eine Steigerung des Bestands an zinstragenden Hypothekendarlehen bei gleichzeitiger Verringerung der Volumina im Bereich der Kommunaldarlehen und der Wertpapiere vor. Dies beeinflusst ganz maßgeblich die Entwicklung des Zinsüberschusses, bei dem es sich um die wesentliche Ertragskomponente der BerlinHyp handelt. Bedingt durch die Krise war dieser von einem Wert in Höhe von 225,7 Mio. € im Jahr 2007 auf 213,8 Mio. € im Jahr

2009 gefallen. Schon für das Jahr 2010 sah die Planung einer Erholung auf einen Wert von 217 Mio. € vor, während zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2015 ein Betrag in Höhe von 287 Mio. € erzielt werden sollte. Um dieses Ziel zu erreichen sollte das Stichtagsvolumen an Hypotheken von 16,6 Milliarden € im Jahr 2010 auf 21,1 Milliarden € im Jahr 2015 steigen. Dabei ging der Vorstand davon aus, dass sich das Ergebnis zum einen durch die Steigerung des Finanzierungsvolumens und zum anderen durch eine Ausweitung der Marge verbessern würde, da diese im Neugeschäft sowie im Prolongationsgeschäft im Planungszeitraum über den Bestandsmargen liegen sollte. Zum Ende des Planungszeitraums wurde von einem wieder steigenden Wettbewerbsdrucks und damit einhergehend von einer sinkenden Neugeschäftsmarge ausgegangen.

Wegen der nur geringen Ergebnisbeiträge dieses Geschäftszweiges, sieht die Planung ein weiteres Auslaufen des Bestands an Kommunaldarlehen von 7,7 Milliarden € im Jahr 2010 auf 3,6 Milliarden € im Jahr 2015 vor, wobei Neugeschäft folgerichtig nicht vorgesehen ist. weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass das Kommunaldarlehensgeschäft in der Regel einen negativen Zinsbeitrag aufweist und erst bzw. lediglich durch Fristentransformation profitabel wird:

Der Bestand an Wertpapieren sinkt in der Planung von 11,1 Milliarden € zum Jahresende 2010 auf 6,6 Milliarden € zum Ende des Jahres 2015. Hiermit verbunden ist ein entsprechender stetiger Rückgang an Zinsüberschüssen.

führt in ihrem Bericht weiter aus, dass durch eine Änderung der (Re-) Finanzierungsfristen im Neugeschäft geringere Erträge aus Fristentransformationen, Derivaten und Close Outs geplant sind. Die Finanzierung des Hypothekengeschäfts soll gemäß dem Geschäftsmodell der BerlinHyp vorrangig durch die Emission jährlicher Jumbo-Pfandbriefe sowie verstärkt über die Emission von Namenspfandbriefen erfolgen.

g) Während die Antragsteller rügen, dass die Planung zu pessimistisch bzw. verhalten ist, bezeichnet die gerichtlich bestellte Prüferin den geplanten Anstieg des Neugeschäftsvolumens in ihrem Bericht als ambitioniert.

Für die Kammer waren entgegen der Kritik der Antragsteller keine Hinweise darauf erkennbar, dass die von der BerlinHyp in der Planung in Aussicht genommene Geschäftsentwicklung unrealistisch niedrig wäre. Dies würde voraussetzen, dass der Vorstand im Rahmen seiner Planungsentscheidung positive Konjunktur- bzw. Branchentrends nicht zur Kenntnis genommen bzw. unzutreffend analysiert hätte. Zu entsprechenden Fehleinschätzungen tragen die Antragsteller aber konkret nichts vor. Die Feststellung, dass die vorgelegte Planung unrealistisch

und damit korrekturbedürftig ist, setzt aber mehr voraus als die pauschale Behauptung, nach dem Abflauen der Kapitalmarktkrise seien die Zukunftseinschätzungen grundsätzlich zu pessimistisch. Ein derartiger Pessimismus ist bei der Entwicklung der Zinsüberschüsse, dem wesentlichen Werttreiber der Erträge der BerlinHyp, nicht zu erkennen, da diese im Detailplanungszeitraum konstant ansteigend geplant sind. Vor welchem Hintergrund noch deutlich stärker steigenden Volumina im Bereich der Hypothekenfinanzierung anzunehmen sein sollten, vermögen die Antragsteller nicht darzutun. In diesem Zusammenhang war auch zu berücksichtigen, dass die BerlinHyp bei der Immobilienfinanzierung nur Teilbereiche des Markts abdeckt, so dass etwa die Entwicklung der privaten Bautätigkeit im Rahmen des Geschäftsmodells der Bank irrelevant ist.

Soweit die Antragsteller zu 1) bis 4) erhebliche Geschäftspotenziale in den Ländern Osteuropas verorten, mögen diese vorhanden sein. Allerdings war die BerlinHyp zum Bewertungslichttag in dieser geographischen Region nicht engagiert und hat auch nicht erkennen lassen, dass sie dort den Fokus eines wesentlichen Teils ihrer zukünftigen Geschäftstätigkeit sieht. Im Rahmen der Bewertung müssen die Minderheitsaktionäre die geschäftspolitische Ausrichtung des Unternehmens aber hinnehmen und könne nicht darauf verweisen, dass sie eine hiervon abweichende Orientierung für besser bzw. profitabler halten würden.

h) Die weitere wesentliche Einnahmequelle der BerlinHyp besteht aus dem Provisionsüberschuss, der sich maßgeblich aus Kreditbearbeitungsentgelten sowie Erträgen aus Finanzinstrumenten zusammensetzt. Letztere bietet die BerlinHyp ihren Kunden zur Absicherung von Währungs- und/oder Zinsrisiken an. Aufgrund des Zusammenhangs des Derivatengeschäfts mit den zu Grunde liegenden Immobilienfinanzierungen beteiligt die BerlinHyp an den resultierenden Erträgen, wobei der Ausweis im Provisionsüberschuss erfolgt. Die Planung sieht ein moderates Anwachsen dieses Postens von 13,4 Mio. € im Jahr 2011 auf 17,1 Mio. € im Jahr 2015 vor. Der Anstieg ist letztlich an die Kreditbearbeitungsgebühren aus dem Hypothekenneugeschäft gekoppelt.

Auch in diesem Punkt war nicht zu erkennen, dass die Erwartungen der Gesellschaft an die Entwicklung des Provisionsüberschusses bis zum Jahr 2015 untersetzt waren bzw. aus welchen konkreten Erwägungen heraus eine wesentlich bessere Entwicklung hätte angenommen werden müssen. Wenn die Antragsteller zu 24) und 25) meinen, bereits der Rückgang des Provisionsüberschusses von 2010 auf 2011 sei nicht plausibel, ist in der Planungsbeziehungswise Hochrechnung für das Jahr 2010 gemäß Bewertungsgutachten ein Sonderwert von 1,3 Mio. € ausgewiesen, der sich in den Folgejahren entsprechend nicht wiederholt. Die Antragsgegnerin hat diesbezüglich erläutert, dass es sich um einen Einmaleffekt außerhalb des

Kerngeschäfts der BerlinHyp gehandelt hat, ohne dass die Antragsteller dieses Vorbringen danach bestritten oder widerlegt hätten.

l) Ebenso wenig war für die Position des sonstigen Ergebnisses ein Korrekturbedarf erkennbar. Die wesentliche Verschlechterung dieses auch in den Jahren 2008 und 2009 negativen Ergebnispostens ist durch zwei Elemente geprägt:

Hierbei handelt es sich zum einen um die Überführung des Bilanzpostens „Pensionsrückstellungen“ von den Personalaufwendungen in das „Sonstige Ergebnis“. Wenn nun von Seiten einiger Antragsteller die Kritik geäußert wird, dass eine derartige „Umbuchung“ nicht zu der in der Planung enthaltenen Erhöhung der entsprechenden Aufwendungen führen könne, haben diese offensichtlich die entsprechenden Erläuterungen der Bewertungsgutachterin nicht zur Kenntnis genommen. Diese führt ausdrücklich aus, dass die gesetzlichen Vorgaben durch das BilMoG dazu geführt haben, dass die Pensionsrückstellungen der BerlinHyp zum 1. Januar 2010 um einen Betrag von insgesamt 31,8 Mio. € zu erhöhen waren. Dieser Bedarf schlägt sich mithin auch in der Planung nieder, die davon ausgeht, dass der Mehrbedarf der Pensionsrückstellung über 15 Jahre verteilt zugeführt wird.

Zum anderen hat die BerlinHyp angenommen, dass die so genannte Bankenabgabe, die sich im Sommer/Herbst 2010 im politischen Raum in der konkreten Diskussion befand, ab dem Geschäftsjahr 2010 dauerhaft zu einer Ergebnisverschlechterung führen würde. Diesbezüglich sähe die Kammer allenfalls Diskussionsbedarf über die Frage, ob tatsächlich mit einer quasi rückwirkenden Einführung der Abgabe für das Jahr 2010 zu rechnen war, da sich die Einführung des Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute erst in der Phase eines so genannten Diskussionsentwurfs befand. Letztlich konnte diese Frage allerdings dahinstehen, da sich ein Wegfall der entsprechenden Kostenposition in Höhe von 8,8 Mio. € nicht auf den Ertragswert auswirken konnte. Anders als einige Antragsteller meinen war gegen die Berücksichtigung der Bankenabgabe dem Grunde nach nichts einzuwenden, auch wenn das entsprechende Gesetz – wie bereits ausgeführt – im Zeitpunkt der Planerstellung noch nicht verabschiedet war. Die Absicht des Gesetzgebers, Kreditinstitute in der Zukunft an der Bewältigung von Finanzkrisen zu beteiligen, konnte im Herbst 2010 nach Meinung der Kammer nicht ernsthaft in Zweifel gezogen werden. Die entsprechende Abgabe war damit jedenfalls in der Wurzel angelegt und konnte bzw. durfte in der Planung berücksichtigt werden, ohne dass dies eine unzulässige Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips bedeutet hätte. Da keine zeitliche Grenze für die Zahlungen in den Restrukturierungsfonds vorgesehen war, war auch vertretbar, die damit verbundenen Belastungen für die BerlinHyp auch im Zeitraum der ewigen Rente einzustellen. Im Bewertungsstichtag war auch die Annahme nicht unbegründet, dass die Bankenabgabe zu einer unmittelbaren Belastung

des Ergebnisses führen werde. Jedenfalls war nicht zuverlässig absehbar, ob der Markt eine vollständige oder teilweise Überwälzung der mit der Abgabe verbundenen Kosten auf den Kunden zulassen würde.

7) Die Höhe des in der Planung enthaltenen Sachaufwands ist von den Antragstellern in weiten Teilen nicht im Einzelnen angegriffen worden. Ausgenommen hiervon ist der in der Planung vorgesehene Personalaufwand, der als deutlich zu hoch kritisiert wird. Eine konkrete Grundlage für die entsprechende Beanständung war jedoch nicht ersichtlich. Zwar wird absolut gesehen mit einem längerfristigen Anstieg dieser Kostenposition geplant. Diese Planung geht jedoch lediglich von turnusmäßigen Steigerungen des Aufwands infolge von Tarifierhöhungen aus. Wie in ihrem Prüfbericht ausführlich geht die Planung im Zeitverlauf von annähernd gleichen Mitarbeiterzahlen aus. Da der Mitarbeiterbestand damit trotz steigender Finanzierungsvolumina im Hypothekensbereich nicht anwachsen soll, beinhaltet die Planung ganz offensichtlich bereits entsprechende Synergieeffekte mit dem Immobilienbereich der

Die Vertragsprüferin hat in der mündlichen Anhörung vom 5. Juni 2012 noch einmal klarstellend darauf hingewiesen, dass es sich bei dem in der Detailplanungsphase angenommenen Anstieg der Personalkosten letztlich um einen technischen Effekt gehandelt habe, da die Kosten - wohl aus Vereinfachungsgründen - abhängig vom Geschäftsvolumen geplant waren.

Zudem stellt bereits im Prüfbericht ausdrücklich fest, dass der in der Planung angenommene Personal- und Sachaufwand von einer bereits im Jahr 2010 im Marktvergleich als gut einzustufenden Kosten-/Aufwandsquote von 35,5 % zu einer weiteren Verbesserung auf 28,8 % im Jahr 2015 führt. Die Kammer sieht keinen Anlass, an dieser Analyse zu zweifeln, so dass die mehr oder weniger allgemein gehaltenen Einwendungen der Antragsteller gegen die Höhe der hier infrage stehenden Aufwandsposten letztlich nicht durchgreifen konnten. Von einem stark steigenden Personalaufwand, den etwa die Antragsteller zu 7) und 8) meinen verorten zu können und entsprechend kritisieren, konnte nicht die Rede sein.

Als unberechtigt stellte sich auch die beispielsweise von den Antragstellern zu 1) bis 4) erhobene Einwendung dar, im Personalaufwand seien mögliche Synergieeffekte mit der nicht hinreichend berücksichtigt worden. Hierbei war zum einen zu berücksichtigen, dass die Bewertung der BerlinHyp auf der Grundlage einer Stand-Alone-Betrachtung zu erfolgen hatte. Zum anderen existierte im Bewertungsstichtag bereits rein faktisch die Situation einer weit gehenden Integration sowohl der BerlinHyp als auch der in die Konzernstrukturen der LBH. Vor diesem Hintergrund waren deutliche Einsparpotenziale im Bereich der Personalkosten von vornherein nicht zu erwarten.

k) Einen weiteren, dem Betrieb einer Bank immanenten Aufwandsposten, bilden die Rückstellungen für die Risikovorsorge. Diese setzt sich im Fall der BerlinHyp aus zwei Posten zusammen, welche die Risikovorsorge im Kreditgeschäft und für das Wertpapiergeschäft umfassen. Gemäß der Planung sollen sich die Aufwendungen in diesem Bereich zwischen dem Jahr 2010 und dem letzten Jahr der Detailplanungsphase 2015 mehr als halbieren.

aa) Zur Entwicklung in der Vergangenheit führt die Bewertungsgutachterin aus, dass die Risikokosten der einzelnen Jahre nur eingeschränkt miteinander verglichen werden können, da sie sowohl in der Vergangenheit als auch im Planungszeitraum jeweils durch hohe Zuführungen und gegenläufige Auflösungen geprägt seien. Nachhaltig müssten die Aufwendungen jedoch dem tatsächlichen Verbrauch entsprechen. Extreme Schwankungen sind beispielsweise für die Risikovorsorge im Wertpapiergeschäft in den Jahren 2008 und 2009 zu beobachten, in denen die Aufwendungen von 50,0 Mio. € auf -3,7 Mio. € gesunken sind. Für das Jahr 2010 sieht die Planung wiederum einen positiven Rückstellungsbetrag in Höhe von 21,0 Mio. € vor. Diese Schwankungen erklären sich nach dem Prüfbericht daraus, dass die Risikovorsorge unter anderem die in der Liquiditätsreserve geführten Bestände der BerlinHyp betrifft, so dass deren Bewertungen zum strengen Niederstwertprinzip zu erfolgen haben.

bb) Für den Zeitraum der Jahre 2011 bis 2015 ist die Risikokostenquote jedoch konstant sinkend geplant. Dies ist zum einen auf die vorgesehene weitere Rückführung des so genannten „Bad Loan Portfolio“ bei gleichzeitiger Generierung von Neugeschäft in guten bis sehr guten Risikoklassen zurückzuführen und zum anderen auf das ab 2012 erwartete positive Bewertungsergebnis aus dem Wertpapiergeschäft, welches zu einer Aufholung der in der Vergangenheit notwendigen Abschreibungen führen soll.

cc) Die Vertragsprüferin hat gegen die Plausibilität der Planung im Bereich der Risikovorsorge keine Einwendungen erhoben. Auch für die Kammer waren keine konkreten Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass hier Fehleinschätzungen vorlägen, die einer Korrektur bedürften.

dd) Die Auffassung des Antragstellers zu 5), dass bereits zum Herbst 2010 eine deutliche Senkung der Risikovorsorge hätte erfolgen können, war nicht nachvollziehbar. Es fehlte an jeglichem konkreten Sachvortrag, auf welcher Tatsachengrundlage der Antragsteller zu 5) zu den von ihm gezogenen Schlussfolgerungen gelangt ist. Die Antragsgegnerin weist in diesem Zusammenhang nach Ansicht der Kammer überzeugend darauf hin, dass sich die Höhe der Risikovorsorge jeweils nach den Einzelengagements im Kreditgeschäft richtet und von Einflüssen

der Kapitalmärkte im Wertpapiergeschäft beeinflusst wird. Aus diesem Grunde konnten aus der insgesamt positiven Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2010 keine zwingenden Rückschlüsse auf die für das Gesamtjahr erforderliche Risikovorsorge gezogen werden. Diese lag letztlich auch oberhalb der Planung, so dass die Forderung des Antragstellers zu 5) nach dem Ansatz eines reduzierten Betrages schon auch unter diesem Aspekt als unplausibel erwies.

ee) Schließlich ergibt sich aus der Planung auch hinreichend klar, dass die BerlinHyp in ihrer Planung den bereits erfolgten und weiter fortschreitenden Abbau ihres Bestands an problematischen Kreditengagements berücksichtigt hat, was die Antragsteller zu 34) bis 37) infrage gestellt haben.

Unverständlich war in diesem Zusammenhang der Vortrag der Antragsteller zu 20) bis 22); dass die BerlinHyp gegen Abwerlungsbedarf durch die Bundesrepublik Deutschland abgesichert sei. Soweit hier die durch das Land Berlin im Zuge der Abwicklung der Immobilienfonds der ehemaligen Bankgesellschaft Berlin gewährte Risikoabschirmung gemeint sein soll, betrifft diese nicht den regulären Finanzierungsbestand der BerlinHyp, sondern lediglich die aus dem Allgeschäft im Rahmen der ehemaligen Bankgesellschaft Berlin noch vorhandenen Alt Risiken. Diese Abschirmung war dementsprechend bei der Bewertung nicht gesondert zu berücksichtigen.

l) Unmittelbar ergebnisindernd wirkt sich die im Detailplanungszeitraum sowie darüber hinaus angenommene Durchführung von Kapitalerhöhungen aus. So existierten bei der BerlinHyp im Bewertungszeitpunkt konkrete Planungen, welche den Ausbau ihrer Eigenkapitalstruktur durch Kapitalerhöhungen von jeweils 50,0 Mio. € in den Jahren 2012 und 2014 sowie in Höhe von 150,0 Mio. € im Jahr 2013 vorsahen. Für den Zeitraum nach 2015 geht die Bewertungsgutachterin davon aus, dass in den Jahren 2017 und 2018 weitere Kapitalerhöhungen durchgeführt werden müssen, um den Basel III Anforderungen gerecht zu werden, die zum 1. Januar 2019 eine Gesamtkapitalquote von mindestens 10,5 % vorsehen.

aa) Die Kammer hielt es grundsätzlich für plausibel, dass die Planung bereits auf den Beschlüssen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht vom 12. September 2010 zu den Basel III-Regeln aufsetzt, auch wenn eine Verabschiedung erst für November 2010 erwartet wurde und eine Bindungswirkung für Geldinstitute in der Europäischen Union beziehungsweise in der Bundesrepublik eine Umsetzung in europäisches beziehungsweise nationales Recht voraussetzte.

führt diesbezüglich aus, dass im Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens bereits mit der Ausarbeitung der Capital Requirements Directive IV begonnen worden war, die auf den Basel III-Vorgaben aufbaute. Damit hatte es als überwiegend wahrscheinlich zu gelten, dass es zu einer

Umsetzung der erhöhten Eigenkapitalanforderungen kommen würde, von denen auch die BerlinHyp betroffen sein würde.

bb) hat die sich nach der Planung für die BerlinHyp ergebenden Kapitalquoten für die Jahre 2010 bis 2015 tabellarisch zusammengefasst (Bewertungsgutachten S. 63) und auf diese Weise plastisch dargestellt, wie die Notwendigkeit von Kapitalerhöhungen bis zum 1. Januar 2019 festgestellt worden ist. Angesichts dessen war die Auffassung einiger Antragsteller nicht nachvollziehbar, dass Kapitalerhöhungen zum Erreichen der nach Basel III erforderlichen Kapitalquoten nicht erfolgen müssten, da bereits Ende 2010 ausreichende Kapitalstrukturen vorhanden seien. Diese Argumentation ist angesichts der für das Jahr 2010 ausgewiesenen Gesamtkapitalquote von 11,0 % zwar vordergründig zutreffend. Sie berücksichtigt aber nicht, dass die Planung der BerlinHyp für die nachfolgenden Zeiträume eine Ausweitung ihrer Geschäftsaktivitäten vorsieht, die zur Folge hat, dass entsprechend auch die Anforderungen an die Unterlegung der verbundenen Risiken mit Eigenkapital steigen. Kapitalerhöhungen wären mithin lediglich dann obsolet gewesen, wenn die BerlinHyp ihr Geschäftsvolumen auf dem Stand vom 31. Dezember 2010 „eingefroren“ hätte, womit auch der Anteil des margenschwachen Staatsfinanzierungsgeschäfts nicht hätte reduziert werden können. Eine solche Annahme hätte aber zur Folge gehabt, dass sich ein deutlich geringerer Ertragswert ergeben hätte.

cc) Unergiebig war auch der Hinweis der Antragsteller zu 34) bis 37), das notwendige Eigenkapital könne durch die Rückführung des Kommunaldarlehensgeschäfts finanziert werden. Dies erschloss sich bereits aus dem Grunde nicht, dass das Hypothekengeschäft trotz der damit verbundenen Sicherheiten deutlich risikobehafteter ist als die Staatsfinanzierung und die vorgesehene Ausweitung dieses Geschäftszweiges nicht zu einem Ausgleich, sondern zu einer Veränderung der Risikolage führt.

dd) ist für die Abbildung der in der Planung vorgesehenen und der für 2017 und 2018 für notwendig erachteten Kapitalerhöhungen davon ausgegangen, dass diese im Wesentlichen im Wege der Thesaurierung von Jahresüberschüssen erfolgen sollen. Ausgenommen hiervon ist gemäß dem Bericht von ein Teilbetrag in Höhe von 39,7 Mio. €, der im Jahr 2013 durch Bareinlage erbracht werden sollte. Die Planung der BerlinHyp sieht demgegenüber, zumindest für die Kapitalerhöhungen der Jahre 2012 bis 2014, die Zuführung neuer Mittel vor. Die von vertretenen Auffassung, dass sich die im Bewertungsgutachten unterstellte Vorgehensweise aus steuerlichen Gründen zu Gunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt, ist von in der Anhörung vom 5. Juni 2012 ausdrücklich bestätigt worden. Dort habe man die Auswirkungen sowohl des Thesaurierungsmodells als auch der von der BerlinHyp beabsichtigten Ausschüttung der Überschüsse mit einer nachträglichen Zuführung neuer Mittel untersucht. ist dabei zu dem

Ergebnis gelangt, dass sich unter sonst unveränderter Berücksichtigung sämtlicher in die Bewertung einfließender Faktoren und der Annahme eines Betafaktors von 0,8 bei der Durchführung „gewöhnlicher“ Kapitalerhöhungen ein Ertragswert von 4,90 € je Stückaktie gegenüber 5,06 € unter Verwendung des Thesaurierungsmodells ergeben würde.

ee) Vor diesem Hintergrund bestanden auch gegen diesen Bestandteil der Bewertung keine durchgreifenden Bedenken, da die von [] gewählte Lösung auf jeden Fall vertretbar war. Eine plausible, für die Minderheitsaktionäre vorteilhaftere Handlungsalternative war nicht erkennbar. Eine solche konnte auch nicht durch den pauschalen Hinweis begründet werden, die Verwendung von Hybridkapital sei gegebenenfalls vorteilhafter.

ff) Soweit einige Antragsteller eine fiktive Zurechnung der thesaurierten Beträge im Ergebnis vermissen, standen die für die Erhöhung des Eigenkapitals verwendeten Mittel nicht mehr zur freien Verfügung. Wäre eine Ausschüttung nicht möglich, kommt auch eine – lediglich aus steuerlichen Gründen erfolgende – Zurechnung nicht in Betracht.

g) Schließlich stellte sich die Frage, ob bzw. in welcher Höhe die Altaktionäre der BerlinHyp über den reinen Ertragswert des Unternehmens hinaus an Synergien aus der Kooperation mit der Antragsgegnerin zu beteiligen waren.

aa) Als Synergieeffekt werden Prozessergebnisse bezeichnet, bei denen das Zusammenwirken von Elementen überadditiv ausfällt. Es stellt sich die Frage, inwiefern sich der Jahresüberschuss bei der Verbindung von zwei oder mehreren Unternehmen über das hinaus erhöht, was aus der reinen Addition der Unternehmensergebnisse resultiert (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 177). Gerade der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ist in der Regel durch die Erwartung von Synergieeffekten motiviert bzw. wird mit Hinweis auf das Eintreten zukünftiger Synergien gegenüber den Entscheidungsträgern gerechtfertigt (vgl. Wiechers in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 748).

bb) Dies bedeutet jedoch nicht, dass bei Strukturmaßnahmen in jedem Bewertungsfall Synergieeffekte zu konstatieren sind und in die Ermittlung der Abfindung einzufließen haben.

Zunächst einmal grundsätzlich unbeachtlich sind Werteffekte, die gerade und ausschließlich in Folge der Strukturmaßnahme entstehen, da deren Berücksichtigung gegen den Grundsatz der „Stand-Alone“-Bewertung verstoßen würde (vgl. etwa OLG Düsseldorf, NZG 2005, 280, 283). Bei der Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung sind die Minderheitsaktionäre gerade

so zu stellen, als habe deren Ausschluss aus der Gesellschaft nicht stattgefunden. Vor diesem Hintergrund blieb unklar, welche Sachverhalten die Antragsteller zu 5) sowie 17) bis 19) berücksichtigt wissen wollen, wenn in Ihrem Vorbringen von Synergieeffekten aus der Übernahme der Mehrheit durch die Antragsgegnerin die Rede ist.

So genannte unechte Synergieeffekte, die mit beliebigen Kooperationspartnern realisiert werden könnten und aus diesem Grunde im Rahmen der Bewertung auch beachtlich wären, sind von nicht identifiziert worden. Dementsprechend betont auch die Antragsgegnerin, dass bewertungsrelevante Synergien nicht vorhanden gewesen seien, da das Geschäftsmodell der Gesellschaft schon vor dem 9. Dezember 2010 innerhalb der Konzernstrukturen der LBBH in das gemeinsam mit der Antragsgegnerin betriebene Geschäftsfeld Immobilienfinanzierung integriert gewesen sei. Von Seiten der Antragsteller sind keine überzeugenden Argumente vorgebracht worden, welche diese Sichtweise als unzutreffend oder unvollständig erscheinen ließen. Dies gilt auch für die Behauptung der Antragsteller zu 7) und 8), dass durch die Strukturmaßnahme eine noch stärkere Einbindung der BerlinTyp in den LBBH-Konzern ermöglicht werde, da nicht zu erkennen ist, an welcher Stelle eine solche angesichts der vorhandenen Arbeitstellung unter den einzelnen Konzerngesellschaften realisiert werden könnte.

cc) Von vornherein außer Betracht zu bleiben hatten mögliche Effekte aus dem am 9. Dezember 2010 gleichfalls gebilligten Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin. Wegen der zeitgleichen Durchführung der zwei Strukturmaßnahmen sind gegenseitige Wechselwirkungen faktisch ausgeschlossen. Da bei der Ertragsbewertung allein auf den Bewertungsstichtag abzustellen ist, konnte es auch nicht darauf ankommen, dass der Gewinnabführungsvertrag vor dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister der BerlinTyp eingetragen und damit wirksam geworden ist.

n) Die Ableitung der Höhe des nachhaltig zu erzielenden Ertrages für die Phase der ewigen Rente hat auf S. 48 des Bewertungsgutachtens ausführlich dargestellt. Die Gutachterin hat diesbezüglich zutreffend die in der Detailplanungsphase angenommenen Zahlungsströme analysiert und auf ihre Nachhaltigkeit hin untersucht. Diesbezüglich erschien es der Kammer angemessen, für den „eingeschwungenen Unternehmenszustand“, der im Zeitpunkt des Beginns der ewigen Rente nach dem Bewertungsmodell des IDW S1 erreicht ist, Einmal Effekte sowie Sondererträge weitgehend auszublenden, um ein aus Sicht des Bewertungsstichtags dauerhaft Ergebnis abbilden zu können. Vor diesem Hintergrund war auch plausibel, dass die Zinsüberschüsse aus zwei in der Detailplanungsphase vorgesehenen Swapgeschäften nicht übernommen hat, da die Konditionen solcher Transaktionen kaum sicher vorhergesagt werden können. Die Antragsgegnerin führt zudem zutreffend aus, dass derartige Geschäfte regelmäßig

zur Risikosteuerung eingesetzt werden und aus diesem Grunde langfristig weder positive noch negative Ergebnisbeiträge zu erwarten sind.

Die Antragsteller rügen weiter den Umstand, dass das zu kapitalisierende Ergebnis für die ewige Rente durch die vorgenommenen Anpassungen unter demjenigen des letzten Jahres der Detailplanungsphase liegt. Hierbei verkennen sie allerdings, dass ein solches Ergebnis durchaus plausibel sein kann, wie gerade der vorliegende Bewertungsfall zeigt. Es ist keineswegs zwingend, für die ewige Rente eine gegenüber der Detailplanungsphase weitere Steigerung der Erträge anzunehmen.

Die als nachhaltig angenommene Eigenkapitalrendite von 15,5 % erscheint nicht unangemessen niedrig. hat das entsprechende Renditeziel als ambitioniert bezeichnet.

o) Hinsichtlich der Beteiligung der BerlinHyp an der BerlinHyp Immobilien haben Bewertungsgutachterin und Vertragsprüferin übereinstimmend lediglich den Buchwert in Ansatz gebracht, da keine für die Bewertung wesentlichen Zuflüsse zu verzeichnen waren. Eine Fehlerhaftigkeit dieser Annahme war nicht ersichtlich. Die Auffassung einiger Antragsteller, dass bei dieser Gesellschaft erhebliche stille Reserven zu vermuten seien, war von ihrer tatsächlichen Grundlage her nicht nachvollziehbar und rein spekulativ. Es war nicht ersichtlich, dass Bewerlerin und Prüferin relevante Vermögenspositionen der BerlinHyp Immobilien pflichtwidrig nicht aufgedeckt haben.

p) Soweit die Antragsteller zu 1) bis 4) die ordnungsgemäße Einbeziehung der Marke „BerlinHyp“ in die Bewertung vermisst, war dies nicht nachvollziehbar. Die Marke – soweit eine solche über die Geschäftsbezeichnung der Gesellschaft hinaus existiert – dient wegen der entsprechenden Außenwirkung der Erzielung von Einnahmen im Rahmen des regelmäßigen Geschäftsbetriebs. Eine gesonderte Bewertung hätte lediglich bei einer Betrachtung des Liquidationswerts der BerlinHyp erfolgen müssen, da nur in einem solchen Fall einzelne Vermögensgegenstände aus dem Gesamtunternehmen herausgelöst und gesondert veräußert werden können.

5. Ausschüttungsprognose

Der Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2006 vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung zum einen des zum Bewertungszeitpunkt dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie zum anderen rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da ein realitätsnahes

Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, soweit sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

a) Soweit die einbehaltenen Überschüsse ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept grundsätzlich eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Diese kann durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93).

b) Die Bewertungsgutachterin ist entsprechend der dargestellten Vorgehensweise erfahren. Für die Detailplanungsphase ist sie grundsätzlich von einer Vollausschüttung der Überschüsse ausgegangen, da dies dem Unternehmenskonzept der BerlinHyp entspricht. Soweit sie hiervon abgewichen ist, begründet sich dies in ihren Annahmen, wie künftige Kapitalerhöhungen durchzuführen sind.

c) Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

d) Die Ausschüttungsquote von 50 %, welche ab dem Jahr 2016 in Ansatz gebracht hat, wurde allerdings nicht aus der zur Bestimmung des Betafaktors gebildeten Peer Group abgeleitet, sondern aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote aller im DAX vertretenen Unternehmen. Angesichts des Umstandes, dass die BerlinHyp in der Vergangenheit jedoch ihre gesamten Überschüsse ausgeschüttet hat und eine Änderung dieser Strategie nicht kommuniziert worden ist, stellt sich die getroffene Annahme nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre dar. Eine höhere Ausschüttungsquote hätte nämlich eine höhere Steuerbelastung zur Folge.

e) Der Auffassung der Antragsteller zu 40) und 41), es müsse zur Vermeidung von Steuernachteilen auf eine Ausschüttung verzichtet werden und mit den zur Verfügung stehenden Mitteln der Rückkauf eigener Aktien an der Börse vorgenommen werden, war nicht zu folgen. Unabhängig von der Frage, ob nicht auch in diesem Szenario Abgeltungssteuern anfallen, entspricht ein solches Verhalten regelmäßig nicht der Vorgehensweise börsennotierter

Aktiengesellschaften und kann daher für die Zeit der ewigen Rente im Rahmen der Typisierung nicht zugrunde gelegt werden.

6. Unternehmenssteuern

Eine fehlerhafte Berücksichtigung der auf Ebene der BerlinHyp anfallenden Unternehmenssteuern war nicht ersichtlich. hat insoweit zutreffend den Anfall von Gewerbe- und Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag in Ansatz gebracht.

Soweit die Antragsteller zu 24) und 25) geltend machen, in der Planung seien die bestehenden Verlustvorträge offensichtlich nicht berücksichtigt worden, fanden sich hierfür keine Hinweise. Vielmehr stellt die Bewertungsgutachterin klar, dass die körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge der BerlinHyp, die per 31. Dezember 2009 in Höhe von 583,0 Mio. € bestanden, im Detailplanungszeitraum noch nicht vollständig verbraucht worden sind, dementsprechend bei der Ermittlung des Steueraufwandes in der ewigen Rente berücksichtigt worden sind. hat diesen Umstand bestätigt, so dass die Annahme einer überhöhten Steuerlast fern lag. Der Anstieg in der ewigen Rente war schlichtweg damit zu erklären, dass über das Jahr 2016 hinaus keine zu annuisierenden Verlustvorträge mehr vorhanden waren. Wenn die Antragsteller zu 15) und 16) die Berücksichtigung gewerbesteuerrechtlicher Verlustvorträge vermissen, waren solche nach Angaben der Antragsgegnerin, an deren Richtigkeit keine Zweifel bestehen, bereits zum Bewertungsstichtag nicht mehr vorhanden.

7. Tatsächlich erzielte Ergebnisse

Die von einigen Antragstellern und auch dem gemeinsamen Vertreter angeführte Argumentation, dass bereits ein Plan-Ist-Vergleich für das im Bewertungsstichtag fast abgelaufene Geschäftsjahr 2010 zeige, dass die Planung unrealistisch niedrige Ergebnisse ausweise, ließ sich bei einer Analyse der veröffentlichten Zahlen nicht verifizieren. Vielmehr waren weder aufgrund der im Jahr 2010 erzielten Erträge noch aufgrund des tatsächlichen Ergebnisses im Folgejahr 2011 konkrete Hinweise darauf ersichtlich, dass die Planung systematisch zu negativ oder „pessimistisch“ war und den Minderheitsaktionären damit vorhersehbar zu erwartende Erträge vorenthalten worden wären:

a) Für das Jahr 2010 zeigt der Vergleich der einzelnen Einnahme- und Ausgabepositionen vor Steuern keine signifikanten Abweichungen zwischen Planung und tatsächlichem Ergebnis. Das letztlich erzielte höhere Ergebnis der BerlinHyp beruht zum einen auf dem Umstand, dass die Bankenaufgabe erstmalig nicht in 2010, sondern erst im Jahr 2011 erhoben wurde. Zum anderen

hat sich der Anfall der Steuerlast durch den bereits 2010 wirksam gewordenen Gewinnabführungsvertrag von der Gesellschaft in den Konzern verlagert. Die ausgewiesene restliche Steuerlast von 0,5 Mio. € hat die Antragsgegnerin nachvollziehbar dahingehend erläutert, dass es sich um Steuernachzahlungen gehandelt hat. Es war damit entgegen den Antragsstellern zu 34) bis 37) nicht zu erkennen, dass die Planung die bereits im ersten Halbjahr des Jahres 2010 festzustellenden Zuwächse im Neugeschäftsvolumen nicht angemessen berücksichtigt hätte.

b) Das von der BerlinHyp im Jahr 2011 erzielte Unternehmensergebnis lag um 5 Mio. € unterhalb der zum Stichtag existierenden Planvorgaben.

8. Kapitalisierungszinssatz

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

b) Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 696 f.).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Gutachtens der zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes, eines niedrigeren Risikozuschlages und eines höheren Wachstumsabschlages korrigiert wissen. Die Kammer sah auf der Basis des Bewertungsgutachtens sowie der Feststellungen der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin allerdings keine Veranlassung, von den dort in Ansatz gebrachten Werten abzuweichen. Zwar mag insbesondere die Art und Weise der Ermittlung des Betafaktors und die Festsetzung der Höhe kritisch diskutiert werden. Auch der Ansatz eines Wertes im unteren Bereich der von der Kammer insoweit für realistisch erachteten Bandbreite wäre aber nicht geeignet, zu einer Erhöhung der von der Antragsgegnerin gezahlten Barabfindung zu führen.

aa) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens von [] für den Bewertungssichttag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 3,0 % für zutreffend.

aaa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige, festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 638). Soweit in jüngster Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise zum Teil eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen nicht existieren und aus diesem Grunde – wie bereits ausgeführt – ohnehin nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Auch die Existenz so genannter Credit Default Swaps zeigt nach Auffassung der Kammer nicht, dass Bundesanleihen nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden.

bbb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin den 9. Dezember 2010. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie; vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle, NZG 1998, 987, 988; Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 56 a und 57 f zu § 305 AktG.; Riegger in Kölner Kommentar zum Aktengesetz, Rz. 11 Anh.; § 11 SpruchG).

ccc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325; Großfeld, a.a.O., Rz. 583).

Da die erforderliche Zukunftsprognose sich auf eine zu unterstellende unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens erstreckt und nach dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz (auf dem Markt nicht existierende) zeitlich unbegrenzte Anleihen der öffentlichen Hand

heranzuziehen wären, kann der Basiszinssatz jedenfalls nicht mit dem zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz, wie die Antragsteller zu 45) bis 49) offensichtlich meinen, oder den Zinssätzen für die längstlaufenden öffentlichen Anleihen von 10 Jahren oder länger gleichgesetzt werden. Bei der Festlegung der Elemente des Kapitalisierungszinssatzes ist nämlich zu beachten, dass sie laufzeitäquivalent sein müssen, da die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist.

ddd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl von als auch der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße.

Wenn die Antragsteller zu 20) bis 22) darüber hinaus behaupten, die Zeitreihen der Bundesbank seien fehlerhaft und dürften daher nicht für die Bestimmung des Basiszinssatzes verwendet werden, fehlt es an substantiiertem Vorbringen dazu, auf welche Erkenntnisse sie diese Behauptung stützen.

eee) Greift man für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes auf öffentliche Anlagen mit begrenzter Laufzeit zurück, ist auch die dann erforderliche Wiederanlage zu berücksichtigen, da eine unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens angenommen wird (vgl. OLG München, ZIP 2006, 1722, 1725). Die Problematik bei der Verwendung der Svensson-Methode besteht hier darin, dass die in die Schätzung eingehenden Parameter lediglich bis zum 30. Jahr des Planungshorizonts auf Marktdaten beruhen, da länger laufende öffentliche Anleihen nicht ermittelt werden. Es ist daher grundsätzlich erforderlich, eine Annahme über die voraussichtliche Zinsentwicklung nach Ablauf des jeweiligen über 30 Jahre hinausgehenden Zeitraums zu treffen. Dies ist insoweit problematisch, als aus der Sicht des Stichtages für den Zeitpunkt nach der Endfälligkeit 30-jähriger Anleihen keine objektivierbaren Zinsprognosen mehr getroffen werden können. Allerdings ist bei Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren nach deren Ablauf regelmäßig ein Abflachen der Zinskurve zu beobachten, wobei der Einfluss auf den Ertragswert bei Zinsänderungen in entfernter liegenden Zeiträumen ohnehin abnimmt. Aus diesem Grunde ist es

sinnvoll und auch zulässig, für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung den ermittelten Zerobond-Zinssatz mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltigen Schätzer anzusetzen.

ff) Die Bildung des Durchschnittswerts über einen Dreimonatszeitraum ist nach Auffassung der Kammer entsprechend der Vorgehensweise bei der Bestimmung des Börsenkurses von Anteilen der Gesellschaft sinnvoll und nicht zu beanstanden. Hierbei ist nach Ansicht der Kammer aber auf ein mit dem Bewertungsstichtag endenden Zeitraum abzustellen.

Der von [redacted] ermittelte Basiszinssatz wurde vor dem Hintergrund der Fertigstellung der Gutachten am 27. Oktober respektive 1. November 2010 allerdings nicht für einen Dreimonatszeitraum ermittelt, der mit dem Bewertungsstichtag endet, sondern vielmehr für einen Zeitraum vom 20. Juli bis 19. Oktober 2010. Dieser Umstand war vorliegend allerdings unschädlich, da nach eigenen Berechnungen der Kammer auch die Wahl des „richtigen“ Zeitraums unverändert zu einem durchschnittlichen – einheitlichen – Zinssatz von über 3,0 % führt. Die von [redacted] vorgenommene und von [redacted] bestätigte Bestimmung eines auf 3,0 % abgerundeten Werts war damit im Ergebnis nicht zu beanstanden. Die vom entsprechenden Fachausschuss des IDW neben der Glättung der Tageswerte befürwortete Rundung des ermittelten Zinssatzes auf $\frac{1}{2}$ -Prozentpunkte hält die Kammer, jedenfalls soweit sie sich im konkreten Bewertungsfall zu Gunsten der abzufindenden Aktionäre auswirkt, für zulässig. Wenn die Antragsteller zu 34) bis 37) in diesem Zusammenhang eine Erläuterung vermissen, ob auf- oder abgerundet worden sei, ergibt sich dies mit hinreichender Deutlichkeit aus dem Bewertungsgutachten.

ggg) Soweit der gemeinsame Vertreter in diesem Zusammenhang die Auffassung vertritt, dass zur Eliminierung von Marktschwankungen und möglicher Schätzfehler auch eine Durchschnittsbildung über 30 Tage ausreicht, mag dies sein. Diese Betrachtungsweise hat sich bislang jedoch in der Wissenschaft beziehungsweise der betriebswirtschaftlichen Praxis noch nicht durchgesetzt. Der Kammer ist auch keine Untersuchung bekannt, die sich anhand von praktischen Beispielen mit der Frage auseinandersetzt, welcher Zeitraum für die Glättung der Schätzer besser geeignet ist, wobei grundsätzlich davon auszugehen ist, dass ein längerer Zeitraum zu einer besseren Eliminierung von unerwartet hohen oder niedrigen Werten führt. Für eine Schätzung des Unternehmenswerts nach § 287 Abs. 2 ZPO in einem Spruchverfahren muss sich das Gericht aber darauf verlassen können, dass die angewandten Methoden allgemeine Berufsauffassung der Wirtschaftsprüfer sind, wobei eine Begutachtung genügt, die sich an den zum maßgeblichen Stichtag betriebswirtschaftlich gesicherten Bewertungsmaßstäben orientiert (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

hhh) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Entgegen der Ansicht der Antragsteller zu 45) (s. 49) ist gegen diese Vorgehensweise nichts einzuwenden.

hij) Für die Berechnung dieses barwertäquivalenten Zinssatzes werden regelmäßig, so auch von die unternehmensspezifischen Zahlungsströme sowie der für diese angesetzte Wachstumsabschlag berücksichtigt.

hjj) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S 1 2008 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragssteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz vermindert sich damit für Bewertungszwecke im vorliegenden Fall von 3,0 % auf 2,21 %.

hkk) Dass andere Methoden zur Ermittlung eines quasi risikolosen Zinses nicht zu überlegenen Ergebnissen führen, zeigt nach Ansicht der Kammer bereits der Umstand, dass die von verschiedenen Antragstellern dieses Verfahrens verortete „richtige“ Höhe des Basiszinssatzes erheblich schwankt.

bb) Marktrisiko prämie

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen nicht vergleichbar ist. Dort schwanken die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

baa) Es ist im Wesentlichen anerkannt und auch sinnvoll, das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption

sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Anlage in öffentlichen Anteilen. Zu diesen Risiken gehören solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können, sondern auch außergewöhnliche Umstände wie Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches, sowie das stets vorhandene Insolvenzrisiko (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

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

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

Dies zeigt sich bereits in der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie, die auf diversifizierte Portfolios setzt und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um so für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapieren rechnet, andernfalls wird er die sicherere Wertpapieranlage wählen.

ddd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a. a. O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

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

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

ggg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von

Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. Instrukтив Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

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

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

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

jjj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existieren nach Kenntnis der Kammer verschiedene Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie in Deutschland, die kein einheitliches Bild ergeben und sowohl von der ermittelten Höhe her selbst als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich schwanken

(eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulle, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite ergeben können (Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Halbdauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Esaler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kkk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte könnte im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werde, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zutreffend zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 267 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

III) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als taugliche Grundlage herangezogen werden. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 3. Aufl. Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwände der Antragsteller, die sich

letztlich in der Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) Die von [] in ihrem Gutachten für die Bestimmung der Höhe der Marktrisikoprämie offensichtlich herangezogene Empfehlung des AKU des IDW, die im Wesentlichen auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (WpG 2004, 906 ff.) beruht, mag allerdings kritisch hinterfragt werden.

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

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

nn) In der neueren obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnet sich allerdings die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,6% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11).

BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Juris Rdn. 192 ff. sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Juris Rdn. 220 ff., dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

ooo) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegend Bewertungsschlag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25,00 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden, wie unter Bezugnahme auf die diesbezügliche Auffassung des IDW ausgeführt. Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

ppp) Die Kammer sah sich nicht gehindert, diese Auffassung der Bewertungsgutachterin, die auch von ohne weitere eigene Erwägungen übernommen worden ist, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

qqq) Nicht zielführend war vor diesem Hintergrund die Behauptung, Prof. Stehle habe seine Auffassung zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie zwischenzeitlich – also nach seiner Veröffentlichung aus dem Jahr 2004 – geändert. Hiergegen spricht eine nähere Befassung mit dem zum Beleg für eine angebliche Meinungsänderung herangezogenen „Navigatorgutachten“. Durch dieses sollte nach der konkreten Fragestellung nämlich nicht die allgemeine Überrendite von Aktien gegenüber Renten ermittelt werden. Vielmehr beschränkte sich die Aufgabenstellung auf den besonderen Fall der langfristigen Investition eines Kapitalbetrages über einen Anlagehorizont von etwa 30 Jahren ohne größere Umschichtungen. Diese Aufgabenstellung ist von der hier zu beurteilenden Frage aber zu unterscheiden (vgl. auch OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [Juris Rn. 245]).

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

Zum einen stellt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der

Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, die durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin ginge, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

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

ess) Insgesamt hielt die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % für einen Slichtag im Dezember 2010 ungeachtet der Negativergebnisse aus Zeiträumen in der jüngsten Vergangenheit für plausibel.

cc) Betafaktor

Da die Markttrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil des individuellen Unternehmens anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarktes in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten

Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aaa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. So hat sich in Wissenschaft und Bewertungspraxis bislang keine einheitliche Auffassung dazu entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine unlängst erschienene Untersuchung zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance bis 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist.

bbb) Die Einschätzung von [redacted], dass sich ein belastbarer eigener Betafaktor der Berlin-Hyp nicht ermitteln lässt, wird auch von der gerichtlich bestellten Prüferin [redacted] bestätigt. [redacted] führt hierzu aus, dass die Aktien der Berlin-Hyp in dem von ihr betrachteten Zweijahreszeitraum zwischen dem 20. Oktober 2008 und dem 19. Oktober 2010 nur ein sehr geringes Handelsvolumen aufgewiesen hätten. Dieses habe, selbst bezogen auf den Free Float, lediglich bei 0,506 % gelegen. Zudem seien verhältnismäßig hohe Differenzen zwischen der Preisbildung an den verschiedenen Börsenplätzen zu beobachten gewesen. Hierzu finden sich zwar keine weiter gehenden Ausführungen, es handelt sich jedoch um ein bei sehr geringen Börsenumsätzen der Anteile einer Gesellschaft regelmäßig zu beobachtendes Phänomen, insbesondere auch dann, wenn der Handel zum Teil auf geregelten Märkten und zum Teil im Freiverkehr erfolgt.

Schließlich gibt [redacted] an, dass der Betafaktor der Berlin-Hyp auch statistisch nicht signifikant gewesen sei, was offensichtlich heißen soll, dass die üblicher Weise verwendeten Untersuchungen des Bestimmtheitsmaßes R^2 und der so genannte t-Test im Hinblick auf eine statistisch-mathematische „Erklärbarkeit“ der am Markt beobachtbaren Daten keine hinreichenden Ergebnisse erbracht haben.

ccc) hat diesen Befund in der Anhörung vom 5. Juni 2012 ausdrücklich bestätigt und erklärt, dass für den Zeitraum vom 28. Oktober 2006 bis zum Bewertungsstichtag bei der Betrachtung von Jahreserlösen mit Werten der Indizes DAX und CDAX für keinen denkbaren Zeitraum statistisch valide Ergebnisse zu ermitteln gewesen seien. Das von [redacted] konstatierte sehr geringe Handelsvolumen lässt sich auch an der von [redacted] im Anschluss an die genannte Anhörung mit Schreiben vom 6. Juli 2012 eingereichten Datenreihen entnehmen, die den Handel mit Aktien der BerlinHyp zwischen dem 28. Oktober 2005 und dem 15. Oktober 2010 wiedergeben. [redacted] hat auch konkret für einen Fünf- und einen Zweijahreszeitraum, jeweils endend mit dem 15. Oktober 2010, die ermittelbaren Betafaktoren und die korrespondierenden Ergebnisse der statistischen Tests mitgeteilt.

ddd) Dabei beschreibt das Bestimmtheitsmaß R^2 , wie „gut“ das Modell im statistischen Sinne die verfügbaren empirischen Daten erklärt (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 175). In diesem Zusammenhang können niedrige Werte zwar nicht allein dazu führen, die ermittelten Betafaktoren zu verwerfen. Ein Wert nahe Null signalisiert aber regelmäßig eine „zufällige“ Verteilung der Aktienrenditen des betrachteten Unternehmens gegenüber dem herangezogenen Referenzindex. Vorliegend kann ein solcher Schluss angesichts eines maximalen Werts für R^2 von 0,022 wohl ohne weiteres gezogen werden, da lediglich 0,2 % der Varianz der Wertpapierrendite der BerlinHyp durch die lineare Abhängigkeit zum Index – in diesem Fall CDAX – durch Regression erklärt werden können.

Der t-Test gibt wiederum Auskunft darüber, inwieweit die unabhängige Variable (Markrendite) Einfluss auf die abhängige Variable (Aktienrendite) hat (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 176). Mittels des t-Tests wird untersucht, ob der jeweilige Regressionskoeffizient signifikant von Null verschieden ist. Mit dem theoretischen t-Wert und dem Standardfehler des Regressionskoeffizienten kann dabei für ein vorgegebenes Konfidenzniveau das Konfidenzintervall (Vertrauensintervall) bestimmt werden. Für ein Konfidenzniveau von 95% - also bei einer üblicherweise tolerierten Irrtumswahrscheinlichkeit von 5% - beträgt der einzusetzende t-Wert 1,9656. Der von [redacted] für den „besten Fall“ ermittelte t-Wert liegt mit 1,592 aber deutlich unter dem Wert von 1,96.

eee) Damit war der in Ansatz zu bringende Betafaktor grundsätzlich aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der BerlinHyp vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln. Zwar liegt der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden

Unternehmens zu entnehmen sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, a.a.O., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

fff) Im vorliegenden Fall bestand die Schwierigkeit allerdings darin, eine Gruppe von hinreichend mit der BerlinHyp vergleichbaren Unternehmen zu finden, die zudem börsennotiert sind. merkt zu diesem Punkt an, dass keine börsennotierten Unternehmen identifiziert werden konnten, die den Fokus ihres Geschäftsmodells auf die gewerbliche Immobilienfinanzierung gelegt haben und nicht im Rahmen der Finanzkrise durch staatliche Beihilfen gestützt beziehungsweise gerettet werden mussten. hat aus diesem Grund zunächst den Betafaktor von drei großen deutschen Universalbanken sowie der Aareal Bank AG ermittelt und ist hierbei zu einem verschuldeten Durchschnittswert von 1,37 gelangt.

Das Geschäftsmodell dieser Banken ist zum einen aber nur segmentweise mit demjenigen der BerlinHyp vergleichbar. Zum anderen räumt ein, dass die Vergleichsunternehmen im Gegensatz zur BerlinHyp stark von der Finanzkrise betroffen waren. So musste etwa die Commerzbank AG staatliche Hilfe in Anspruch nehmen, um eine Insolvenz vermeiden zu können.

Auch die um ausländische Finanzinstitute erweiterte Peer Group stellt in der Sache keine bessere Vergleichbarkeit her, zumal die herangezogenen Unternehmen nach der Beschreibung ihrer Tätigkeitsbereiche keine wesentlich bessere Vergleichbarkeit mit der BerlinHyp aufweisen als die inländischen, börsennotierten Banken. Hinzu kommt, dass mit einer Ausnahme – der niederländischen Van Lanschot NV – sämtliche Institute ihren Sitz in den Krisenländern Spanien, Italien und Portugal haben und sie sich damit im Dezember 2010 in einer (gesamt-) wirtschaftlichen Ausgangssituation befanden, welche derjenigen der BerlinHyp nicht annähernd gleichgesetzt werden kann. In diesem Zusammenhang ist die von getroffene Feststellung, dass die BerlinHyp kein risikoloses Geschäftsmodell betreibt sicherlich richtig. Sie hilft aber nicht weiter, da sämtliche für die Vergleichsgruppe herangezogenen Unternehmen einem abweichenden, bereits bei cursorischer Betrachtung ganz offensichtlich höherem Risiko ausgesetzt sind. Damit stellt sich auch der aus der ausländischen Peer Group abgeleitete durchschnittliche Betafaktor in Höhe von 1,12 als nicht verwendbar dar.

ggg) Soweit für die BerlinHyp einen dem Marktmedian entsprechenden Betafaktor von 1,0 in Ansatz gebracht hat, handelte es sich letztlich um eine Schätzung. Feststehen dürfte lediglich, dass die für die Vergleichsunternehmen ermittelten Betafaktoren das Risiko der BerlinHyp nicht adäquat abbilden, da sie zu hoch sind. In diesem Zusammenhang stellt sich

allerdings die Frage, in welcher Höhe ein Abschlag zu erfolgen hat beziehungsweise welche Bandbreite in Betracht kommender Betafaktoren sich als angemessen erweist.

führt diesbezüglich in ihrem Prüfbericht zu Recht aus, dass ein erheblicher Beurteilungsspielraum und damit verbundene Unsicherheiten bestehen. Die von hieraus gezogene Schlussfolgerung, dass die Untergrenze dieser Bandbreite bei 0,8 anzusetzen ist, beruhte aber auch auf keinen durch Fakten unterlegten Erwägungen. hat in der Anhörung vom 5. Juni 2012 eingeräumt, dass auch dieser Wert gegriffen war und nach Auffassung der Prüferin das durchschnittliche Risiko der Peer Group nach unten abdecken sollte. Diese Überlegung ist aber nicht ausreichend, wenn bereits die Peer Group als solche wegen abweichender Geschäftsmodelle problematisch ist.

hhh) hat auch die Alternative in Betracht gezogen, den Betafaktor der Konzernobergesellschaft des LBB-Konzerns, Landesbank Berlin Holding AG (LBBH) zu verwenden, da dieser nach den Feststellungen der Bewertungsgutachterin – im Gegensatz zu demjenigen der BerlinHyp – statistisch signifikant war. Sie hat diesen Gedanken dann aber wieder verworfen, da der Handel mit den Aktien der LBBH so gering gewesen sei, dass sich ein Intervall-Effekt eingestellt habe, der zu einer systematischen Unterschätzung des Risikos führe.

hat sich dieser Analyse nicht angeschlossen und die Auffassung vertreten, dass der Betafaktor nicht allein aufgrund des geringen Handelsvolumens verworfen werden könne. Die gerichtlich bestellte Prüferin vertritt jedoch die Auffassung, dass die LBBH als reine Finanzholding ein anderes Risiko aufweist als die BerlinHyp, da ihre Erträge nicht nur aus dem Ergebnis des Immobiliengeschäfts gespeist würden, sondern auch aus den von anderen Konzernunternehmen betriebenen Geschäftsfeldern Privat- und Firmenkunden, Kapitalmarktgeschäfts- und Vermögensanlagegeschäft.

Nach den Berechnungen von lag der unmittelbar am Kapitalmarkt zu beobachtende Raw-Beta der LBBH im Zeitraum vom 1. Juli 2005 bis 15. Oktober 2010 zwischen 0,397 und 0,462. Soweit einige Antragsteller meinen, der Betafaktor der BerlinHyp könne denjenigen der LBBH als Obergesellschaft nicht übersteigen, erschloss sich dies der Kammer nicht. Wie RBS zutreffend ausgeführt hat, laufen in der LBBH als „Konzernmutter“ die Ertragsströme mehrerer Untergesellschaften zusammen, so dass eine stärkere Diversifizierung gegeben ist als in den jeweiligen Tochter- beziehungsweise Enkelunternehmen.

iii) Für die Frage der Höhe des angemessenen Betafaktors für die BerlinHyp hielt die Kammer auch die Ausführungen von im Anhörungstermin vom 5. Juni 2012 für beachtlich, dass große Einzelengagements der BerlinHyp zu einem „Klumpenrisiko“ führen, da ein Ausfall erhebliche

Auswirkungen auf das Unternehmensergebnis haben kann. Nach alledem war die Kammer unter Berücksichtigung der in anderen Branchen zu beobachtenden Markteinschätzung des Risikos der Auffassung, dass ein Betafaktor unter 0,6 für das Geschäftsmodell der BerlinHyp im Zeitpunkt der bloßen Abschwächung der akuten Finanzkrise Ende 2010 nicht plausibel wäre.

jjj) In welcher Höhe zwischen 0,6 und 1,0 der Betafaktor im Rahmen der Ertragswertermittlung tatsächlich verortet werden müsste konnte letztlich dahinstehen. Auch der Ansatz eines Betafaktors von 0,6 führt bei ansonsten unveränderten Bewertungsparametern lediglich zu einem Ertragswert von 6,37 € und würde damit nicht zu einer Erhöhung der Abfindung führen können.

dd) Wachstumsabschlag

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

aaa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG, Rz. 23). Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstanter finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG). Zudem sind auch in der Phase der ewigen Rente mengenmäßige Steigerungen oder auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

bbb) In der gerichtlichen Praxis sind für die Vergänglichkeit Wachstumsabschläge zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

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

ddd) Ein alleiniger Rückgriff auf die Inflationsrate dürfte auch bereits aus dem Grund zu kurz greifen, dass im Basiszinssatz bereits eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze, anders als von einigen Antragstellern behauptet, nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlags spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein bestimmtes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate ansteigen. Gerade im Rahmen der Bewertung einer Bank zeigt sich, dass diese hinsichtlich ihrer Kostenstruktur auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein hat.

eee) Zum anderen ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Zwar sprechen die Ergebnisse einiger neuerer Studien für die Annahme eines durchschnittlichen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa Creutzmann, BewertungsPraktiker 2011, 24, 26; Knoll/Loba/Thomas, BewertungsPraktiker, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 -, juris Rz. 279 f.). Darüber hinaus treffen die Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher auch lediglich einen ersten Anhaltspunkt im Rahmen der konkreten Unternehmensbewertung liefern. Schließlich wird bei der Wachstumsrate stets eine Gesellschaft unterstellt, der jedenfalls von außen kein weiteres Kapital zugeführt wird. Dies kommt aber in der Realität kaum vor. Entsprechend sind die empirisch beobachtbaren Wachstumsraten nur bedingt vergleichbar mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung angesetzten Raten

(vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

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

ggg) Darüber hinaus ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilhatesaurierung der Gewinne ergeben. Eine zusätzliche Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde.

hhh) Auch führt auf S. 60 des Bewertungsgutachtens zutreffend aus, dass die Inflationserwartung lediglich einen ersten Ansatzpunkt für die Bemessung der unternehmensspezifischen Inflationsrate bietet. Ferner erklärt die Gutachterin, dass sie für die Kernmärkte der Berlin-Hyp von einer zu erwartenden Geldentwertung zwischen 1,5 % und 2,0 % ausgeht. Allerdings hat sie die weitere Aussage, im Hinblick auf Wachstumschancen und die weitere Entwicklung des Marktes langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse von jährlich 1 % für möglich zu halten, nicht näher begründet. hat diese Hypothese im Ergebnis zwar als angemessen beurteilt, eigene Überlegungen zur Frage der Höhe des Wachstumsabschlags im Prüfbericht jedoch nicht niedergelegt.

iii) Soweit einige Antragsteller eine Verbindung zwischen der Höhe der künftigen Inflationsrate und der Entwicklung von Grundstückspreisen konstataren, ist allein aus der Herstellung dieses Zusammenhangs für die Höhe des angemessenen Wachstumsabschlags nichts gewonnen. Zwar liegt es nahe, dass mit den Preisen auch die erforderlichen Finanzierungsvolumina ansteigen werden. Es kann aber nicht davon ausgegangen werden, dass mit steigenden Umsätzen auch die Gewinne der Berlin-Hyp in demselben Umfang linear anwachsen. Zum einen kann sich eine Änderung der Margen bei der künftig hauptsächlich angestrebten Finanzierung privater Grundstücksgeschäfte lediglich auf das Neugeschäft auswirken, nicht aber auf den vorhandenen

Bestand, wobei Kredite mit einer Besicherung durch Hypotheken beziehungsweise Grundschulden regelmäßig lange Laufzeiten aufweisen. Zum anderen hängt die Erzielung künftiger Überschüsse bei der BerlinHyp hauptsächlich von den am Markt üblichen Zinssätzen und Refinanzierungskonditionen ab. Diese Faktoren werden regelmäßig aber nicht von der Höhe der allgemeinen Inflationsrate bestimmt.

jjj) Die Kammer schließt sich der Wertung von [redacted] letztlich an. Zwar wollen einige Antragsteller und der Vertreter der außensiehenden Aktionäre einen höheren Wachstumsabschlag bis zu 4,0 % annehmen. Auf welcher konkreten Grundlage sich ab 2016 aber eine dauerhaft positivere Entwicklung der BerlinHyp AG ergeben könnte, haben die Antragsteller nicht nachvollziehbar begründen können. So mag es sein, dass die BerlinHyp in der Finanzkrise der Jahre ab 2007 wirtschaftlich deutlich besser aufgestellt war als die Mehrzahl der inländischen Anbieter ähnlicher Finanzdienstleistungen. Diese sind aber, auch gerade wegen der Inanspruchnahme staatlicher Unterstützung, nicht vom Markt „verschwunden“, sondern existieren als Konkurrenten weiter. Damit liegt für die fernere Zukunft die Annahme einer Alleinstellung der BerlinHyp im Sinne der Erwartung ständig wachsender Marktanteile eher fern. Entsprechend hat auch die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin in der Anhörung vom 5. Juni 2012 ausgeführt, dass man dort nicht von einem Wettbewerbsvorteil durch einen Wegfall von Mitbewerbern ausgegangen sei, sondern vielmehr angenommen habe, dass sich der Wettbewerb auf Dauer erholen werde. Eine solche Entwicklung ist auch gerade wegen der von einigen Antragstellern angesprochenen Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank wahrscheinlich, da diese den Marktzutritt von Mitbewerbern der BerlinHyp erleichtert und nicht erschwert.

kkk) Wie bereits oben angesprochen, sind Wachstumsabschläge unterhalb der Inflationsrate auch nicht aus dem Grund unplausibel, dass damit ein Schrumpfungsprozess des Unternehmens unterstellt würde, der langfristig zu einer Insolvenz führen müsste. Ein Wachstumsabschlag von 1 % repräsentiert nämlich keine sinkenden, sondern nachhaltig steigende Erträge. Lediglich die anhand eines bestimmten Preisniveaus festgesetzten Gewinne sinken im Zeitablauf.

lll) Auch beim Wachstumsabschlag bestehen aber, wie gezeigt, Bewertungsspielräume. Eine Erhöhung des Abschlags um 0,5 Prozentpunkte auf 1,5 %, welche die Kammer für grundsätzlich noch möglich halten würde, resultierte jedoch nicht in einem 7,15 € je Stückaktie übersteigenden Ertragswert. Selbst in Verbindung mit dem Ansatz eines oben als Untergrenze genannten Belafaktors von lediglich 0,6 ergäbe sich ein Wert von 6,93 €.

ee) Wachstumsthesaurierung

Die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin hat von den prognostizierten Erträgen der BerlinHyp mit Beginn der ewigen Rente im Jahr 2016 eine Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum für erforderlich gehalten und hierfür einen Abzugsposten in Höhe des Wachstumsabschlags von 1 % bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital der BerlinHyp zum Ende der Detailplanungsphase gebildet, der sich auf eine Höhe von 10,8 Mio. € beläuft. Im Gegensatz zur sonstigen Thesaurierung aus den Konzerngewinnen erfolge keine fiktive Zurechnung an die Aktionäre, da diese Sonderthesaurierung laut Gutachten S. 60). Die Vertragsprüferin hat diese Vorgehensweise ohne eine eigene Stellungnahme in der Sache übernommen.

aaa) Mehrere Antragsteller und vor allem auch der Vertreter der außenstehenden Aktionäre halten den Ansatz eines solchen Abzugspostens nicht für plausibel. Es liege bislang nur keine beziehungsweise nur eine unzureichende Durchdringung der Fragestellung aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht vor.

bbb) Ausführungen in der Literatur finden sich lediglich bei Kruschwitz/Löffler/Essler, a.a.O.. Dort heißt es auf S. 104: „Wird bei der Ermittlung des Terminal Value ewiges Wachstum unterstellt, muss dieses in der Planung auch angemessen finanziert werden. Würde eine Vollausschüttung unterstellt, käme dies der Annahme gleich, dass das Wachstum in der Rentenphase über Kredite vollständig fremdfinanziert wird. Langfristig käme dies einem Absinken der Eigenkapitalquote gegen null gleich, was aber der grundlegenden Prämisse der dauerhaften Fortführung des Unternehmens widerspräche“.

ccc) Diese Argumentation erscheint vor dem Hintergrund problematisch, dass nach den Prämissen des IDW S1 2008 in der Phase der ewigen Rente eine Vollausschüttung der vom Unternehmen erwirtschafteten Gewinne an die Anteilseigner nicht stattfindet. Vielmehr wird mit einer nur teilweisen Ausschüttung und dem Verbleib der restlichen Mittel im Unternehmen gerechnet. Damit kann vordergründig eine Finanzierungslücke überhaupt nicht entstehen, da die fraglichen Mittel den Aktionären lediglich fiktiv zugerechnet werden.

Allerdings stehen diese Mittel aufgrund der bewertungstechnischen Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage bzw. der angenommenen wertgleichen steuerfreien Zurechnung im Bewertungsmodell nicht zur nachhaltigen Finanzierung von preis- bzw.

steuerinduziertem Wachstum zur Verfügung. Da die thesaurierten Beträge auch teilweise der Eigenkapitalfinanzierung der preisinduzierten Wachstumseffekte dienen, mit der fiktiven Zurechnung jedoch eine (vollständige) kapitalwertneutrale Wiederanlage unterstellt wird, ist im Bewertungskalkül die Finanzierungslücke des organischen Wachstums nicht geschlossen.

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

eee) In der neueren Rechtsprechung scheint die Erforderlichkeit einer besonderen Thesaurierung für die Finanzierung des Wachstums grundsätzlich nicht beanstandet zu werden: Maßgeblich sei der betriebswirtschaftlich anerkannte Gedanke, dass ein nachhaltiges Gewinnwachstum ohne zusätzliche Finanzierung nicht in Betracht komme (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. November 2011, 112 W 66/06, BeckRS 2013, 01573). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung vom 24. November 2011 (21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278) gleichfalls die Notwendigkeit der Thesaurierung von gesonderten Mitteln zur Erhaltung des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente betont.

fff) Aus Sicht der Kammer sprechen wohl die besseren Gründe dafür, dass in der ewigen Rente die Entwicklung des Eigenkapitals zu beachten ist, um von gleichbleibenden Finanzierungsbedingungen für das Unternehmen ausgehen zu können. Jedenfalls ist davon auszugehen, dass sich die Situation des Unternehmens zunehmend verschlechtern würde, wenn die Fremdkapitalquote in Zukunft ständig weiter ansteigt, da dies gleichzeitig mit einem steigenden Investitionsrisiko für die Eigenkapitalgeber verbunden wäre.

Im vorliegenden Bewertungsfall kommt hinzu, dass die Berlin-Typ aufgrund der bereits diskutierten regulatorischen Vorgaben zum Erhalt, wenn nicht sogar zu einer Ausweitung, ihres Eigenkapitals verpflichtet ist. Ein – wenn auch nur bewertungstheoretisches – Abfallen der Eigenkapitalquote würde sich damit, anders als bei Unternehmen außerhalb des Bankensektors, auch unmittelbar auf das operative Geschäft auswirken, da die Risikoaktiva im gleichen Umfang reduziert werden müssten.

ggg) Auch gegen die Anwendung der von [] ohne nähere Erläuterung verwendeten „Faustformel“ für die Berechnung der Höhe der Sonderthesaurierung bestehen vorliegend keine

grundsätzlichen Bedenken, da sich ein Anstieg des Finanzierungsvolumens linear auf die Höhe des Eigenkapitals auswirkt. Ein geringerer Anstieg wäre nur dann plausibel darstellbar, wenn für das künftige Ergebnis neben einer Ausweitung der Geschäftstätigkeit auch von stetig wachsenden Gewinnmargen ausgegangen werden könnte. Hierfür vermag die Kammer jedoch keine Anhaltspunkte zu erkennen. Vor diesem Hintergrund hielt die Kammer im Rahmen des § 287 ZPO die angewandte Thesaurierungsquote von 1 % für plausibel.

9. Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern

Keine Bedenken bestehen gegen die sowohl im Bewertungsgutachten als auch von vorgenommene Kürzung der erwarteten Erträge sowie des Basiszinssatzes um die persönlichen Ertragsteuern. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln.

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

b) Entsprechend sind für die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern zu berechnen, für die der in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % in Ansatz gebracht worden ist. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschläge würde.

c) Für die Thesaurierungsbeiträge, die in der Planung den Anteilseignern fiktiv zugerechnet werden, greift seit dem 1. Januar 2009 für erzielte Wertsteigerungen die Kursgewinnbesteuerung, die allerdings erst im Zeitpunkt des Verkaufs der Aktien anfällt. Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt damit von der Haltdauer der Aktie ab und sinkt infolge des

Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es erforderlich, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung auch hier eine Typisierung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann. Die Bewertungsgutachterin ist dabei – unbeanstandet von – von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den häufigen nominellen Steuersatz angesetzt. Hiergegen ist nach Ansicht der Kammer wegen des grundsätzlichen Anfalls der Besteuerung, jedenfalls für den inländischen Anteilseigner, nichts zu erinnern.

d) Wenn die Antragsteller zu 41) und 41) meinen, durch die Sonderregelungen für „Alterwerber“, die ihre Anteile vor dem 31. Dezember 2008 erworben haben, müsse die Veräußerungsgewinnbesteuerung unberücksichtigt bleiben, vermochte dies die Kammer schon von der Prämisse her nicht zu überzeugen. Bei einem Bewertungsstichtag, der fast zwei Jahre nach dem 31. Dezember 2008 liegt, ist keine Basis für die Vermutung ersichtlich, dass alle Minderheitsaktionäre schon zu diesem Zeitpunkt Anteilsinhaber gewesen sein müssten.

10. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

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

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

b) Weder das Bewertungsgutachten noch der Prüfbericht von weisen die Existenz von nicht betriebsnotwendigem Vermögen bei der BerlinHyp aus. erklärt zu diesem Punkt konkret, dass das Nichtvorhandensein von entsprechenden Vermögensgegenständen durch die BerlinHyp bestätigt worden sei und gegenteilige Feststellungen im Rahmen der Prüfung nicht hätten getroffen werden können.

c) Dem kann nicht, wie dies etwa die Antragsteller zu 1) bis 4) tun, mit reinen Vermutungen begegnet werden. Soweit sie meinen, es sei das Vorhandensein von veräußerungsfähigen

Kunstgegenständen anzunehmen, fehlt es hierfür an jeglichen konkreten Anhaltspunkten. Die Kammer sah aus diesem Grunde keine Veranlassung zu weitergehenden Ermittlungen.

11. Plausibilisierung

hat den Versuch unternommen, das für den Ertragswert gefundene Ergebnis auf der Basis eines Multiplikatoransatzes zu plausibilisieren und hat hierbei Kurs-/Gewinnverhältnis und Markwert-Buchwert-Verhältnis betrachtet.

Die Ergebnisse der entsprechenden Untersuchung können aber letztlich nicht überzeugen, da zum Vergleich als Peer Group die Deutsche Bank AG, die Commerzbank AG, die Deutsche Postbank AG sowie die Aareal Bank AG herangezogen hat. Die mangelnde Vergleichbarkeit dieser Unternehmen mit der BerlinHyp wurde bereits im Rahmen des Belafaktors diskutiert.

12. Liquidationswert

Soweit einige Antragsteller das Fehlen einer Betrachtung des Liquidationswerts der BerlinHyp beantragen, war dies unbeachtlich. Eine alternative Bewertung des Unternehmens auf der Grundlage von Liquidationswerten halte nicht zu erfolgen, so dass der Einwand des Fehlens einer Wertermittlung auf dieser Grundlage nicht durchgreifen konnte.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist zwar anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unverträglich erscheint (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 47 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: Die BerlinHyp soll nach der Planung auf lange Sicht profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig nicht unerheblich übersteigen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen.

eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Ebenso wenig war eine im Branchenvergleich besonders geringe Ertragskraft der Gesellschaft ersichtlich oder dargetan.

13. Substanzwert

Auch der Substanzwert der BerlinHyp war nicht zu ermitteln. Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung nämlich regelmäßig ungeeignet (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 240). Zudem handelt es sich wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und bewertbaren im Unternehmen vorhandenen immateriellen Werte lediglich um einen Teilrekonstruktionswert. Auch in der Betriebswirtschaftslehre wird dem Substanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung daher kein selbstständiger Aussagewert beigemessen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, a.a.O., Anh § 11 Rz. 52).

14. Börsenkurs

Die Betrachtung des Börsenkurses der BerlinHyp beziehungsweise der Methoden zu dessen Ermittlung konnten nicht zu einer Barabfindung oberhalb des von der Antragsgegnerin gezahlten Betrages führen.

Der gewichtete Durchschnittskurs der Aktien der BerlinHyp lag bei Rückgriff auf Daten des Dienstleisters Bloomberg nach den Feststellungen der Bewertungsgutachterin in dem Dreimonatszeitraum, der mit dem 9. Oktober 2010 endete, bei 7,15 €. Dieser Wert liegt oberhalb des sich nach der Ertragswertmethode ergebenden Abfindungsbetrages pro Stückaktie. Damit war der Börsenwert der zu zahlenden Kompensation als Untergrenze beziehungsweise Mindestwert zugrunde zu legen. Eine Kompensation von 7,15 € entspricht dem von der Antragsgegnerin angebotenen Erwerbspreis für einen Anteil der BerlinHyp. Eine Festsetzung der Abfindung über diesen Betrag hinaus war nach Auffassung der Kammer nicht geboten.

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre nach § 327 a Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können. Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie“ deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionäre erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs.

c) Die Zivilgerichte sind dabei gehalten, durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses Manipulationen des Börsenkurses zu begegnen.

aa) Der Bundesgerichtshof hat in seiner Entscheidung vom 12. März 2001 (NJW 2001, 2080) hierzu ausgeführt, dass aus Gründen der Rechtssicherheit auf den auf den Stichtag der Hauptversammlung bezogenen Durchschnittskurs der vorangegangenen drei Monate abzustellen ist. Diese Entscheidung hat der BGH allerdings ausdrücklich revidiert und vertritt jetzt die Auffassung, dass der Börsenwert nach dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung, die nicht notwendig eine Bekanntmachung im Sinne des § 15 WpHG sein muss, zu bestimmen ist.

bb) In Übereinstimmung mit den kritischen Stimmen in Literatur und Rechtsprechung vertritt der BGH jetzt die Auffassung, dieser Zeitraum sei besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu ermitteln, als ein mit dem Tag der Hauptversammlung endender Referenzzeitraum, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt habe. Der Tag der Hauptversammlung liege zwar besonders nahe an dem nach für die Bewertung maßgebenden Tag, sei aber als Stichtag des Referenzzeitraums nicht geeignet, weil der Börsenkurs in dem Zeitraum davor regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und weil mit einer Bemessung nach dieser Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie

entgollten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an, also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel innerhalb des Dreimonatszeitraums liegt, nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert. Dabei werde er in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder – als Lästigkeitswert – im Anfechtungsprozess häufig leicht überschritten (vgl. hierzu KG, NZG 2007, 71; OLG Stuttgart, NZG 2007, 302). Der angebotene Preis für die Aktie werde sicher erreicht, ungewiss sei lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder schon im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchzusetzen sei. Schon vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots ändere sich mit der Bekanntgabe der Maßnahme die Börsenbewertung von der Erwartung an den künftigen Unternehmenswert hin zur Erwartung an die künftige Abfindung oder den künftigen Umtauschkurs, was nicht selten zu heftigen Kursschlägen führe. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegeln der ermittelte Börsenkurs nicht mehr – wie geboten – den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne (vgl. BGH, NZG 2010, 939, 941 f. – STOLLWERCK). Die Kammer hält diese Entscheidung aus den vom BGH näher erläuterten Gründen für zutreffend.

cc) Für die Bestimmung des Endes der maßgeblichen Referenzperiode war nach Ansicht der Kammer vorliegend auf die erste Ad hoc-Mitteilung vom 1. Oktober 2010 abzustellen. Der BGH hat in seiner zitierten Entscheidung nämlich betont, dass bereits mit der Ankündigung einer Strukturmaßnahme die weitere Kursentwicklung durch die Markterwartung an die Abfindungshöhe bestimmt wird.

dd) Zwar hat der BGH auch die Feststellung getroffen, dass sich der zu beobachtende Kurs regelmäßig an die bekannt gegebene Abfindungshöhe annähert oder er diese auch leicht überschreitet.

Letzteres bedeutet nach Meinung der Kammer aber nicht, dass die Referenzperiode erst dann enden kann, wenn – wie vorliegend erst mit der weiteren Ad hoc-Mitteilung vom 1. November 2010 – ein konkreter Abfindungsbetrag bekannt gegeben wird. Vielmehr kommt es maßgeblich auf denjenigen Zeitpunkt an, zu dem vorherschaubar eine Abkoppelung der Kursentwicklung vom gewöhnlichen Marktgeschehen stattgefunden hat. Beruht der im Anschluss an eine Ankündigung zu beobachtende Kurs nämlich nicht mehr auf einer Markteinschätzung der Erfolgsaussichten und Risiken von Marktsegment und konkretem Unternehmen, wäre den außenstehenden Aktionären eine Realisierung des Kurses bei einem Verkauf ihrer Anteile ohne die fragliche Strukturmaßnahme nicht möglich gewesen. Ob mit der Bekanntgabe der vom Mehrheitsseigner

festgesetzten Abfindungshöhe ein Referenzpunkt für die Marktentwicklung existiert, ist vor diesem Hintergrund eher nachrangig.

ee) Das von [redacted] im Bewertungsgutachten mitgeteilte tatsächliche Marktgeschehen bestätigt die Berücksichtigung des 1. Oktober 2010 als maßgeblichem Zeitpunkt für das Ende der 3-monatigen Referenzperiode. So stieg der Aktienkurs nach diesem Datum sprunghaft von einem Wert von 7,50 € am 27. September 2010 auf Werte von bis zu 8,50 €. Bezogen auf die noch im Free Float befindlichen Aktien verdreizehnfachte sich das Handelsvolumen zwischen dem 1. und 19. Oktober 2010 im Vergleich zum Zeitraum zwischen dem 1. Juli und 30. September 2010. Dies zeigt, dass der Inhalt der Veröffentlichung vom 1. Oktober 2010 offensichtlich ausreichend war, um zu deutlich verstärkten Transaktionsaktivitäten auf der einen Seite und der Zahlung höherer Preise auf der anderen Seite zu führen. Andere Gründe als die Erwartung, eine über den zuletzt gezahlten Börsenkurs liegende Abfindung erlangen zu können, waren gerade auch im Hinblick auf den deutlich steigenden Aktienkurs nicht ersichtlich. Weder war eine Änderung der gesamtwirtschaftlichen Lage eingetreten noch Veränderungen in der Marktsituation von Banken im Allgemeinen oder der Berlin-Hyp im Besonderen.

ff) Für die Maßgeblichkeit der Ad hoc-Mitteilung vom 1. November 2010 als Endpunkt der Referenzperiode sprach nach Ansicht der Kammer auch nicht der von den Antragstellern zu 34) bis 37) erhobene Einwand, dass die Antragsgegnerin die für eine Durchführung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre erforderliche Anteilsmehrheit von über 95 % des Grundkapitals der BerlinHyp erst nach dem 1. Oktober 2010 erlangt hat. Es existiert jedenfalls kein Grundsatz, dass eine Publikumsmitteilung über einen beabsichtigten Squeeze-Out erst dann herausgegeben werden darf, wenn die rechtlichen Voraussetzungen vollständig gegeben sind. Wie oben gezeigt, war dieser Umstand auch für die Bewegungen des Börsenkurses unerheblich.

Der Kammer ist durchaus bewusst, dass eine frühzeitige Ad hoc-Mitteilung dem Mehrheitsaktionär erweiterte Handlungsmöglichkeiten im Hinblick auf das „Einfrieren“ des für die Kompensation maßgeblichen Börsenkurses bietet. Dem ist aber zum einen entgegenzuhalten, dass der Hauptgläubiger nach dem Erreichen der notwendigen Mehrheit den Termin für einen Squeeze-Out ohnehin frei wählen kann. Zum anderen kann Manipulationen durch die Betrachtung der Umstände des Einzelfalles begegnet werden. Diese erfordern hier aber nicht, dass der ersten Ad hoc-Mitteilung die Relevanz abgesprochen werden müsste. Die Antragsgegnerin war zum 1. Oktober 2010 zwar noch nicht Eigentümerin des Aktienpakets der Nord/LB. Die Übertragung dieser Anteile war zu diesem Zeitpunkt aber nicht lediglich eine in die Zukunft gerichtete Hoffnung. Vielmehr war das entsprechende Verpflichtungsgeschäft bereits im September 2010 abgeschlossen worden und lediglich das Erfüllungsgeschäft stand noch aus. Vor diesem

Hintergrund war – auch aus rein ökonomischer Sicht – nicht zu fordern, dass mit der Herausgabe einer Ad hoc-Mitteilung über die Absicht des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bis zu dessen Abschluss zum vollständigen Vollzug des Übertragungsgeschäfts zugewartet wurde.

gg) Soweit sich die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre gegen die Ermittlung des maßgeblichen Durchschnittskurses durch [] auf Basis der Bloomberg-Daten gewandt haben, waren insoweit für die Kammer keine Fehler zu erkennen. Die gerichtlich bestellte Prüferin hat den von [] berechneten Durchschnittskurs hinsichtlich seiner Richtigkeit bestätigt.

hh) Unstreitig war allerdings, dass die BaFin mit 7,20 € je Stückaktie einen höheren Durchschnittskurs mitgeteilt hat. Auf welcher Grundlage diese Abweichung zustande gekommen ist, vermochte die gerichtlich bestellte Prüferin nicht zu erklären, da die BaFin lediglich das Ergebnis der von ihr angestellten Berechnungen mitteilt, zur Berechnungsweise und Datenbasis aber keine Angaben macht. So mag es wahrscheinlich sein, dass wie die Antragsgegnerin behauptet hat, die im Freihandel erzielten Umsätze mit Anteilen der BerlinHyp in den von der BaFin festgestellten Kursen nicht eingeflossen sind.

ii) Die Kammer hielt es trotz dieser Unsicherheiten nicht für angezeigt, zu dieser Frage weitere Ermittlungen anzustellen. Art. 14 GG verlangt nämlich nicht, dass als Wertuntergrenze im Spruchverfahren stets der von der BaFin ermittelte Durchschnittskurs in Ansatz zu bringen ist. Dagegen spricht bereits die Intransparenz der entsprechenden Berechnung.

jj) Die nur geringe Abweichung zwischen den im Streit stehenden Börsenkursen vermochte eine Korrektur der Barabfindung nämlich nicht zu rechtfertigen. Letztlich stellt auch die Ableitung der angemessenen Barabfindung anhand des durchschnittlichen Börsenkurses – unabhängig davon, welcher Referenzzeitraum zugrunde gelegt wird – wie jede andere Methode der Abfindungsbewertung nur eine Schätzung dar. Es gibt stets eine Bandbreite, innerhalb derer eine Barabfindung als angemessen bezeichnet werden kann und die dem verfassungsrechtlichen Gebot der vollen Entschädigung genügt (vgl. etwa OLG München, AG 2007, 701; OLG Stuttgart, AG 2004, 43 ff). Eine punktgenaue Ermittlung ist angesichts der zahlreichen mit der Unternehmensbewertung und auch der Börsenkursbetrachtung verbundenen Unsicherheiten weder möglich noch geboten. Dies gilt erst recht, wenn die Abweichung – wie hier – lediglich EUR 0,05 beträgt. Diese Abweichung liegt einem Bereich von unter 1%, so dass sich nicht der Schluss ziehen lässt, eine Wertfestsetzung von 7,15 € wäre gegenüber einer solchen in Höhe von 7,20 € nicht mehr angemessen.

kk) Eine Anpassung des auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemittelten Börsenkurses im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung des BGH war vorliegend nicht geboten. Es fehlte bereits an einem „längeren Zeitraum“ zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 1. Oktober 2010 und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung am 9. Dezember 2010. Der entsprechende Zeitraum beträgt vorliegend gerade einmal zwei Monate. Hierbei handelt es sich um einen für die Vorbereitung und Durchführung eines Unternehmensvertrages unterdurchschnittlichen Zeitraum, dessen Verkürzung sich unter Berücksichtigung des Fristenregimes des Aktienrechts nicht erreichen lassen dürfte (vgl. auch Goette, DStR 2010, 2579, 2587). Zudem war auch schon nicht ersichtlich, dass die Minderheitsaktionäre der BerlinHyp zwischen dem Ende der Referenzperiode und dem Termin der Hauptversammlung von einer besonders positiven allgemeinen Börsenkursentwicklung ausgeschlossen worden wären.

ll) Soweit die Antragsteller zu 27) bis 30) einwenden, die im Oktober 2010 durchgeführte Kapitalerhöhung habe zu einer Verwässerung der Aktie geführt und aus diesem Grunde einer Erhöhung des Börsenkurses verhindert, könnte es hierauf von vornherein nicht ankommen. Unabhängig von der Frage, auf welche Weise der „wahre“ Börsenkurs nach Auffassung der Antragsteller zu 24) bis 33) ermittelt werden sollte, fiel der Zeitpunkt der Kapitalerhöhung nicht in den maßgeblichen Referenzzeitraum für die Bestimmung des durchschnittlichen Börsenkurses.

15. Kapitalerhöhung Oktober 2010

Der Hinweis der Antragstellerin zu 44) sowie des Vertreters der außenstehenden Aktionäre auf den Betrag von – ihrer Darstellung nach – 8,95 EUR je Aktie im Rahmen der Zeichnung der im Rahmen der Kapitalerhöhung auf der Grundlage des Beschlusses des Vorstandes vom 7. September 2010 ausgegebenen Aktien kann bereits von Rechts wegen keine Unangemessenheit der Barabfindung begründen. Es handelt sich nicht um einen tauglichen Maßstab für den Wert des Gesamtunternehmens oder der einzelnen Anteile hieran.

Der Ausgabepreis im Rahmen einer regulären Kapitalerhöhung beruht auf den gesetzlichen Vorgaben des § 9 Abs. 1 AktG. Für einen geringeren Betrag als den Nennbetrag oder den auf die einzelne Stückaktie entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals dürfen Aktien nicht ausgegeben werden. Diese Vorschrift gilt auch im Falle einer Kapitalerhöhung (vgl. Höffer, AktG, 10. Aufl., Rz. 4 zu § 9 AktG; Heider in MünchKommAktG, 3. Aufl., Rz. 19 zu § 9 AktG). Der Normzweck von § 9 Abs. 1 AktG hat auch eine völlig andere Zielrichtung als die Festlegung der Angemessenheit einer Barabfindung im Falle aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen. Zweck des Verbots der Unterprior-Emission ist der Gläubigerschutz durch die Sicherung der

Kapitalaufbringung; die Gläubiger sollen darauf vertrauen können, dass sich die Aktionäre zumindest zur Leistung von Einlagen in Höhe des Grundkapitalandbetrages verpflichtet haben (vgl. BGHZ 64, 52, 62; BGHZ 68, 191, 195; Hüffer, AktG, a. a. O., Rz. 1 zu § 9 AktG).

Angesichts dieser völlig unterschiedlichen Zielrichtung ist ein Rückschluss aus dem gesetzlich vorgeschriebenen Mindestausgabebetrag auf den Wert des Unternehmens und damit die Angemessenheit der Barabfindung nicht möglich. Damit kann der Ausgabebetrag unabhängig von der Frage, ob dieser nun bei 7,24 EUR je Aktie lag, wie die Antragsgegnerin behauptet, oder bei 8,95 EUR, welche die Antragstellerin zu 44) gezahlt haben will, keine zu Gunsten der Antragsteller zu beachtende Untergrenze der Abfindung darstellen.

16. Kapitalisierung der Ausgleichszahlung

Sowohl die Antragsteller zu 34) bis 37) meinen, der Abfindungsbetrag müsse gegebenenfalls durch Kapitalisierung der Ausgleichszahlung berechnet werden, welche sich aus dem am 9. Dezember 2010 bestätigten Gewinnabführungsvertrag ergebe, ging dies fehl.

a) Unabhängig von der Frage, ob vorliegend überhaupt Zahlungsansprüche der Minderheitsaktionäre aus dem Unternehmensvertrag entstanden sein können, ist unstritten, ob die Kapitalisierung der Ausgleichszahlung eine geeignete Methode darstellt, um im Fall eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bei bestehendem Unternehmensvertrag die Höhe der angemessenen Abfindung im Sinne des zu bestimmen (dafür etwa OLG Frankfurt, NZG 2010, 664 ff.; Leyendecker, NZG 2010, 927 ff.; dagegen jüngst OLG Düsseldorf, NZG 2012, 1181, 1183; auch OLG München, Beschluss vom 26. Oktober 2006, 31 Wx 12/06, BeckRS 2006, 13711).

b) Zwar hat die Kammer an anderer Stelle die Auffassung vertreten, dass die Ausgleichszahlung grundsätzlich für die Höhe der nach einem Squeeze Out zu zahlenden Abfindung maßgeblich sein kann. Hierbei ist allerdings auf den Einzelfall abzustellen, so dass sich eine pauschale Betrachtungsweise verbietet. Die Heranziehung des Ausgleichs als Basis der Abfindung kommt nach Meinung der Kammer grundsätzlich nur dann in Betracht, wenn das Wirksamwerden des Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrages der Beschlussfassung über den „Squeeze-Out“ zeitlich vorangegangen ist. Nur in diesem Fall ist davon auszugehen, dass die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, die für die Bestimmung der Höhe der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblich sind, durch die Existenz des Unternehmensvertrages wesentlich geprägt werden. Findet, wie im vorliegenden Fall, eine zeitgleiche Beschlussfassung statt, ist diese Voraussetzung nicht erfüllt. Insbesondere kann es für die Methode der Bestimmung der von der Minderheitsaktionären zu

zahlenden Abfindung nicht auf den mehr oder weniger zufälligen Umstand ankommen, welcher Beschlussgegenstand nach der Hauptversammlung zu einem früheren Zeitpunkt in das Handelsregister eingetragen wird.

c) Hinzu kommt, dass bei identischem Bewertungsstichtag theoretisch auszuschließen ist, dass der Barwert des künftigen Ausgleichs die Abfindung wegen der Übertragung der Aktien übersteigt, wenn der Ausgleich durch die Verrentung des der Abfindung nach §§ 305, 327a AktG zugrunde gelegten, im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmensbarwerts errechnet wird.

17. Vorerwerbspreise

Eine Erhöhung des Abfindungsbetrages konnte sich auch nicht aus (Markt-) Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin als Mehrheitsgesellschafterin in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der BerlinHyp gezahlt hat.

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

b) Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen zwar umstritten. Auch aus rein aktienrechtlicher Sicht sieht die Kammer für deren Berücksichtigung aber gleichfalls keinen zwingenden Grund, weil zwischen dem Preis einzelner Aktien oder auch Aktienpaketen und dem Wert des Gesellschaftsunternehmens kein unmittelbarer Zusammenhang besteht (so auch Hüffer, a.a.O., Rz. 21 zu § 305 AktG). Dies gilt auch für die zum Teil geäußerte Vermutung, dass in dem Preisaufschlag, den der Mehrheitsaktionär zu entrichten bereit ist, die von diesem vermuteten Synergien zum Ausdruck kommen.

c) Vorliegend konnten diese grundsätzlichen Erwägungen hintanstellen, da als einzige maßgebliche Transaktion der im Oktober 2010 erfolgte Verkauf des Aktienpakets der Nord/LB an die Antragsgegnerin identifiziert werden konnte. Der Verkaufspreis lag aber bei lediglich 4,71 € je Stückaktie und damit deutlich unterhalb des durchschnittlichen Börsenkurses. Aus diesem Grunde musste auch der Frage nicht weiter nachgegangen werden, ob dieser Preis wegen der Verbindungen der handelnden Unternehmen tatsächlich einen Marktpreis darstellt.

18. Sonstiges

Die Forderung der Antragsteller zu 20) bis 22) nach einer Erhöhung der Barabfindung unter dem Aspekt des von ihnen reklamierten Anlagenotstandes war zurückzuweisen. Die Barabfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG bezweckt einen Vermögensausgleich für den Verlust der Mitgliedsrechte (vgl. Hüffer, e.a.O., Rz. 10 zu § 327a AktG). Es handelt sich um einen reinen Ausgleichsanspruch, der keine schadensersatzrechtlichen Komponenten besitzt und aus diesem Grunde auch nicht im Sinne der Antragsteller zu 20) bis 22) erweitert werden kann. Der Notwendigkeit einer Entscheidung, wie die nach Zahlung der Barabfindung frei gewordenen Mittel neu angelegt werden können, kann darüber hinaus kaum ein objektiver Wert im Sinne eines messbaren Schadens beigelegt werden.

19. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG. Von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003, 30331282). Lediglich die bloße Erfolglosigkeit des Erhöhungsbegehrens kann regelmäßig nicht zur Kostentragungspflicht der Antragsteller führen, da das Spruchverfahren den Antragstellern sonst wegen des Kostenrisikos faktisch verbaut wäre (vgl. Simon/Winter, SpruchG, Rz. 62 zu § 15 SpruchG). Gerade dies wollte der Gesetzgeber durch die Vorschrift des § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG aber verhindern.

c) Wegen des Verfahrensergebnisses war es nicht geboten, der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen. § 15 Abs. 4 SpruchG sieht insoweit ein dem § 15 Abs. 2 SpruchG entgegengesetztes Regel-/Ausnahmeverhältnis vor. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs nur dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass die Unzulässigkeit beziehungsweise Unbegründetheit der Anträge regelmäßig zur

Folge hat, dass die Antragsteller ihre Kosten endgültig selbst zu tragen haben (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 89 zu § 15 SpruchG; KölnKomm/Roskopf, SpruchG, Rz. 48 z § 15 SpruchG).

d) Die Verwerfung des Antrags des Antragstellers zu 26) als unzulässig blieb vor diesem Hintergrund kostenmäßig ohne Folgen.

e) Den Antragstellern war nicht die Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin aufzugeben. § 15 SpruchG verhält sich zu dieser Kostenposition nicht. Allerdings ist aus eben diesem Grunde anzunehmen, dass die sonstigen Regelungen in dieser Norm abschließend sind. Wenn bereits die Gerichtskosten dem Antragsteller nach § 15 Abs. 2 SpruchG, abhängig vom Ausgang des Verfahrens, nur im Ausnahmefall auferlegt werden können, würde sich eine Möglichkeit, ihn nach Billigkeit sogar zur Tragung der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners zu verpflichten, nicht in das gesetzgeberisch vorgesehene Modell zur Verteilung des Kostenrisikos im Spruchverfahren einfügen. Schon das grundsätzliche zwischen Minderheitsaktionären und Mehrheitsaktionär bestehende informationelle Ungleichgewicht rechtfertigt es, die im Spruchverfahren Antragsberechtigten nur mit einem beschränkten, berechenbaren Kostenrisiko zu belasten (vgl. BGH, NZG 2012, 191, 193).

20. Geschäftswert

Die Festsetzung des Geschäftswerts ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diesen Beschlusse finden die Rechtsmittel der Beschwerde oder der Sprungrechtsbeschwerde statt.

Rechtsmittel der Beschwerde

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift beim Landgericht Berlin, Littenstraße 12-17, 10179 Berlin einzulegen. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Rechtsmittel der Sprungrechtsbeschwerde.

Gegen diesen Beschluss findet auf Antrag unter Übergang der Beschwerdeinstanz unmittelbar die Rechtsbeschwerde (Sprungrechtsbeschwerde) statt, wenn die Beteiligten in die Umgehung der Beschwerdeinstanz einwilligen und der Bundesgerichtshof die Sprungrechtsbeschwerde zulässt. Der Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde und die Erklärung der Einwilligung gelten als Verzicht auf das Rechtsmittel der Beschwerde.

Die Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist durch Einreichung eines Schriftsatzes (Zulassungsschrift) beim Bundesgerichtshof (Herrnstraße 45 a, 70133 Karlsruhe) zu beantragen.

Die Frist für die Einlegung des Antrags auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde beträgt einen Monat. Sie beginnt mit der Zustellung des in vollständiger Form abgefassten Beschlusses, spätestens aber mit Ablauf von fünf Monaten nach dem Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

In dem Antrag muss dargelegt werden, dass die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts erfordert. Für den Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist die Vertretung durch einen beim Bundesgerichtshof zugelassenen Rechtsanwalt erforderlich, der die Zulassungsschrift zu unterschreiben hat.

Die schriftliche Erklärung der Einwilligung des Beschwerdegegners ist dem Zulassungsantrag beizufügen oder innerhalb der oben genannten Frist zur Einlegung des Rechtsmittels beim Bundesgerichtshof einzureichen.

Ausgefertigt

Justizbeschäftigte

