

3-05 O 155/08



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der
Eurohypo AG

an dem hier beteiligt sind:

gegen

- Antragsgegnerin -

Prozessbevollmächtigter: :

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter : und

nach mündlicher Verhandlung vom 14.2.2012
am 14.2.2012 beschlossen:

Die (verbliebenen) Anträge, den angemessene Abfindungsbetrag aufgrund des in der Hauptversammlung vom 29.8.2007 der Eurohypo AG beschlossenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung in Höhe von EUR 24,32 je Stückaktie höher festzusetzen, werden zurückgewiesen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller – auch soweit sie ihre Anträge zurück genommen haben- und der Antragsgegnerin findet nicht statt.

Von den Gerichtskosten des Verfahrens haben die Antragsteller, mit Ausnahme der den Antrag zugekommenen habenden Antragsteller zu 1, 2), 3), 5a) ~~5e~~, 6a), 6b), 7), 8a), 8b) 8c), 9), 11), 13a) – 13d), 23a) – 23f), 25), 26), 28), 30a) 30b), 31), 32), 33), 35), 36a) – 36e), 40), 41), 43) 49), 49), 50a – 50c); 51) 54), 55), 56a), 56b), 57), 58), 59a) – 59d), 61), 62), 63a), 63b), 67a – 67f), 68), 70a), 70b) jeweils 1/80 zu tragen. Die übrigen Gerichtskosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Die Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.

Gründe

I.

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

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

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

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

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

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

... eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Eurohypo AG zum Tag der geplanten Hauptversammlung (29. August 2007) sowie zur Höhe des angemessenen Ausgleichs im Sinne des § 304 AktG und der angemessenen Abfindung im

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

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

Der Abfindungsbetrag - ebenso der gleich hohe beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre - wurde aufgrund des gewichteten Durchschnittsbörsenkurses von 3 Monaten vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme am 21.3.2007 auf EUR 24,32 festgesetzt. Wegen der Einzelheiten dieses Vertrages wird auf die zu der Akte gereichte Kopie Bezug genommen (Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 26. Juni 2007 nebst Patronatserklärung, Dokumentation zu TOP 9 der ordentlichen Hauptversammlung 29.8.2009).

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

zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG sowie auf gemeinsamen Antrag der Antragsgegnerin und der Eurohypo AG die gleiche Gesellschaft mit Beschluss vom 28. März 2007, in der Fassung des Berichtigungsbeschlusses vom 16.4.2007 für die Prüfung der Abfindung und des Ausgleichs des vorgesehenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestellt. In ihren Prüfbericht vom 28.06.2007 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 24,32 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichte Prüfbericht (Dokumentation zu TOP 9 der ordentlichen Hauptversammlung 29.8.2009, Anlage AG S1) verwiesen.

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

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

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

In einem von mehreren Aktionären der Eurohypo AG betriebenen Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit des vereinbarten Ausgleichs und der vereinbarten Abfindung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vor dem Landgericht Frankfurt am Main zu Az. 3-05 O 203/07 hat die Kammer mit Beschluss vom 14.9.2009 die Anträge auf Erhöhung der Abfindung zurückgewiesen, jedoch den angemessenen Ausgleich wird für das Geschäftsjahr 2007 auf netto EUR 1,51 und ab dem Geschäftsjahr 2008 auf netto 1,65 je Stückaktie zzgl. Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag (insges. brutto EUR 1,85) festgesetzt. Dabei hat die Kammer den der Ausgleichsermittlung zugrunde liegenden Ertragwert von EUR 23,53 für nicht zu beanstanden gehalten, jedoch für die Bemessung des Verrentungzinssatzes für die Ermittlung der jährlichen Ausgleichszahlung einen risikoadjustierten Zinssatz i.H.v. 6,975 % (4,5 Basiszins + 2,47 als hälftiger Risikozuschlag des Kapitalisierungszinses der Ertragswertermittlung) zugrunde gelegt, gegenüber dem von den Vertragsparteien angenommen 4,65 % (4,5 Basiszins + 0,15 Risikozuschlag nach dem Credit Default Swap der Commerzbank AG).

Gegen diesen Beschluss haben sowohl einige Antragsteller als auch die Antragsgegnerin des dortigen Verfahrens Rechtsmittel eingelegt. Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main hat mit Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – die Beschwerden von dortigen Antragstellern

zurückgewiesen und auf die Beschwerde der dortigen Antragsgegnerin den Beschluss der Kammer hinsichtlich der Erhöhung der Ausgleichszahlung abgeändert und die Anträge auch insoweit zurückgewiesen.

Nach Durchführung eines Freigabeverfahrens zu der Beschlussfassung zu TOP 9 der Hauptversammlung vom 29.8.2007 dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre vor dem Landgericht Frankfurt am Main zum Az. 3-05 O 275/07 in dem die Kammer mit Beschluss vom 29.1.2008 (ZIP 2008, 1183) die Freigabe erklärt und das Oberlandesgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 14.7.2008 - 23 W 14/08 – (AG 2008, 827 = ZIP 2008, 1968) die Beschwerden zurückgewiesen hatte, wurde der Ausschluss der Minderheitsaktionäre gem. § 327a AktG am 25.7.2008 in das Handelsregister eingetragen.

Nach Angaben der Antragsgegnerin waren zu diesem Zeitpunkt 3.262.506 Aktien von Minderheitsaktionären der Eurohypo AG von dem Ausschluss betroffen.

Im vorliegenden Verfahren begehren die Antragsteller eine Erhöhung der Abfindung von EUR 24,32. Sie halten die Festsetzung für unangemessen, weil der durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung und ebenso ein zutreffend ermittelter Brtragwert darüber lägen und nicht wie im Übertragungsbericht angegeben mit EUR 23,53 darunter.

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

dass sich die sog. Subprimekrise günstig für die Eurohypo AG auswirken werden, die geplante Eigenkapitalrendite sei zu niedrig.

Weiter wenden sich die Antragsteller gegen die verwendeten Parameter des Kapitalisierungszinses. Der Basiszins mit 4,5 % und die Marktrisikoprämie mit 5,5 % seien zu hoch, der Beta-Faktor von 0,9 sei – auch wegen Verwendung einer peer-group – nicht sachgerecht und zu hoch. Der Wachstumsabschlag mit 1,3 % sei zu niedrig angesetzt worden. Der Prüfer sei den Auflagen im Bestellungsbeschluss nicht nachgekommen, der Prüfbericht sei unzureichend.

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

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

Der Bericht des sachverständigen Prüfers sei nicht zu beanstanden,

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

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

Es sei auch sachgerecht auf den gewichten durchschnittlichen Börsenkurs von 3 Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen, was nunmehr auch der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs entspreche.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung vom 6.1.2009 (Bl. 1885 ff d. A.) sowie die ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Nach der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hat der Kammervorsitzende bei den Antragsteller angefragt, ob die Anträge auch im Hinblick auf diese Entscheidung aufrechterhalten oder zurückgenommen werden. Nur die im Rubrum näher bezeichneten Antragsteller haben daraufhin die Anträge zurückgenommen.

II.

Die Anträge sind unbegründet.

Es besteht keine Veranlassung die Abfindung nach § 327a AktG abweichend von EUR 24,32 je Aktie festzusetzen.

Im Spruchverfahren hinsichtlich des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (3-05 O 203/07 = OLG Frankfurt am Main 21 W 13/11), in dem zum gleichen Stichtag die Abfindung nach § 305 AktG mit identischer Methodik ebenfalls mit EUR 24,32 festgesetzt worden war, haben weder die Kammer in ihren Beschluss vom 7.5.2010 noch das Oberlandesgericht Frankfurt am Main in seinem Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – Anlass gesehen hier eine Änderung vorzunehmen:

Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main hat hierzu ausgeführt:

„Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Unternehmensvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen der außenstehenden Aktionäre dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Angemessen ist eine Abfindung, die – unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag (vgl. § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG) – dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert seiner Beteiligung entsprechen (vgl. BVerfGE 14, 263/284; 100, 289/304 f.; BayObLG AG 1996, 127; Hüffer, AktG, 8. Aufl., § 327b Rn. 4). Dabei ist der Wert der Beteiligung regelmäßig als anteiliger Unternehmenswert im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 BGB analog unter Ermittlung einer hierfür anerkannten Methode, etwa – wie hier – der Ertragswertmethode zu ermitteln. Liegt allerdings der Börsenkurs der Gesellschaft oberhalb des dergestalt geschätzten Anteilswertes, so bildet dieser die Untergrenze für die zu gewährende Abfindung (vgl. BVerfGE 100, 289).

b) Zutreffend hat das Landgericht den relevanten Börsenkurs mit 24,32 € beziffert.

Bedenken gegen die von der Kammer befürwortete Heranziehung eines nach Umsätzen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses bestehen keine. Ebenso wie die umsatzbezogene Durchschnittsbildung an sich entspricht die Bemessung anhand eines Zeitraums von drei Monaten zum Zwecke der Berechnung eines Durchschnittswertes der mittlerweile gefestigten

obergerichtlichen Rechtsprechung; sie ist zudem erst kürzlich wieder vom Bundesgerichtshof bestätigt worden (vgl. BGH, DStR 2010, 1635 – Stollwerk – mit Anm. Goette).

Mit Blick auf den Endzeitpunkt der Referenzperiode kam nach früherer Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (vgl. BGH, NJW 2001, 2080) noch der Tag der Hauptversammlung, vorliegend also der 29. August 2007, in Betracht. Diese Rechtsprechung hat der Bundesgerichtshof allerdings mit überzeugenden Argumenten, auf die Bezug genommen wird (DStR 2010, 1635 – Stollwerk – mit Anm. Goette), mittlerweile aufgegeben, so dass der von den Antragstellern geltend gemachte Durchschnittskurs nicht (mehr) als Untergrenze in Betracht kommt. Zutreffend ist vielmehr von einer Referenzperiode, die mit der erstmaligen Bekanntgabe der Maßnahme am 21. März 2007 endete, auszugehen. Dies führt zu einem gewichteten Durchschnittskurs von 24,32 €.

Dass dabei der Bundesgerichtshof unter anderem zur Begründung des geänderten Endzeitpunktes für die Bildung der Referenzperiode auch auf § 5 WpÜG – AngebotsVO verweist (vgl. BGH, DStR 2010, 1635, 1638), impliziert jedoch entgegen der Auffassung einiger Antragsteller nicht, dass die am Börsenkurs orientierte Abfindung der Höhe nach einem öffentlichen Angebot nach dem Wertpapierübernahmegesetz entsprechen müsste und gleichzeitig auch § 4 WpÜG-AngebotsVO zur Anwendung gelänge. Vielmehr spielen gezahlte Vorerwerbspreise bei der Ermittlung der angemessenen, an einem Börsenkurs als Untergrenze orientierten Abfindung nach § 327b AktG regelmäßig keine Rolle (vgl. zur Bedeutung von Vorerwerbspreisen OLG Frankfurt, Beschluss vom 21. Dezember 2010 – 5 W 15/10 –, Juris), weswegen auch dem Antrag der Antragsteller zu 73) bis 76) und 78) nicht nachzugehen war, nämlich der Antragsgegnerin aufzugeben, die ein Jahr vor dem Übertragungsverlangen getätigten Vorerwerbe offen zu legen.

Darüber hinaus bedarf es vorliegend keiner gesonderten Anpassung des so ermittelten Kurses an die Verhältnisse zum Tag der Hauptversammlung. Zwar hat der Bundesgerichtshof in der vorgenannten Stollwerk-Entscheidung (DStR 2010, 1635) ausgeführt, dass, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liege und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lasse, der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sei.

Ein längerer Zeitraum im vorgenannten Sinne ist hier jedoch nicht gegeben. So sind vorliegend zwischen dem Tag der ersten Bekanntgabe der Maßnahme am 21. März 2007 und dem Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung am 29. August 2007 nur etwa fünf Monate verstrichen. Ein derartiger mit Blick auf die Komplexität der unternehmerischen Maßnahme als kurz einzustufender Zeitraum ist nicht ausreichend lang, um das zeitliche Moment für eine Hochrechnung erfüllen zu können (vgl. Senat, Beschluss vom 29. April 2011 – 21 W 13/11 –, Juris Rdn. 17 ff.; vgl. ferner für einen Zeitraum von knapp 6 Monaten OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011 – 20 W 3/09 –, Juris Rdn. 87 ff.; Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2229 in der Regel erst über 7 Monate; Decher, ZIP 2010, 1673, 1676 mindestens 7 Monate bei Squeeze out, Bucker; NZG 2010, 967, 970 mindestens 7 ½ Monate).

c) Dem Landgericht ist ferner darin zuzustimmen, dass eine Schätzung des anteiligen Unternehmenswertes der Gesellschaft jedenfalls nicht zu einem Wert über 24,23 € führt, weswegen sich die angemessene Barabfindung an der Höhe des oben genannten Börsenkurs bemisst.

aa) Im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung ist der Unternehmenswert gemäß § 287 Abs. 2 ZPO anhand einer anerkannten Wertermittlungsmethode zu schätzen. Diese Schätzung ist vom erkennenden Gericht vorzunehmen, das sich insoweit nicht auf eine reine Plausibilitätsbetrachtung beschränken kann (so auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Juris Rdn. 176 ff.).

Gleichwohl ist der unter Bezugnahme auf einen Aufsatz von Lochner (AG 2011, 692, 693 f.) aufgestellten Forderung einiger Antragsteller, im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden, ebenfalls nicht zu folgen. Denn mit der von den Antragstellern eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern

nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08 -, Juris Rdn. 118).

Soweit gleichwohl in manchen – auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfGE 100, 289, 298, 306) – von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung letztlich dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Diese Erkenntnis ist zugleich bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ist nämlich die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einer gerichtlich bestellten Prüferin untersuchte Wertbemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem angemessenen, d.h. zugleich nicht allein richtigen Ausgleich führen (ähnlich KG, WM 2011, 1705). Das schließt eine hiervon abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses (vgl. dazu OLG Frankfurt, WM 2010, 1841) nicht aus und zwar selbst in dem Fall nicht, in dem der Wertbemessung durch die Gesellschaft die allgemein anerkannte Ertragswertmethode zugrunde gelegen hat. Insoweit ist die gerichtliche Überprüfung nämlich stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat.

Solange allerdings sowohl das der Abfindung zugrunde gelegte Ergebnis der Wertermittlung als auch die Einzelschritte auf dem Weg dorthin nachvollziehbar und plausibel sind, ist es zumindest naheliegend, wenn nicht gar geboten, die jeweils für sich gesehen vertretbaren Methoden und Einzelwerte aus der vorgelegten Unternehmensbewertung für die eigene

Schätzung des Gerichts als Grundlage nutzbar zu machen und nicht durch andere, gleichfalls nur vertretbare Annahmen, Prognosen und wertende Ergebnisse zu ersetzen.

Soweit die Antragsteller zu 45) u.a. geltend machen, im Rahmen des Spruchverfahrens müsse zur verfahrensrechtlichen Absicherung des verfassungsrechtlich gewährten Schutzes des Eigentums gewährleistet werden, dass die Abfindung und der damit verbundene Unternehmenswert auf ihre Richtigkeit und nicht lediglich auf ihre Vertretbarkeit überprüft werden, kann dem nicht nur mit Blick auf die geforderte Richtigkeitskontrolle, sondern auch in Bezug auf die daraus gezogene Konsequenz des Gebotes einer eigenständigen Ermittlung aller Schätzgrundlagen durch das Gericht unabhängig von der bereits vorliegenden und sachverständig geprüften Bewertung nicht gefolgt werden.

Zuzugeben ist den Antragstellern insoweit zwar, dass die Übernahme lediglich vertretbarer Elemente der Wertermittlung durch das Gericht im Ergebnis häufig den Anschein einer reinen Plausibilitäts- oder Vertretbarkeitsprüfung der gewährten Abfindung nach sich zieht. Dies steht der hier skizzierten Vorgehensweise gleichwohl nicht entgegen.

Hierbei wird nämlich bereits die zuvor genannte Gesamtschau des Wertermittlungsprozesses außer Acht gelassen. Diese gesonderte Betrachtung des ermittelten Ergebnisses ist für die eigene Schätzung des Gerichts unerlässlich. Denn eine Kombination jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte etwa für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor und den Wachstumsabschlag, können gleichwohl zu einem unrealistischen Kapitalisierungszins und in der Folge einer unangemessenen Abfindung führen.

Darüber hinaus steht einer Schätzung des Gerichts unabhängig von der seitens der Gesellschaft vorgelegten Wertermittlung sowie den darin enthaltenen Prognosen und Wertungen eine vom Gesetzgeber anders vorgesehene, vom Bundesverfassungsgericht als verfassungsgemäß ausdrücklich anerkannte Grundkonzeption des Gesetzes entgegen (vgl. BVerfGE 100, 289, 302 ff.). Diese Konzeption geht nämlich nicht davon aus, dass die Abfindung erstmals durch das Gericht festgesetzt wird. Stattdessen erfolgt eine Festlegung zunächst durch die betroffenen Gesellschaften selbst, die sodann einer Überprüfung durch eine gerichtlich bestellte und insoweit grundsätzlich als unabhängig anzusehende sachkundige Person unterzogen wird. Erst sofern der auf diese Weise ermittelte und überprüfte Wert die Billigung der erforderlichen Mehrheit der Gesellschaft findet und die

unternehmerische Maßnahme in Form einer entsprechenden Beschlussfassung umgesetzt wird, kommt im Anschluss hieran im Fall seiner Anrufung die weitere Überprüfung durch das Gericht in Betracht. Diese Überprüfung erfolgt zwar durch eine eigenständige Schätzung des Gerichts. Diese Schätzung hat aber auf der Grundlage der vorgelegten Unternehmensbewertung sowie der hiergegen vorgebrachten Einwände zu erfolgen, wie sich nicht zuletzt aus dem in § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG verankerten Begründungserfordernis ergibt. Wäre demgegenüber als Grundlage der Schätzung nicht regelmäßig auf die vertretbaren Methoden und Prognosen der bereits vorliegenden Wertbemessung zurückzugreifen, sondern ersetzte das Gericht die vorhandenen Annahmen durch eigene, ebenfalls nur vertretbare Annahmen, wäre dem Ansatz der Überprüfung einer bereits bestimmten Abfindung auf ihre Angemessenheit hin der Boden entzogen. Dass dabei die Schätzung des Gerichts von der vorgelegten Wertbemessung auszugehen hat und mithin faktisch im Falle der Vertretbarkeit der aufbereiteten Schätzgrundlagen einer gewissen Beschränkung unterliegt, findet seine Rechtfertigung nicht nur in der vom Gesetzgeber so vorgesehenen Vorgehensweise, sondern zugleich in der zuvor erfolgten Prüfung durch einen sachverständigen Prüfer.

Hinzu kommt, dass ein Anspruch der Minderheitsaktionäre auf die Umsetzung eines Meistbegünstigungsgebotes nicht besteht (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Juris Rdn. 187). Entsprechend lassen sich der Verfassung keine Vorgaben dahingehend entnehmen, von zahlreichen vertretbaren Einzelwerten müsse jeweils der höchste genommen werden, um die verfassungsrechtlich gebotene Entschädigung gewährleisten zu können. Dies ergibt sich bereits daraus, dass auch dieses Vorgehen nicht zu einem „richtigen“ Anteilswert, sondern nur zu dem denkbar höchsten Wert führen würde.

Überdies ist das Spruchverfahren zumindest auch unter dem Gesichtspunkt einer Verhältnismäßigkeit zwischen Aufwand und Dauer des Verfahrens einerseits gegenüber einem damit verbundenen Erkenntnisgewinn andererseits zu betrachten (vgl. OLG Frankfurt, WM 2010, 1841, 1858; OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05 –, Juris Rdn. 41). Hiermit wäre sowohl unvereinbar, wenn die Gerichte stets eine Planung der zukünftigen Erträge neu aufstellen würden und zwar unabhängig davon, dass die vorgelegten Zahlen ihrerseits vertretbar sind, als auch, wenn sie etwa mit Blick auf den Kapitalisierungszins die Zusammenstellung einer Peer Group bei der Ermittlung des Betafaktors regelmäßig nochmals vornehmen würden, obgleich an der Plausibilität der vorgelegten Auswahl keine durchgreifenden Bedenken bestünden.

Durch diese im Ergebnis eingeschränkte Prüfdichte in Bezug auf die Schätzungsgrundlagen wird zugleich der Sinn und Zweck des Spruchverfahrens als verfassungsrechtlich gebotenes Mittel der gerichtlichen Kontrolle zur Verhinderung der missbräuchlichen Ausübung wirtschaftlicher Macht der Mehrheit gegenüber der Minderheit nicht unterlaufen. Denn von einem Missbrauch kann keine Rede sein, solange der seitens der Gesellschaft ermittelte Unternehmenswert seiner Höhe nach vertretbar und damit ein mögliches, wenngleich naturgemäß nicht zwingendes Ergebnis einer gerichtlichen Schätzung darstellt.

bb) Folglich genügt es ebenfalls, dass es sich bei der hier zur Anwendung gelangten Ertragswertmethode um eine von mehreren allgemein anerkannten Wertermittlungsmethoden handelt. Unter Anwendung dieser Methode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge der Eurohypo AG zu schätzen und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag, d.h. hier den 29. August 2007, abzuzinsen. Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und andere Sonderwerte sind hinzuzurechnen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Juris Rdn. 91).

cc) Soweit es die zu kapitalisierenden Ergebnisse anbelangt, bestehen gegen die im Einzelnen im Vertragsbericht dargelegten und erläuterten Ertragszahlen keine durchgreifenden Bedenken.

aaa) Die Ertragszahlen sind in dem der Hauptversammlung vorgelegten Unternehmenswertgutachten – entwickelt aus den um Sondereinflüsse bereinigten Ergebnissen der Vorjahre (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 21 ff.) – für eine Detailplanungsphase im Zeitraum vom Jahr 2007 bis zum Jahr 2009 als Einzelwerte ausgewiesen. Ab dem Jahr 2010 sind – wie in der Unternehmensbewertung üblich – gleichbleibende Beträge als vereinfachender Ausdruck einer Phase ewiger Rente unterstellt worden (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 21 ff., Prüfbericht S. 28 ff.). Dabei wurde die Konzernplanung im Rahmen der Detailplanungsphase aus einer für die einzelnen sieben Divisionen getrennt aufgestellten Rechnung entwickelt (Stellungnahme im Vertragsbericht S. 24 ff.). In der Phase der ewigen Rente erfolgte die Fortschreibung der Werte des letzten Detailplanungsjahres direkt auf Konzernebene (Stellungnahme im Vertragsbericht S. 33 ff.). Hierbei fand die Finanzkrise aufgrund der Unsicherheit der weiteren Entwicklung keine gesonderte Berücksichtigung bei der Planung.

bbb) Diese bei der Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Planungen der Erträge und Aufwendungen sowie die daraus entwickelten Unterstellungen für die zu kapitalisierenden Ergebnisse unterliegen nur einer eingeschränkten Prüfung durch die Gerichte. Bei den – aus der maßgeblichen Sicht des Bewertungsstichtages - in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Gesellschaft handelt es sich nämlich in erster Linie um ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen. Zudem dürfen sie nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung aber auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05 – Juris Rdn. 65; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17.11.2008 - I-26 W 6/08 -, Juris Rdn. 26; OLG Düsseldorf, AG 2008, 498, 500; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Rdn. 351).

ccc) Vor dem Hintergrund dieses eingeschränkten Prüfungsmaßstabes vermögen die Antragsteller mit ihren Einwänden gegen die zu kapitalisierenden Ergebnisse nicht durchzudringen. Entsprechend hat das Landgericht zu Recht die Ergebnisplanungen der Antragsgegnerin übernommen, ohne dass hierfür die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens oder gar die umfassende sachverständige Neubewertung der Eurohypo AG erforderlich gewesen wäre. Denn überzeugende Ansatzpunkte dafür, dass die Annahmen nicht realistisch seien oder die Planung Widersprüche aufweise, sind von den Antragstellern nicht aufgezeigt worden (α). Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der zum Bewertungsstichtag gerade ausgebrochenen, wenngleich in ihren konkreten Auswirkungen noch nicht absehbaren Finanzkrise sowie der dadurch verursachten erhöhten Planungsunsicherheit (β).

α) Auch wenn man von einer etwaig zu korrigierenden Einschätzung aufgrund der sich zum Bewertungsstichtag abzeichnenden Finanzkrise absieht, vermögen die Antragsteller keine überzeugenden Anhaltspunkte dafür aufzuzeigen, dass die Annahmen zu den zu kapitalisierenden Ergebnissen unrealistisch wären oder die Planung in sich widersprüchlich wäre.

(1) Nicht zu überzeugen vermögen zunächst die Einwände der Antragsteller, soweit sie sich gegen die Detailplanung der Antragsgegnerin auf Segmentebene beziehen.

(1.1) Im Bereich Corporate Banking Germany sieht die Planung der Antragsgegnerin einen Rückgang des Zins- sowie des Provisionsüberschusses in den Planjahren 2007 bis 2009 gegenüber den letzten Ist-Jahren vor (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 24). Diesen Rückgang halten die Antragsteller aus verschiedenen Gründen für nicht plausibel. Dem vermag sich der Senat nicht anzuschließen.

So hat die Antragsgegnerin nachvollziehbar dargelegt, dass aufgrund sinkender Margen eine Neuausrichtung in dem Geschäftszweig geplant sei, gleichwohl die Stärkung innovativer Kapitalmarktprodukte den Margenrückgang nur teilweise kompensieren könne und dies zudem Eigenkapitalentlastungsmaßnahmen erforderlich mache, die sich negativ auf den Provisionsüberschuss auswirken würden. Dieser in sich widerspruchsfreien näheren Erläuterung des geplanten operativen Ergebnisses sind die Antragsteller nicht mehr substantiiert entgegen getreten. Die von der Antragsgegnerin abgegebene Erklärung wird überdies durch den Umstand bestätigt, dass der Return on Equity in dem genannten Zeitraum der Planung zufolge von 11,6 % auf 12,1 % steigt.

(1.2) Ferner vertreten die Antragsteller die Auffassung, die Planung im Bereich des standardisierten Privatkundengeschäfts (Retail Banking) sei nicht nachvollziehbar. Dieser Einschätzung vermag der Senat ebenfalls nicht zu folgen.

Bereits im Vertragsbericht weist die Antragsgegnerin darauf hin, dass die Eurohypo AG in diesem Segment aufgrund einer geplanten Neuausrichtung kein Neugeschäft mehr plane und die Commerzbank AG ihren Altbestand seit dem 1. Februar 2007 übernommen habe (Stellungnahme im Vertragsbericht S. 29). Diese strategische Neuausrichtung ist vor dem Hintergrund der Eingliederung der Eurohypo AG in den Konzern der Commerzbank AG naheliegend und bedurfte entgegen der Auffassung einiger Antragsteller keiner näheren Hinterfragung durch den sachverständigen Prüfer. Überdies hat die Antragsgegnerin nachvollziehbar dargelegt, dass bei dem Abbau von Altbeständen der Zinsüberschuss verhältnismäßig schneller sinke als die Risikovorsorge, weil gerade gegen Ende eines Kreditengagements häufig zusätzliche Risikovorsorge erforderlich werde. Widersprüchlich ist

dabei ebenfalls nicht der Umstand, dass der Abbau sich nicht völlig gleichmäßig über die einzelnen Geschäftsjahre des Detailplanungszeitraumes vollzieht.

(1.3) Des Weiteren sehen die Antragsteller Defizite im Bereich der Segmentplanung Public Finance/Global Market. So sei es vor dem Hintergrund des erklärten Bestrebens, sich zukünftig auf margenträchtigeres internationales Geschäft konzentrieren zu wollen, widersprüchlich, gerade im Bereich Public Finance/Global Market einen Rückgang des operativen Ergebnisses von 205 Mio. € im Jahr 2006 auf etwa 150 Mio. € in den Planjahren 2007 und 2008 zu unterstellen.

Ein Widerspruch ist jedoch nicht zu erkennen, da der geplante Zinsüberschuss in demselben Zeitraum erheblich ansteigt und sich der Rückgang aus einem ungewöhnlich erfolgreichen Handelsergebnis im Jahr 2006 erklärt. Allein dieses außergewöhnlich positive Handelsergebnis kann in den Planjahren nicht mehr erzielt werden. Demgegenüber hat die angekündigte Konzentration auf das internationale Geschäft in der Zukunft seinen Niederschlag in dem geplanten erheblichen Anstieg des Zinsüberschusses gefunden (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 30). Zudem wird der geplante Ausbau dieses Bereichs durch den vorgesehenen kontinuierlichen Anstieg der Verwaltungskosten aufgrund steigender Mitarbeiterzahlen bestätigt.

Widersprüchlich sei – so die Antragsteller – ferner der Anstieg des Zinsüberschusses in diesem Segment von 50 % im Vergleich des Jahres 2006 zu dem Jahr 2007 bei gleichzeitigem Sinken des operativen Ergebnisses um 25 % in demselben Zeitraum. Jedoch sind – wie auch die Antragsteller nicht verkennen – die unterschiedlichen Zahlen auf die Entwicklung des Handelsergebnisses zurückzuführen. Dessen negative Entwicklung hat die Antragsgegnerin widerspruchsfrei mit der (einmaligen) Auflösung von Passivposten erklärt, ohne dass diesem Vorbringen die Antragsteller noch dezidiert entgegen getreten wären.

(1.4) Mit Blick auf die in einem eigenen Segment erfassten Divisions- bzw. segmentübergreifenden Sachverhalte rügen die Antragsteller vornehmlich, der dort vorgesehene Ausweis von jährlich 40 Mio. € Verlust bei der Position „Provisionsüberschuss“ (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 31) sei nicht nachvollziehbar.

Dies ist aufgrund des bereits im Vertragsbericht enthaltenen Hinweises auf notwendige Eigenkapitalentlastungsmaßnahmen im Bestandsportfolio nicht zutreffend. Überdies machen die Antragsteller keine substantiierten Angaben dazu, weshalb die veranschlagte Summe ihrer Größenordnung nach unplausibel sei. Allein der (zutreffende) Hinweis darauf, dass der Betrag etwa 25 % über demjenigen des letzten Ist-Jahres liege, genügt hierfür jedenfalls nicht, weil auch in den übrigen betrachteten Ist-Jahren Veränderungen von über 15 % bzw. knapp 18 % zu verzeichnen waren. Im Übrigen hätte selbst eine Fortschreibung des Wertes aus dem letzten Ist-Jahr in Höhe von 33 Mio. € aufgrund der gemessen am gesamten operativen Ergebnis geringen absoluten Differenz von 7 Mio. € keine nennenswerte Auswirkung auf den Unternehmenswert.

(2) Nicht zu überzeugen vermögen ebenfalls die Einwände, soweit sie die auf Konzernebene prognostizierten Ergebnisse während der Detailplanungsphase betreffen.

(2.1) Fehl geht zunächst die Rüge, der Rückgang des operativen Ergebniswachstums von 20 % in den Jahren 2005 und 2006 auf nur noch 8 % in den Planjahren ab 2007 (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 31) sei nicht hinreichend erläutert worden.

Die hohe Wachstumsquote vom Jahr 2005 auf das Jahr 2006 beruhte auf dem bereits im Rahmen der Segmentplanung angesprochenen, ungewöhnlich erfolgreichen Handelsergebnis des Jahres 2006, das sich seiner Natur nach nicht kontinuierlich reproduzieren lässt. Im Übrigen werden nachvollziehbar und plausibel fast konstante Steigerungen des operativen Ergebnisses in absoluten Zahlen zugrunde gelegt.

(2.2) Bei der Rüge einiger Antragsteller, in den Plandaten befänden sich Aufwendungen für Erweiterungsinvestitionen, deren Erträge aber keine Berücksichtigung gefunden hätten, handelt es sich um eine rein spekulative, nicht näher begründete Vermutung, die die vorgelegten Planzahlen weder als unrealistisch noch als widersprüchlich erscheinen lassen kann und gleichfalls mangels konkretem Anhalt keinen Anlass zu Ermittlungen von Amts wegen bietet.

(2.3) Nicht nachvollziehbar ist ferner die Rüge einiger Antragsteller, die vorgelegte Planung der Antragsgegnerin berücksichtige nicht das gewinnträchtige Osteuropa- und Asiengeschäft der Eurohypo AG. Dem neuen Absatzmarkt Asien ist in der Planung ein zuvor nicht

bestehendes neues Segment Corporate Investment Banking Asia/Pacific gewidmet worden (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 28).

Dieses hat entsprechend mit einem stark steigenden, operativen Ergebnis in die Konzernplanung Eingang gefunden (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 39). Ebenfalls die erwartete Intensivierung des Osteuropa- bzw. Russlandgeschäfts ist im Vertragsbericht ausdrücklich angesprochen worden (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 25) und hat entsprechend seinen Niederschlag in der Planung der Ergebnisse gefunden.

Soweit des Weiteren hierzu angeführt wird, bei einem Neuausbau des Geschäftsfeldes müssten in der Phase der ewigen Rente höhere als die veranschlagten Überschüsse erwirtschaftet werden können, handelt es sich nur um das Bemühen, die Planung der Antragsgegnerin durch eine andere, ihrerseits nicht mehr überzeugende Erwartung zu ersetzen.

(2.4) Ebenso wenig vermögen die Antragsteller eine fehlende Realitätsnähe oder gar eine Widersprüchlichkeit der Planzahlen dadurch aufzuzeigen, dass sie den von der Commerzbank AG an die Eurohypo AG zu zahlenden jährlichen Gewinnaufschlag für die Refinanzierung von deren privatem, erstrangigen Baufinanzierungsgeschäft neben der Übernahme der hiermit verbundenen Kosten ab dem Jahr 2008 mit 40.000 € (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 23) als „aberwitzig niedrig“ bezeichnen.

Über die bloße Wertung hinaus ist darin kein Anhalt für eine greifbare Begründung einer fehlenden Realitätsnähe der Planzahl zu entnehmen. Abgesehen davon hätte selbst eine ganz beträchtliche Erhöhung dieser Planzahl etwa durch die Fortschreibung des für das Jahr 2007 angenommenen Wertes in Höhe von 150.000 € keinerlei nennenswerte Auswirkung auf den geschätzten Unternehmenswert der Eurohypo AG.

(3) Die Einwände gegen die in der Phase der ewigen Rente ausschließlich auf Konzernebene ausgewiesenen Ergebnisse erweisen sich ebenfalls als letztlich nicht durchgreifend.

(3.1) Dass das zu kapitalisierende Ergebnis in der ewigen Rente unter demjenigen des Jahres 2009 liegt, findet seine unmittelbare Erklärung in der in Phase II unterstellten Thesaurierung in Höhe von jährlich 65,1 Mio. € (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 44). Abgesehen von dieser Thesaurierung steigt nämlich das zu kapitalisierende Ergebnis des Jahres 2010

gegenüber demjenigen des Vorjahres. Erweist sich mithin – wie noch darzulegen ist – die Thesaurierungsannahme als widerspruchsfrei, bestehen damit zugleich auch keine Bedenken gegen das von der Antragsgegnerin für die Phase der ewigen Rente veranschlagte zu kapitalisierende Ergebnis in Höhe von 566 Mio. € gegenüber 607,6 Mio. € im Jahr 2009. Auf diesen Zusammenhang hat mit zutreffender Begründung bereits die sachverständige Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme hingewiesen.

(3.2) Entgegen der Auffassung der Antragsteller realistisch und in sich widerspruchsfrei ist ebenfalls die Entwicklung der Risikovorsorge im Kreditgeschäft von dem letzten Detailplanungsjahr zur Phase der ewigen Rente.

Die Planung der Kreditvorsorge ist ausführlich im Vertragsbericht erläutert worden (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 34 ff.). Insbesondere ist dargelegt worden, dass die Vorsorgekosten auf einer für die Phase der ewigen Rente geschätzten Kreditausfallquote von 0,25 % beruhen. Dass diese Schätzung unrealistisch sein könnte, machen die Antragsteller nicht überzeugend geltend. Ergänzend hat die sachverständige Prüferin hierzu ausgeführt, dass zwar in der Phase der ewigen Rente mit einem Rückgang der Risikokosten in dem Segment Corporate Banking Deutschland gerechnet werde, dies jedoch durch gesteigerte Kosten in dem expandierenden Auslandsbereich überkompensiert werde. Diese Einschätzung ist plausibel. Dies gilt ebenfalls unter Berücksichtigung des Umstandes, dass in den Jahren der Detailplanungsphase die Risikovorsorgekosten streckenweise rückläufig waren. Wie sich nämlich aus der Darstellung der historischen Kreditausfallquote ergibt (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 35), ist diese – wie naheliegend – keineswegs konstant im Zeitablauf, sondern unterliegt teilweise erheblichen Schwankungen, was wiederum zu variierenden Risikovorsorgekosten über die Jahre hinweg führen kann.

(3.3) Nicht zu folgen vermag der Senat ebenso dem Einwand, es sei unplausibel, dass der Zinsüberschuss in den Jahren der Detailplanungsphase um jährlich 100 Mio. € wachse, sodann aber während der Phase der ewigen Rente als konstant angesehen werde.

Hierbei übersehen die Antragsteller, dass es gerade der Konzeption der ewigen Rente entspricht, dass sich das Unternehmen nunmehr in einem sogenannten Beharrungs- oder Gleichgewichtszustand befindet, bei dem sich die Veränderung der Zahlungsströme durch eine konstante Wachstumsrate abbilden lässt (vgl. WP Handbuch 2008, S. 53). Der insoweit

ebenfalls in Frage gestellte erwartete Rückgang des Zinsüberschusses nach Risikovorsorge beruht auf der erhöhten Risikovorsorge in der Phase der ewigen Rente. Diese Erhöhung ist – wie bereits dargelegt – im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung nicht zu beanstanden.

(4) Ferner erweist sich die geplante Thesaurierung als frei von Beanstandungen.

Bei den Thesaurierungen wird in der dem Unternehmensvertrag zugrunde gelegten Unternehmensbewertung eine Ausschüttungsquote von 40 Prozent unterstellt. Hinsichtlich der 60 Prozent der im Unternehmen verbleibenden Gewinne wird in der Detailplanungsphase zur Vereinfachung angenommen, dieser Gewinnanteil fließe den Aktionären in Form eines Wertbeitrages aus Thesaurierung in voller Höhe und mithin nicht durch Steuern reduziert zu. Hieraus ergibt sich ein Wertbeitrag aus Thesaurierung in den Jahren der Detailplanungsphase von 324, 377,2 und 407,5 Mio. €. Im Rahmen der ewigen Rente wird bei den 60 Prozent nicht ausgeschütteter Gewinne nochmals differenziert. Hier wird ergänzend unterstellt, dass 65,1 Mio. € pro Jahr als Eigenkapital dauerhaft im Unternehmen verbleiben müssen und mithin nicht direkt den Aktionären als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet werden können. Der direkt den Gesellschaftern steuerfrei zugerechnete Anteil beläuft sich damit in der Phase der ewigen Rente auf lediglich 358,2 Mio. €. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden.

Gegen die geplante Ausschüttungsquote von 40 % bestehen keine Bedenken. Sie ist Ausdruck der entsprechenden unternehmerischen Planung. Als solche unterliegt sie naturgemäß nur in sehr eingeschränktem Maße einer gerichtlichen Überprüfung (vgl. OLG Frankfurt, ZIP 2010, 729). Überdies hält sie sich – wie dem Senat aus zahlreichen anderen Verfahren hinlänglich bekannt ist – in dem regelmäßig zum Ausschüttungsverhalten angenommenen Rahmen (vgl. auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2011, Rdn. 498 ff.).

Die direkte Zurechnung der einbehaltenen Gewinne wiederum wirkt sich zugunsten und nicht zulasten der Antragsteller aus. Hierdurch wird die ansonsten anfallende persönliche Steuerbelastung vermieden. Ein Szenario, bei dem persönliche Steuern der Aktionäre vollständig vermieden würden – etwa durch eine Thesaurierung in Höhe von 100 % – entspricht demgegenüber nicht der allgemein beobachtbaren Realität und kann daher für eine realitätsbezogene Schätzung des Unternehmenswertes nicht herangezogen werden.

Näherer Erörterung bedarf vor diesem Hintergrund lediglich die zusätzliche Annahme dauerhaft thesaurierter Mittel in Höhe von 65,1 Mio. € in der ewigen Rente, die – den Angaben der Antragsgegnerin zufolge – den Aktionäre nicht in Form eines Wertbeitrages aus Thesaurierung zugerechnet werden können. Hierzu hat die sachverständige Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme ausgeführt, es handele sich um eine zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums erforderliche Thesaurierung. Das Erfordernis resultiere aus Mindest-Eigenkapitalregelungen für Kreditinstitute, aufgrund derer das Wachstum des Eigenkapitals in etwa mit dem Ergebniswachstum korrespondieren müsse, da andernfalls die Mindestausstattung mit Eigenkapital im Zeitablauf nicht erfüllt werden könne. Vorliegend habe man bei einem jährlichen Ergebniswachstum in der ewigen Rente von 1,3 % ein Wachstum des Kernkapitals von 1,1 % für erforderlich gehalten, woraus sich bei einem Kernkapital von 5.915,6 Mio. € der ausgewiesene Betrag ergebe. Dabei komme auch dieser dauerhaft einbehaltene Betrag den Aktionären letztlich zugute. Ohne die Thesaurierung ließen sich nämlich nicht die angenommenen Ertragszahlen generieren, die wiederum eine Eigenkapitalrendite (mit-)ermöglichten, die deutlich über dem Kapitalisierungszins liege.

Diese Erläuterungen sind realistisch und widerspruchsfrei. Sie korrespondieren mit den Einschätzungen, wie sie dem 5. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main bereits in dem vorangegangenen Verfahren zur Verschmelzung dreier Gesellschaften zur jetzigen Eurohypo AG unter dem Aktenzeichen 5 W 33/09 zur Beurteilung vorlagen und die Billigung des damals zur Entscheidung berufenen Senats gefunden haben (vgl. ZIP 2010, 729).

Soweit einige Antragsteller in diesem Zusammenhang vorbringen, die Planung in den Jahren 2007 bis 2009 zeige, dass eine volle Zurechnung der thesaurierten Beträge möglich sei, übersehen sie, dass das dort unterstellte Wachstum der Planung zufolge noch keine Erhöhung des Eigenkapitals erforderlich machte, dies aber keine Aussage darüber enthält, ob dies auch bei dem sich anschließenden Wachstum ab dem Jahr 2010 der Fall ist. Vielmehr spricht bei der angenommenen fehlenden Zufuhr neuen Eigenkapitals in den Jahren 2007 bis 2009 gerade mehr dafür, dass eine Eigenkapitalzufuhr aus thesaurierten Beträgen sodann in späteren Jahren erforderlich ist, um bei einer weiteren Ausdehnung des Geschäfts gleichwohl die gesetzlichen Eigenkapitalerfordernisse einhalten zu können.

Nicht zu überzeugen vermag ebenfalls der Einwand, der Wachstumsabschlag zur Sicherung einer realen Ergebnisgröße habe nichts mit dem Problem des Eigenkapitals bei

Volumenausdehnung zu tun. Die Verknüpfung beider Größen erfolgt durch die vom Gesetz geforderte Mindestausstattung mit Eigenkapital (vgl. §§ 10 ff. KWG in der bis zum 31. Dezember 2007 gültigen Fassung in Verbindung mit der Solvabilitätsrichtlinie und dort vornehmlich § 2 SolvV). Jede Geschäftsausweitung in Form zusätzlicher Kreditvergabe – sei sie bedingt durch eine Erhöhung des Marktanteils oder durch eine reale oder inflationsbedingte Ausweitung des Marktes bei gleichbleibendem Marktanteil – erfordert zusätzliches Eigenkapital. Mithin ist die Koppelung beider Größen durch die Gesetzeslage bedingt und hat zunächst nichts mit Annahmen zu den Ursachen für das Ergebniswachstum zu tun.

Entsprechend wird durch das in der Planung berücksichtigte Erfordernis einer zusätzlichen Thesaurierung auch nicht die Idee des Wachstums unangemessen relativiert. Insbesondere wird hierdurch nicht unterstellt, die Geschäftsausweitung erfordere zwingend weitere Investitionen. Vielmehr wird allein der Gesetzeslage, wie sie auf Hypothekenbanken wie die Antragsgegnerin zur Anwendung gelangt, Rechnung getragen.

Nicht zu überzeugen vermag schließlich der von einigen Antragstellern vorgebrachte Einwand, eine Thesaurierung sei trotz der Geschäftsausweitung nicht erforderlich, weil nicht nur das Kreditgeschäft, sondern auch das Eigenkapital inflationsbedingt ansteigen würde. Diese Überlegung greift zu kurz. Das Eigenkapital selbst ist eine nominelle Größe, deren Höhe von der Inflation unabhängig ist. Dies verkennen die Antragsteller zwar nicht und verweisen deshalb auf die Anlage des Eigenkapitals in Sachwerte. Doch ein durch Sachwertsteigerungen inflationsbedingtes Anwachsen des Eigenkapitals wird – selbst bei Auflösung der hierdurch entstehenden stillen Reserven – gerade verhindert, wenn das gesamte in einem Jahr erwirtschaftete Ergebnis ausgeschüttet oder auf andere Weise den Aktionären in Form eines Wertbeitrages aus Thesaurierung zugeführt wird. Für einen inflationsbedingten Anstieg des Eigenkapitals ist dann zwingend kein Raum mehr. Soweit in diesem Zusammenhang zusätzlich auf die Einhaltung von Beleihungsgrenzen aufgrund eines inflationsbedingten Anstiegs der Immobilienpreise verwiesen wird, kann die Richtigkeit dieses Gedankens dahinstehen, weil die Eigenkapitalanforderungen zusätzlich zu der Einhaltung der Beleihungsgrenzen von Hypothekenbanken wie der Antragsgegnerin zu beachten sind.

(5) Zu der Kritik einiger Antragsteller an den der Unternehmenswertplanung zugrunde gelegten Unternehmenssteuersätze hat die Antragsgegnerin ausgeführt, die Höhe der in der

Planung veranschlagten Sätze liege unterhalb der historischen Steuersätze. Zudem seien die Auswirkungen der Steuerreform im Jahr 2008 sowie der Umstand, dass im Auslandsgeschäft andere Unternehmenssteuern anfielen als in Deutschland, in der Planung berücksichtigt worden. Diesem Vortrag sind die Antragsteller nicht mehr näher entgegen getreten.

Soweit in diesem Zusammenhang ferner eingewandt wird, es seien Verlustvorträge nicht in Betracht gezogen worden, weist die Antragsgegnerin zu Recht darauf hin, dass es sich um Verlustvorträge der Commerzbank AG und nicht solche der Eurohypo AG handelt. Diese können – da es sich um einen bei der Commerzbank AG liegenden Vermögenswert handelt – ohnehin nicht den Aktionären der Eurohypo AG bei der Bewertung deren Gesellschaft zugute kommen. Dem widerspräche bereits die Orientierung an dem allgemein anerkannten Stand alone - Ansatz, nämlich der Ermittlung der Ertragswerte der beteiligten Unternehmen auf der Grundlage einer jeweils gesonderten Unternehmensfortführung (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 9. Februar 2010 – 5 W 33/09 -, Juris Rdn. 55; WP Handb 2008 Teil A Rdn. 84).

(6) Die Einwände gegen die vorliegenden Ergebniszahlen, die von Einzelwerten abstrahieren und stattdessen auf allgemein gehaltene Vergleiche gestützt werden, vermögen die Planung gleichfalls nicht zu erschüttern.

(6.1) Soweit einige Antragsteller geltend machen, der ermittelte Unternehmenswert sei unplausibel im Vergleich zu den kumulierten Unternehmenswerten der drei Gesellschaften, deren Rechtsnachfolger die Eurohypo AG aufgrund der Verschmelzung im Jahr 2002 geworden ist, hat hierzu die sachverständige Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme überzeugend die unterschiedlichen Bewertungssituationen im Jahr 2002 und in dem hier maßgeblichen Jahr 2007 dargestellt. Damit hat sie insoweit zu Recht auf die Situations- und Zeitpunktbezogenheit jeder Bewertung hingewiesen. Dies schließt nicht aus, dass sich zu einem späteren Zeitpunkt die Beurteilung des Unternehmenswertes verbessert. Gleichwohl handelt es sich stets um eine auf den jeweiligen Bewertungsstichtag und dessen Bewertungshorizont bezogene Beurteilung, die sich naturgemäß im Zeitablauf aufgrund geänderter Verhältnisse und Erkenntnisse unterschiedlich darstellen mag.

Im Übrigen ist eine offensichtliche Benachteiligung der Aktionäre der Eurohypo AG in diesem Zusammenhang bereits deshalb nicht erkennbar, weil der kumulierte

Unternehmenswert der im Jahr 2002 verschmolzenen Institute mit knapp 7 Mrd. € über eine Milliarde Euro hinter dem vorliegend angenommenen Unternehmenswert zurückgeblieben ist und dieser Umstand zwar nicht für sich genommen eine zutreffende Einschätzung des hier zu untersuchenden Wertes begründen kann, gleichwohl aber auch entgegen der Auffassung einiger Antragsteller nicht zu weiteren Nachforschungen Anlass zu geben vermag.

(6.2) Soweit die Antragsteller darüber hinaus geltend machen, die Planung orientiere sich nicht an dem vorgegebenen Ziel einer Eigenkapitalrendite von 15 %, ist diesem Einwand die sachverständige Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme entgegengetreten und hat dazu ausgeführt, dass die vorgelegten Planzahlen zu einer Eigenkapitalrendite nach Steuern von 14,8 % im Jahr 2007 über 16,1 % im Jahr 2008 und 17,5 % im Jahr 2009 hin zu 18 % ab dem Jahr 2010 führe.

Dem halten die Antragsteller zwar entgegen, dies sei nicht auf der Grundlage der vorgelegten Planzahlen nachvollziehbar. Hiermit überdehnen sie jedoch die Darstellungslast der Antragsgegnerin (vgl. zur Darstellungstiefe im Vertragsbericht BGH, AG 2006, 887). Dieser obliegt es zunächst, eine in sich nachvollziehbare, wenngleich nicht in allen Einzelheiten ausdifferenzierte Unternehmensbewertung vorzulegen. Auf der Grundlage dieser Informationen können die Antragsteller sodann Ansätze für Widersprüche in der vorgelegten Planung aufzeigen. Eine Widersprüchlichkeit wäre zwar in Betracht gekommen, wenn die Behauptung einer hinter dem von der Unternehmensführung der Eurohypo AG formulierten Zielwert zurückbleibenden Eigenkapitalrendite sich bewahrheitet hätte. Hierfür müssten aber von den Antragstellern Anhaltspunkte vorgetragen werden, nachdem die Antragsgegnerin dezidiert jeweils die ihrer Ansicht nach in der Planung enthaltenen Renditen mitgeteilt hat. Ansonsten wäre auf jede ins Blaue hinein erfolgte Behauptung eine vollständige, ins Detail gehende Überprüfung der Planung erforderlich. Dies entspricht jedoch nicht der vom Gesetzgeber vorgesehenen Prüfungstiefe eines Spruchverfahrens, wie sich bereits aus den Anforderungen an die Antragschrift mit Blick auf die Erhebung konkreter Einwendungen ergibt, § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG. Da die Antragsteller auf die konkretisierenden Werte der gerichtlich bestellten Prüferin deren Angaben nur noch als nicht nachvollziehbar bestritten haben, war diesem Vorbringen auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes nicht weiter nachzugehen.

β) Über die isolierte Beurteilung der vorgelegten Planzahlen hinaus hat das Landgericht im Ergebnis zutreffend überdies die Einschätzung einer realistischen, jedenfalls aber nicht zulasten der Antragsteller zu pessimistischen Planung durch die spätere Entwicklung der Finanzkrise als bestätigt angesehen.

Zwar ist mangels Vorhersehbarkeit der Entwicklung den Antragstellern darin beizupflichten, dass die spätere Finanzkrise nicht zwingend einen geringeren Ertragswert zu begründen vermag. Umgekehrt spricht die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung, die zum Zwecke der Plausibilisierung eingeschränkt Beachtung finden darf, jedoch keinesfalls für eine zu negative Einschätzung der Ertragsentwicklung der Eurohypo AG durch die Antragsgegnerin. Stattdessen führt der damalige hohe Grad an Verunsicherung zu einem erweiterten Planungsermessen, das jedenfalls nicht zuungunsten der Antragsteller überschritten worden ist.

Dem steht das Stichtagsprinzip nicht entgegen. Denn bereits in der Wurzel begründete Umstände haben selbst dann Berücksichtigung zu finden, wenn es sich nur um eine im Kern angelegte und absehbare Entwicklung handelt. Dies ist mit Blick auf die zeitlich vorgelagerte Subprime-Krise und – wenngleich in sehr eingeschränktem Maße – für die sich anschließende allgemeine Finanzkrise mit ihrer Störung des Interbankenmarktes und den damit in Zusammenhang stehenden Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu bejahen.

In diesem Zusammenhang kann den Antragstellern nicht gefolgt werden, diese allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklungen würden von der seitens des Bundesgerichtshofs entwickelten Wurzeltheorie nicht erfasst. Insbesondere spielt es für die Anwendung der Wurzeltheorie keine Rolle, ob es sich um eine für die Gesellschaft relevante Marktentwicklung handelt oder ob in der Gesellschaft selbst bestehende Umstände in Rede stehen. So ist nicht einzusehen, warum die Anwendung der Wurzeltheorie auf betriebswirtschaftliche Aspekte beschränkt sein sollte und nicht zugleich alle wertbildenden Faktoren erfasst. Dies lässt sich – anders als manche Antragsteller meinen – jedenfalls nicht mit dem Wortlaut von § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG, der auf die Verhältnisse der Gesellschaft abstellt, begründen. Denn zu den Verhältnissen der Gesellschaft zählt selbstverständlich auch das Marktumfeld, in dem die Gesellschaft agiert. Andernfalls ließe sich eine sachgerechte, methodisch allgemein anerkannte Ertragswertermittlung nicht durchführen. Gleichzeitig dient die Wurzeltheorie erkennbar der zeitlichen und nicht der inhaltlichen Abgrenzung. Entscheidend ist ohne weitere inhaltliche Differenzierung nur, dass es sich um einen wertbeeinflussenden Faktor

handelt. Dass wiederum die Subprime-Krise das für die Eurohypo AG relevante Marktumfeld nachhaltig beeinflusst hat und dadurch einen wesentlichen, den Wert der Gesellschaft beeinflussenden Umstand darstellt, wird durch deren Auswirkung auf die Jahresabschlüsse der Eurohypo AG in den Jahren 2007 und 2008 belegt. So führte – den unwidersprochen gebliebenen Angaben der Antragsgegnerin zufolge – allein diese Krise zur notwendigen Abschreibung von Residential Mortgage Backed Securities im Jahr 2007 von 188 Mio. € und im Jahr 2008 von 454 Mio. €. Durch ihren starken Einfluss auf den Wert der Eurohypo AG unterscheidet sich die Finanzkrise gleichzeitig von allgemeinen, in ferner Zukunft liegenden, gleichwohl als solcher sowohl zum Bewertungsstichtag bereits angelegter und zudem grundsätzlich vorhersehbarer allgemeiner konjunktureller Entwicklungen, die ebenfalls bei der Schätzung zukünftiger Erträge der Gesellschaft nicht völlig ausgeblendet werden können.

Allerdings ist nicht jeder Umstand, der bereits zum Bewertungsstichtag angelegt ist, bei der Ertragsplanung zu berücksichtigen. Hinzu kommen muss vielmehr – entgegen einer jedenfalls zwischenzeitlich von der Antragsgegnerin vertretenen Auffassung – das zusätzliche Erfordernis der Vorhersehbarkeit der Entwicklung. Dies entspricht der ursprünglichen Formulierung des Bundesgerichtshofs, wie sie von den Instanzgerichten zu Recht aufgegriffen wurde (vgl. BGH, NJW 1973, 509, 511; Oberlandesgericht Stuttgart AG 2004, 43, 44; OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 33). Diese zusätzliche Voraussetzung ist notwendig, um eine Eingrenzung herbeizuführen, da andernfalls praktisch alle späteren Entwicklungen Berücksichtigung finden müssten. Zugleich bietet das Kriterium der Vorhersehbarkeit der Entwicklung den Wirtschaftsteilnehmern auch die notwendige Planungssicherheit. Sie werden auf diese Weise davor geschützt, dass eine Ex post - Sicht zu am Bewertungsstichtag nicht absehbaren Korrekturen bei der Abfindung oder beim Ausgleich führt (vgl. auch WP Handb 2008, Teil A Rdn. 54). Eine Abkehr von dieser Beurteilung vermag der Senat entgegen der von der Antragsgegnerin hierzu in Bezug genommenen Literaturmeinung (vgl. dazu Seetzen, WM 1999, 329, 333) dem dort zitierten, in seiner Formulierung letztlich vereinzelt gebliebenen Urteil des Bundesgerichtshofs vom 9. November 1998 (- II ZR 190/97 -, Juris Rdn. 12) ebenso wenig zu entnehmen wie dem von der Antragsgegnerin zur Stützung ihrer Auffassung herangezogenen Beschluss vom 4. März 1998 (BGHZ 138, 136, 140). Dies ergibt sich nicht zuletzt daraus, dass die vorrangig in der letztgenannten Entscheidung in Bezug genommene Fundstelle bei Hüffer, AktG, 3. Aufl., § 304, dort Rdn. 8 ihrerseits ohne Abgrenzung auf die ursprüngliche Entscheidung des Bundesgerichtshofs zur Wurzeltheorie vom 17. Januar 1973 (BGH, NJW 1973, 509, 511) verweist und ebenfalls die weiterhin

genannten Fundstellen keine Abgrenzung zur Wurzeltheorie in ihrer vom Erkenntnishorizont zum Bewertungsstichtag geprägten Form erkennen lassen.

Stellt man entsprechend nicht nur darauf ab, dass die Entwicklung in der Wurzel angelegt, sondern darüber hinaus absehbar gewesen sein muss, wird man zwar mit dem Landgericht davon auszugehen haben, dass nicht nur die Subprime Krise, sondern auch die sich anschließende Vertrauenskrise im Interbankenmarkt mit den sodann sich ergebenden realwirtschaftlichen Auswirkungen bereits zum Bewertungsstichtag angelegt waren. Jedoch waren nach Auffassung des Senats die konkreten negativen Entwicklungen, die die Wirtschaft im weiteren Verlauf der Finanzkrise nahm, nicht in diesem Sinne vorhersehbar. Insoweit schließt sich der Senat der Einschätzung der sachverständigen Prüferin an, wonach insbesondere die Nachhaltigkeit der sich erst abzeichnenden Entwicklungen auf den Finanzmärkten zum Bewertungsstichtag noch unklar war. Dies spiegelt sich letztlich ebenfalls in den unterschiedlichen, von den Beteiligten jeweils zur Stützung ihrer Auffassung angeführten Einschätzungen führender Institute oder Fachleute zu der damaligen Situation wider. Entsprechend war zum Bewertungsstichtag zwar bereits eine große Verunsicherung der Märkte zu konstatieren und zu berücksichtigen. Ein eindeutiger Trend zeichnete sich hingegen noch nicht ab und war demgemäß weder bei der Bewertung selbst noch bei deren nachträglicher Überprüfung durch die Gerichte zu unterstellen.

Dieser Einschätzung steht ebenfalls nicht der Hinweis der Antragsgegnerin auf die Entwicklung des Subprime Portfolios der Eurohypo AG sowie der darin enthaltenen und vor dem 1. März 2007 erworbenen Wertpapiere wie Collateralized Debt Obligations oder Residential Mortgage-Backed Securities entgegen. Insoweit wird zwar zu Recht geltend gemacht, die Eurohypo AG sei von der Subprimekrise betroffen worden und deren Auswirkungen hätten konkret die finanziellen und wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft nachteilig beeinflusst. Entsprechend wird von den Antragstellern auch nicht ausdrücklich bestritten, am Tag vor dem Bewertungsstichtag sei das Risikomanagement von möglichen Verlusten im Wertpapierbestand in Höhe zwischen 33 Mio. und 100 Mio. € ausgegangen. Wie die große Spannbreite erwarteter Verluste jedoch zeigt, ergibt sich hieraus in erster Linie nur die zu diesem Zeitpunkt bestehende erhöhte Unsicherheit. Dies wird überdies dadurch bestätigt, dass die für möglich gehaltenen Werte erheblich unter den tatsächlich realisierten, zum Bewertungsstichtag aber noch nicht vorhersehbaren Verlusten von 188 Mio. € im Geschäftsjahr 2007 und 454 Mio. € im Geschäftsjahr 2008 lagen.

Insbesondere folgt aus dem Vortrag der Antragsgegnerin aber auch weiterhin nicht eine bereits zum Bewertungsstichtag in ihrem konkreten Ausmaß und den damit verbundenen Folgen mögliche Absehbarkeit der Vertrauenskrise im Interbankenmarkt sowie der damit einhergehenden realwirtschaftlichen Auswirkungen, mithin der sich erst später entwickelnden Ausweitung der Subprimekrise in eine allgemeine Finanzkrise.

Zugleich ist aber eine bereits zum Bewertungsstichtag bestehende und durch die Subprime-Krise ausgelöste erhöhte Unsicherheit der Marktentwicklung zu verzeichnen. Diese sich zunächst nur in Ansätzen abzeichnende allgemeine Finanzkrise hat zur Folge, dass – mehr noch als in Zeiten weitgehend gesicherter wirtschaftlicher Entwicklung – unterschiedliche Annahmen und Planungen als realistisch eingestuft werden können. Insbesondere ist die von den Wirtschaftsprüfern eingenommene Sichtweise, die ersten Anzeichen der Krise bei der Bewertung und der Planung der zukünftigen Entwicklung weitgehend auszublenden, eine im Ansatz aus damaliger Sicht nicht unrealistische Beurteilung der Situation. Aus diesem Blickwinkel eines erhöhten Planungsermessens ist der vorgelegten Planung eine vertretbare Einschätzung der Ertragsfähigkeit der Eurohypo AG nicht abzusprechen.

Überdies ist zu konstatieren, dass die Nichtberücksichtigung der Finanzkrise in der vorgelegten Planung sowie die zusätzliche Anpassung der Unternehmensplanung aus dem Jahr 2006 durch eine Verringerung der Risikovorsorge im Jahr 2007 (Stellungnahme im Vertragsbericht S. 21) jedenfalls keine fehlende Realitätsnähe zulasten der Antragsteller beinhaltet. Dass insoweit die Annahme eines jedenfalls nicht positiven Einflusses der späteren Finanzkrise auf die Erträge der Eurohypo AG nicht unrealistisch war, zeigt die sich anschließende negative Entwicklung. Denn die Ertragslage hat sich tatsächlich im weiteren Verlauf als erheblich schlechter dargestellt, als sie geplant war. So war für das Geschäftsjahr 2007 das Ergebnis vor Steuern auf etwa 840 Mio. € geplant, lag aber tatsächlich bei nur 588 Mio. € und damit 12 % unter dem Vorjahreswert. Entsprechend konnte im Jahr 2008 statt des geplanten operativen Ergebnisses vor Steuern von 920,5 Mio. € nur ein Verlust von 1.409 Mio. € erzielt werden.

Ob und in welchem Umfang diese negative Entwicklung neben der gesamtwirtschaftlichen Situation ebenfalls auf den zum Bewertungsstichtag noch nicht geplanten und mithin nicht berücksichtigten Erwerb der Hypothekenbank in Essen AG zum Jahresbeginn 2008 zurückzuführen ist, bedarf dabei keiner näheren Analyse. Denn die Situation war zumindest

ebenfalls durch die Finanzkrise bedingt. Insofern ist die anderweitige Einschätzung eines positiven Einflusses der Finanzkrise aus heutiger Sicht fernliegend und aus damaliger Sicht zumindest nicht realistischer als die in den Planzahlen zum Ausdruck gekommene Annahme eines fehlenden Einflusses der Finanzkrise.

Entsprechend vermag die vermutlich ohnehin nur relativ zu verstehende Bemerkung des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Eurohypo AG, die Gesellschaft könne als Qualitätsanbieter aus der Subprime Krise Vorteile ziehen, jedenfalls keine andere Planung plausibler zu machen. Dass es sich – wie manche Antragsteller herausstellen – bei der Finanzkrise um ein vorübergehendes Phänomen handelt, dem in ferner Zukunft ein Aufschwung folgen wird, ändert nichts an dem negativen faktischen Einfluss der Finanzkrise auf den Wert der Eurohypo AG. Denn selbst wenn die geplanten Ertragswerte aufgrund einer konjunkturellen Erholung zu einem späteren Zeitpunkt erreicht werden können, würde gleichwohl der Ertragsstrom insgesamt geringer und zudem wertmindernd zeitlich versetzt anfallen.

Zutreffend ist das Landgericht davon ausgegangen, dass der der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Kapitalisierungszins keiner Korrektur bedarf.

Dabei dient der Kapitalisierungszins der Diskontierung der den Anteilseignern zukünftig zufließenden Erträge, um deren Barwert zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus einem quasi risikolosen Basiszinssatz sowie einem Risikozuschlag zusammen. Da der Unternehmensbewertung eine Nominalrechnung zugrunde liegt, ist in der Phase der ewigen Rente zudem ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Juris Rdn. 150).

aaa) Zunächst bestehen gegen den von der Antragsgegnerin herangezogenen Basiszins in Höhe von 4,5 % keine Bedenken.

Der Zins wurde ausweislich des Vertrags- und Prüfberichts (vgl. dort S. 38 respektive S. 47) anhand der zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Zinsstrukturkurve ermittelt. Dieser liegen die Zinssätze von Bundesanleihen mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren zugrunde. Gegen dieses Vorgehen bestehen – wie vom Oberlandesgericht Frankfurt am Main in ständiger

Rechtsprechung vertreten (vgl. etwa Beschluss vom 16. Juli 2010 – 5 W 53/09 –, Juris Rdn. 48 ff.) – keine methodischen Vorbehalte. Dies gilt sowohl für eine Bildung von Durchschnittszinssätzen über die letzten drei Monate vor dem Bewertungsstichtag zum Ausgleich von Zinsschwankungen (vgl. dazu etwa Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2009, 77 ff.) als auch für die Heranziehung von Bundesanleihen als einer einer sicheren Anlage weitgehend nahekommenden Wertanlage, wenngleich selbst mit Blick auf solche Anleihen ein theoretisches, praktisch bei der Unternehmensbewertung allerdings vernachlässigbares Restausfallrisiko besteht. Denn auf das theoretische Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen nicht verfügbar sind. Sie können daher weder mit Blick auf die Investition in das zu bewertende Unternehmen noch im Rahmen der Ermittlung des Risikozuschlages mithilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) als relevante Alternativanlage eine Rolle spielen. Dem Ansinnen einiger Antragsteller, den Basiszins um den per annum – Wert für Credit Default Swaps von Bundesanleihen zu reduzieren, war mithin nicht nachzukommen.

Dabei geht der Senat bei seiner eigenen Schätzung von den im Vertragsbericht ausgewiesenen und vom sachverständigen Prüfer bestätigten Wert von 4,43 % aus. Soweit das Landgericht seinen Berechnungen zufolge einen geringfügig abweichenden Wert von 4,6 % ermittelt zu haben scheint (vgl. Urteilsgründe S. 21), kommt es hierauf bereits deshalb nicht an, weil die Berechnung nicht offen gelegt worden ist und ihr – ausweislich der Urteilsgründe – vermutlich ein versehentlich falscher Bewertungsstichtag zugrunde liegt. Zudem führt das Landgericht selbst die Abweichung auf von ihm vermutete Rundungsfehler zurück.

Vom Grundsatz her zu Recht wenden sich die Antragsteller allerdings gegen die von der Antragsgegnerin im Rahmen der Bewertung vorgenommene Aufrundung von 4,43 % auf 4,5 %. Eine solche Aufrundung ist nicht geboten und entbehrt zugleich einer zwingenden Rechtfertigung (vgl. bereits OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Juni 2010 – 5 W 39/09 –, Juris Rdn. 34 ff.). Relevante Auswirkungen auf die angemessene Abfindung hat diese vereinfachende Annahme jedoch nicht. Insbesondere verbleibt es – alle anderen Werte als gleichbleibend unterstellt – bei einem unter dem durchschnittlichen Börsenkurs liegenden anteiligen Ertragswert (vgl. Angabe der sachverständigen Prüferin S. 63).

bbb) Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, da bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentliche Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Juris Rdn. 159 f.). Diese fundamentale Erkenntnis beruht auf dem Grundsatz der Risikoaversion der Marktteilnehmer und beinhaltet insoweit die Erklärung eines gesamten Wirtschaftszweiges, nämlich der Versicherungsbranche, die durch neuere Studien etwa der Deutschen Bank AG vom 12. September 2011 (vgl. Bl. 4567 ff. d. A.) nicht erschüttert zu werden vermag, wenngleich nach dieser Studie über einen langen Zeitraum hinweg in Deutschland die Rendite für Staatsanleihen oberhalb derjenigen von Unternehmensbeteiligungen gelegen hat. Folglich ist auch weiterhin von einem positiven Risikozuschlag auszugehen, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Diese Schätzung erfolgt auf der – nicht zu beanstandenden (vgl. OLG Düsseldorf, WM 2009, 2220, 2226) – theoretischen Basis des Capital Asset Pricing Modell (CAPM). Hiernach wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie) mit einem das unternehmensspezifische Risiko abbildenden Faktor (Betafaktor) multipliziert (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Juris Rdn. 158).

Im Ergebnis hält der Senat den von der Antragsgegnerin der Bewertung der Eurohypo AG zugrunde gelegten Risikozuschlag in einer Höhe von 4,95 % nach Steuern unter Berücksichtigung der erhöhten wirtschaftlichen Unsicherheit zum damaligen Bewertungsstichtag für realistisch.

(1) Die Marktrisikoprämie nach Steuern ist von der Antragsgegnerin mit 5,5 % veranschlagt worden. Sie ist damit einer (früheren) Empfehlung des IDW gefolgt, wonach die Nachsteuer-Marktrisikoprämie zwischen 5 % und 6 % anzusetzen sei (vgl. gutachtliche Stellungnahme im Vertragsbericht S. 40). Den Wert hält die sachverständige Prüferin sowohl in Bezug auf seine methodische Ermittlung als auch im Blick auf seine Höhe für nicht zu beanstanden (Prüfbericht S. 50).

Dieser Einschätzung schließt sich der Senat an. Dabei ist – wie der Senat nicht verkennet – die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten. Dies belegt schon die Vielzahl der Studien, die jeweils basierend auf unterschiedlichen Beobachtungszeiträumen, verschiedenen Vergleichsgrößen sowie

differierender Durchschnittsbildung zu zum Teil stark voneinander abweichenden Ergebnissen gelangen (vgl. etwa die Übersicht bei Druckarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 253 f.; Creutzmann/Heuer, DB 2010, 1301, 1305 f.). Eine allgemein anerkannte Höhe hat sich bislang nicht herausgebildet. Hinzu kommen grundsätzliche konzeptionelle Bedenken, die daraus resultieren, dass die erwähnten Studien jeweils die Ableitung historischer Marktrisikoprämien zum Gegenstand haben, zum Zwecke der Unternehmensbewertung aber der für die Zukunft erwartete Wert heranzuziehen ist.

Dies zwingt dazu, eine Prämie im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln, wobei gerade wegen der uneinheitlichen wissenschaftlichen Bewertung der Senat auch keinen nennenswerten Erkenntnisgewinn darin sieht, zum Zwecke der von ihm vorzunehmenden Schätzung ein zusätzliches Sachverständigengutachten zu der Frage der Höhe der Marktrisikoprämie einzuholen. Letztlich ist es daher angemessen, der damaligen Empfehlung des IDW, wonach die Marktrisikoprämie nach Steuern mit einem Wert zwischen 5% und 6 % anzusetzen sei, sich im Wege der Heranziehung des Mittelwertes von 5,5 % für den hiesigen Bewertungsstichtag anzuschließen. Dies entspricht im Übrigen gängigen Annahmen der Bewertungspraxis (vgl. etwa Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 128). Entsprechend hat auch das Oberlandesgericht Stuttgart eine Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,5 % für angemessen erachtet (vgl. Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Juris Rdn. 313; Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, Juris Rdn. 208 ff). Allerdings bezogen sich die Entscheidungen auf einen jeweils vor der Verabschiedung der Unternehmenssteuerreform 2008 fallenden Bewertungsstichtag, nämlich auf den 16. Februar 2007.

Mit Blick auf den letztgenannten Gesichtspunkt hat die sachverständige Prüferin in ihrem Prüfbericht zur Angemessenheit der von der Antragsgegnerin herangezogenen Marktrisikoprämie die Einschränkung gemacht, dem Wert liege die Annahme zugrunde, dass die Renditeforderung der Investoren nach Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuerbelastung eine konstante Größe darstelle und mithin die mit der Unternehmenssteuerreform einhergehende zusätzliche Belastung von Einkünften aus Aktien zu keiner Änderung der Marktrisikoprämie nach Steuern führe (vgl. Prüfbericht S. 50).

Ob die letztgenannte Einschränkung, die ebenfalls etwa von Stehle geteilt wird (vgl. Stehle, WpG 2004, 906, 910), zwingend ist, kann dahingestellt bleiben, weil zusätzlich zu der

Unternehmenssteuerreform zum 1. Januar 2008, die tendenziell zu einer geringeren Marktrisikoprämie nach Steuern führt (vgl. WP Handb 2008, 109; Hachmeister/Kühnle/Lampenius, WPg 2009, 1234, 1242), auch die am Bewertungsstichtag – wie dargestellt – in Ansätzen, d.h. im Hinblick auf ein erhöhtes Risiko, erkennbare Finanzkrise zu berücksichtigen ist, die voraussichtlich zu einer höheren Marktrisikoprämie führt (vgl. Ruiz de Vargas/Zollner, BewertungsPraktiker 2010, 2, 5; Schneller/Schwendener/Elsaesser, Der Schweizer Treuhänder 2010, 1, 5). Da beide Einflüsse gegenläufig sind, bestehen in der Gesamtschau gegen die Annahme einer Prämie von 5,5 % nach Steuern keine durchgreifenden Einwände (vgl. etwa auch Ruiz de Vargas/Zollner, BewertungsPraktiker 2010, 2, 7). Gleiches gilt, sofern man die Marktrisikoprämie nach Steuern als langfristig weitgehend konstanten Wert ansieht und als eine von eher kurzfristigen Einflüssen wie der Finanzkrise oder der Änderung des Steuerregimes unabhängige Größe einschätzt (so Stehle, WpG 2004, 906, 910; Schneller/Schwendener/Elsaesser, Der Schweizer Treuhänder 2010, 1, 6).

Die gegen diese Höhe der Marktrisikoprämie erhobenen Einwände der Antragsteller vermögen letztlich zu keiner anderen Beurteilung zu führen.

Nicht zu überzeugen vermag in diesem Zusammenhang der Hinweis, der von Stehle betrachtete Zeitraum, auf dessen Studie das IDW vornehmlich seine oben angesprochene Empfehlung stützt, sei zu weit gefasst, weil er auch die besondere Situation der fünfziger Jahre umfasse, die von einem so nicht wiederholbaren wirtschaftlichen Wachstum geprägt gewesen sei. Zum einen erfasst die genannte Studie bewusst nur die zweite Hälfte der fünfziger Jahre. Zum anderen ist für valide Ergebnisse ein möglichst langer Betrachtungszeitraum heranzuziehen, der gerade unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklungen einschließt und sich nicht lediglich auf eine scheinbar im Augenblick für die nähere Zukunft repräsentative Phase der Vergangenheit beschränkt.

Dem Einwand, bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie im Rahmen der Stehle-Studie aus dem Jahr 2004 sei die Laufzeitäquivalenz nicht gewahrt worden, weil als Anleihealternative zum DAX der REXP und damit ein Performanceindex synthetischer Kuponanleihen von weniger als sechs Jahren gewählt worden sei, statt auf Anleihen möglichst langer Laufzeit zurückzugreifen (vgl. dazu Knoll/Wenger, BewPraktiker 2011, 18), ist zwar darin zuzustimmen, dass Marktrisiko- und Laufzeiteffekte möglichst voneinander getrennt werden

sollten und daher im Zweifel längerfristige, sichere Anleihen für die Schätzung der Marktrisikoprämie heranzuziehen sind. Allerdings vermag der Senat der aus dieser Beobachtung gezogenen Schlussfolgerung, die ermittelte Marktrisikoprämie sei um etwa 1,2 bis 1,5 Prozentpunkte abzusenken, ebenso wenig zu folgen wie dem Vorschlag, als sichere Alternativinvestition seien 30-jährige Bundesanleihen bei der Schätzung der Marktrisikoprämie zu verwenden. Während die vorgeschlagene Alternativvermittlung schon an der Datenlage scheitert, weil die erste Auflage von 30-jährigen Bundesanleihen erst im Jahr 1986 erfolgte und auch dann der entsprechende Markt zunächst nicht hinreichend liquide war, handelt es sich bei dem Vorschlag einer Herabsetzung der ermittelten Prämie um etwa 1,3 % um eine in dieser Form nicht näher belegbare Schätzung, die mangels Datengrundlage ihrerseits keine erhöhte Überzeugungskraft aufzuweisen vermag.

Soweit die Antragsteller einwenden, statt des arithmetischen sei das geometrische Mittel heranzuziehen, ist diese Frage wissenschaftlich nicht geklärt, und es ist auch nicht belegt, dass sich die geometrische Methode gegenüber dem arithmetischen Mittel mittlerweile durchgesetzt habe. Stattdessen bemisst sich die Entscheidung, welches Mittel heranzuziehen ist, vornehmlich danach, ob man eine Anlage über den gesamten Zeitraum unterstellt – in diesem Fall ist das geometrische Mittel zugrunde zu legen – oder eine regelmäßige Veräußerung mit anschließender Wiederanlage der Veräußerungserlöse allerdings gleichfalls in ein Aktienportfolio für zutreffender hält (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 26.10.2006 - 20 W 14/05 – Juris, Rdn. 49). In letzterem Fall wäre auf das arithmetische Mittel abzustellen, wobei – worauf einige Antragsteller zu Recht hinweisen – sich sogleich im Anschluss die Frage nach dem zutreffenden Anlagezeitraum stellt (vgl. etwa Großfeld/Tönnies, BB-Spezial 2005, Nr. 7, 2, 5). Diese Frage kann jedoch ebenfalls keiner abschließenden Klärung zugeführt, sondern ist das Ergebnis einer wertenden Prognose (vgl. dazu ausführlich OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Juris Rdn. 362 ff.). Solange das Problem, welche Durchschnittsbildung vorzugswürdig ist, nicht abschließend gelöst ist, erscheint dem Senat – letztlich wie vom IDW empfohlen – sinnvoll, einen zwischen dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel liegenden Wert heranzuziehen. Dies mag zwar methodisch fragwürdig sein, ist im Rahmen einer Schätzung, die sich zwischen einer Vielzahl unterschiedlicher Werte zu entscheiden hat, hingegen ein geeigneter Weg, um eine realistische Marktrisikoprämie zu ermitteln.

Gegen die hier vertretene Höhe der Marktrisikoprämie spricht ferner nicht, dass in dem von einigen Antragstellern herangezogenen Gutachten der eine Marktrisikoprämie von 3 % nach Steuern befürwortet wird. Vielmehr ist dies nur einmal mehr Ausdruck für die unterschiedlichen Ansichten, die zu diesem Parameter in der Literatur, aber auch in der Rechtsprechung, vertreten werden. Aus dem gleichen Grund ist die Einholung eines weiteren Gutachtens zu dieser Frage entgegen der Auffassung einiger Antragsteller nicht geboten. Im Übrigen bezieht sich der dort zugrunde gelegte Wert (vgl. Anlagenband; dort S. 70) auf einen fünf Jahre vor dem hiesigen Stichtag liegenden Zeitpunkt und ist mithin für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag im August 2007 nur eingeschränkt von Relevanz.

Soweit einige Antragsteller die Auffassung äußern, die hier vertretene Marktrisikoprämie von über 5 % führe zu völlig unrealistischen Ergebnissen und habe zwingend zur Folge, dass jeder vernünftige Investor ausschließlich in Aktien investieren würde, handelt es sich um eine nicht näher belegte, vornehmlich intuitive Einschätzung der Marktverhältnisse. Sie basiert auf einem vermuteten geringeren Preis für die Übernahme von Risiko, vermag aber nicht die – wenngleich im Detail etwa mit Blick auf die betrachteten Anleihen und deren Laufzeiten angreifbaren – empirischen Studien generell in Frage zu stellen. Jedenfalls der überwiegende Teil dieser wissenschaftlichen Untersuchungen und insbesondere die vom Senat vornehmlich zur Überzeugungsbildung herangezogene Studie von Stehle (Stehle, WpG 2004, 906) erachten eine Prämie von 5 % und mehr für ein in der Vergangenheit gezahltes Entgelt für die Übernahme von Risiko als realistisch und stützen darauf zugleich ihre Einschätzung für das in Zukunft gezahlte Entgelt.

Zutreffend ist allerdings, dass in dem früheren Parallelverfahren im Gegensatz zu hier das Oberlandesgericht Frankfurt am Main durch den damals für Spruchverfahren noch zuständigen 5. Zivilsenat einen Risikozuschlag von 1,95 % nach Steuern für angemessen erachtet hat (vgl. Beschluss vom 9. Februar 2009 – 5 W 38/09 –, Juris Rdn. 27 ff.). Dies steht jedoch nicht in Widerspruch zu der hier vertretenen Auffassung. Denn der geänderte Risikozuschlag beruht zum Teil auf einem geringeren Betafaktor, auf den noch näher einzugehen sein wird, und nur zu einem anderen Teil auf einer geänderten Marktrisikoprämie. Soweit in dem dortigen Verfahren eine Marktrisikoprämie von 5 % veranschlagt wurde, steht dies ebenfalls letztlich in Einklang mit der hier für angemessen erachteten Marktrisikoprämie. Zu beachten ist nämlich, dass sich die beiden Werte nicht nur

auf unterschiedliche Bewertungsstichtage beziehen. Hinzu kommt insbesondere, dass die geschätzten Werte im Rahmen unterschiedlicher Bewertungsstandards herangezogen werden, nämlich einmal in Zusammenhang mit einer Bewertung nach IDW S1 2000 und sodann im vorliegenden Fall auf der Grundlage des Standards IDW S1 2005. Demgemäß handelt es sich bei dem hiesigen Wert um einen Nachsteuerbetrag, wohingegen damals ein Wert vor Steuern geschätzt wurde. Dass wiederum eine unmittelbare Schätzung des Wertes nach Steuern möglich ist, ist aus Gründen der Komplexitätsreduktion von der obergerichtlichen Rechtsprechung ebenso anerkannt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, Juris Rdn. 230) wie der Umstand, dass der Übergang in ein System der Berücksichtigung unterschiedlicher Besteuerung von Einkünften aus einer Aktienanlage gegenüber den Einkünften aus einer festverzinslichen Anlage zu einer deutlichen Änderung des Wertes nach Steuern führen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, Juris Rdn. 209 ff., dort Veränderung von 4,5 % vor Steuern auf 5,5 % nach Steuern).

Soweit ferner einige Antragsteller einwenden, es habe bei der Bemessung der Marktrisikoprämie keine Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008 stattgefunden, im Fall deren Berücksichtigung sei jedoch eine geringere Marktrisikoprämie zutreffend, weswegen auch das IDW mittlerweile von einer Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 4,5 % ausgehe, vermag ebenfalls dieser Gesichtspunkt zu keiner anderen Einschätzung zu führen. Zutreffend dürfte – wie bereits angesprochen – zwar sein, dass die Unternehmenssteuerreform ab dem 1. Januar 2008 (Prüfbericht S. 46) tendenziell zu einer höheren Marktrisikoprämie vor Steuern führt (vgl. Ruiz de Vargas/Zollner, BewertungsPraktiker 2010, 2, 5), allerdings gleichzeitig eine geringere Prämie nach Steuern zur Folge hat (vgl. Hachmeister/Kühnle/Lampenius, WPg 2009, 1234, 1242). Insoweit spricht einiges dafür, dass die relative steuerliche Schlechterstellung von Einkünften aus Aktien nur teilweise auf die Unternehmen überwälzt werden kann. Vielmehr ist es nicht unplausibel anzunehmen, dass die mit der Abgeltungssteuer steigende Steuerbelastung nicht in vollem Umfang zu höheren Vorsteuerrenditeforderungen an die Unternehmen führen wird.

Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass auch nach der Unternehmenssteuerreform 2008 die Veräußerungsgewinne auf Anteile, die bis zum 31. Dezember 2008 erworben worden sind, nach Ablauf der Spekulationsfrist steuerfrei sind. Dies dürfte für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag dazu führen, dass in relevantem Maße die Nachsteuer-

Marktrisikoprämien aufgrund der gegenüber festverzinslichen Papieren geringeren Steuerbelastung weiterhin oberhalb der Marktrisikoprämien vor der Einkommensteuerberücksichtigung liegen (so überzeugend die Stellungnahme im Vertragsbericht auf S. 40). Erst für deutlich spätere Bewertungsstichtage wird dieser Effekt sich kaum noch bemerkbar machen.

Hinzu kommt entscheidend, dass - wie bereits dargelegt - der hier maßgebliche Bewertungsstichtag bereits im Ansatz von einer erhöhten Unsicherheit mit Blick auf die weitere wirtschaftliche Entwicklung geprägt gewesen sein dürfte, was tendenziell zu höheren Marktrisikoprämien führt (vgl. Ruiz de Vargas/Zollner, *BewertungsPraktiker* 2010, 2, 5). Entsprechend geht der Senat für den hiesigen Bewertungsstichtag davon aus, dass der aus Sicht der Antragsteller günstige Steuereffekt den Effekt einer erhöhten Marktrisikoprämie aufgrund erhöhter wirtschaftlicher Unsicherheit jedenfalls nicht überkompensiert.

Zugleich ist der Senat aus verfahrensrechtlichen Gründen auch nicht gehalten, weitere Ermittlungen von Amts wegen etwa durch die Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Marktrisikoprämie generell oder zu einzelnen Einwänden gegen die bereits genannte Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (WpG 2004, 906) einzuholen.

Insoweit wenden zwar vornehmlich die Antragsteller zu 45) ua unter Bezugnahme auf einen Aufsatz von Lochner (AG 2011, 692) ein, es sei verfahrensfehlerhaft, bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie sich auf die Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 zu stützen (vgl. Stehle, WpG 2004, 906), ohne die der Studie zugrunde liegenden Rohdaten einer Überprüfung – etwa durch die sachverständige Prüferin – zugeführt zu haben. So hätten die Gerichte insbesondere in Spruchverfahren regelmäßig die Pflicht zur Überprüfung der Richtigkeit verwendeter Studienergebnisse, da nur so die verfassungsrechtliche Vorgabe einer vollen wirtschaftlichen Entschädigung erreicht werden könne. Wie sich aus der in einem anderen Spruchverfahren eingeholten Stellungnahme eines Privatgutachters (vgl. Bl. 4505 ff.) ergebe, sei es jedoch unmöglich, die Stehle-Studie ohne Einsicht in die Rohdaten zu überprüfen. Dies folge unter anderem daraus, dass der DAX erst zum Jahreswechsel 1987/1988 eingeführt worden sei, für die Daten vorher also durch Prof. Stehle selbst ein Auswahlindex mit einer entsprechenden Auswahlentscheidung habe getroffen werden müssen, deren Plausibilität ohne die entsprechenden Rohdaten nicht nachvollzogen werden könne.

Diese Kritik zieht hingegen nicht hinreichend in Betracht, dass es sich bei der Marktrisikoprämie, die aus Daten der Vergangenheit zur Einschätzung einer für die Zukunft geforderten Prämie gewonnen wird, zwingend um eine mit hohen Unsicherheiten behaftete Schätzung handelt, deren Ergebnis keiner endgültigen Gewissheit unterliegt. Maßgeblich ist daher nicht, ob die Stehle-Studie, die im Übrigen ausführlich erläutert wurde (vgl. WPg 2004, 926) und daher zahlreiche Anhaltspunkte für eine kritische Würdigung bietet, in allen Einzelheiten einer Überprüfung zugeführt werden kann, sondern ob sie insbesondere im Zusammenhang mit den Ergebnissen anderer Studien, allgemeinen Plausibilitätserwägungen, der Rechtsprechung anderer Gerichte und den Empfehlungen des einschlägigen Berufsverbandes als ausreichende Schätzgrundlage angesehen werden kann.

Insoweit ist zum einen zu berücksichtigen, dass die Überzeugungsbildung des Senats sich gerade nicht ausschließlich auf eine einzige Studie oder eine einzige Empfehlung stützt, sondern aus einem Gesamtbild von Informationen aus unterschiedlichen Erkenntnisquellen gespeist wird. Zum anderen ist aber auch der Einsicht Rechnung zu tragen, dass eine letztendliche Klärung der Höhe der Marktrisikoprämie selbst bei noch so hohem Aufwand nicht herbeigeführt werden kann. Das gilt insbesondere für einen Bewertungsstichtag wie den vorliegenden, der durch einen hohen Grad an Unsicherheit betreffend die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung geprägt ist und in dem nur mit besonderem Vorbehalt von Vergangenheitsdaten auf die für die Zukunft geforderte Marktrisikoprämie geschlossen werden kann.

Unter Berücksichtigung dieser beiden zentralen Aspekte ist selbst ohne eine nähere Untersuchung der Rohdaten der Stehle-Studie wie hier angenommen eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern eine sinnvolle Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswertes. Der Anregung der Antragsteller, die sachverständige Prüferin zu einer Stellungnahme aufzufordern, ob sie Einblick in die Rohdaten der Stehle-Studie hatte, war aus den vorgenannten Erwägungen zur Höhe der Marktrisikoprämie entsprechend nicht zu folgen. Gleiches gilt für die zahlreichen Beweisanträge zur Einholung von Sachverständigengutachten betreffend einzelne Streitfragen bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie (Bl. 4488 f.). Die Kritikpunkte, die darin zum Ausdruck kommen, sind lediglich einzelne Aspekte einer weiterhin geführten, regen Diskussion innerhalb der Wirtschaftswissenschaften, die jeweils für sich genommen jedenfalls derzeit keiner endgültigen Klärung zugeführt werden können, sondern teilweise von wertenden

Einschätzungen geprägt sind und unabhängig davon zwar Einfluss auf das Schätzergebnis haben, insgesamt gesehen jedoch die Höhe der hier vertretenen Prämie nicht in einem grundsätzlich anderen Licht erscheinen zu lassen vermögen.

(2) Auch der Betafaktor von 0,9 gibt unter Berücksichtigung aller Umstände und insbesondere in Anbetracht der erhöhten Unsicherheit zum Bewertungsstichtag betreffend die Einschätzung der weiteren, wirtschaftlichen Entwicklung keine Veranlassung für eine gerichtliche Korrektur.

Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Er drückt demnach die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus. Dabei misst der Faktor das systematische Risiko einer Aktie; er beschreibt, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist. Dies bedeutet, dass der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Juris Rdn. 163).

Vorliegend hat von der sachverständigen Prüferin gebilligt, den Betafaktor wegen mangelnder statistischer Signifikanz des eigenen Börsenkurses der Eurohypo AG anhand der Börsenkurse einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (so genannte Peer Group) ermittelt und auf 0,9 geschätzt (vgl. Vertragsbericht S. 40 ff.; Prüfbericht S. 51 f.; ergänzende Stellungnahme Bl. 2367 f.). Dieser Wert hält der gerichtlichen Nachprüfung im Ergebnis Stand.

Denn grundsätzlich ist anerkannt, dass der relevante Betafaktor anhand einer Peer Group geschätzt werden kann, sofern der eigene Wert der Gesellschaft nicht aussagekräftig ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, Juris Rdn. 254 f.; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 217 ff.). Ob vorliegend der eigene Betafaktor der Eurohypo AG hinreichend aussagekräftig ist, ist zwischen den Beteiligten umstritten. Dabei resultiert die Diskussion nicht zuletzt daraus, dass hier der aus den eigenen Kursen der Eurohypo AG abgeleitete Wert unstreitig bei lediglich 0,55 liegt und mithin einen deutlich höheren Unternehmenswert nach sich ziehen würde.

Vorliegend war es aber in Anbetracht der besonderen Umstände noch angemessen, von einer Verwendung des eigenen Betas der Eurohypo AG abzusehen und stattdessen auf die Werte vergleichbarer Unternehmen zurückzugreifen. Ob – wie die sachverständige Prüferin meint – es dabei stets vorzugswürdig ist, auf die Betawerte von Vergleichsunternehmen sich zu beziehen, weil Ziel die Abbildung der Rendite einer äquivalenten Alternativinvestition sei (vgl. Prüfbericht S. 51), ist zwar zweifelhaft, da die maßgebliche hypothetische Alternativinvestition eine möglichst genaue Abbildung einer Investition in Aktien der Eurohypo AG zu sein hat. Zweifelhaft ist ebenfalls, ob die Brauchbarkeit von Betawerten sich vornehmlich anhand von statistischen Signifikanzen bemisst oder ob zunächst auf die Liquidität des Aktienmarktes abzustellen ist (so etwa Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 136 ff.; Franken/Schulte, WPg 2010, 1110). So befürworten letztgenannte Autoren vornehmlich eine Analyse von Handelsvolumen, Free Float und der Geld-Brief-Spanne, um beurteilen zu können, ob der Betawert aus dem Kurs des zu bewertenden Unternehmens gewonnen werden kann.

Gleichwohl ist das Vorgehen der Antragsgegnerin, auf statistische Signifikanzen abzustellen, nicht unüblich und angesichts der Unsicherheit der in Rede stehenden Fragen jedenfalls auch nicht unangemessen. So hat die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen, dass das Bestimmtheitsmaß R^2 für das aus den Kursen der Eurohypo AG ermittelte Beta bei 0,1 gelegen habe. Bei dem Bestimmtheitsmaß handelt es sich um einen Wert, der die Abweichung der im Rahmen einer Stichprobe gemessenen Werte von der Regressionsgeraden untersucht und der zwischen Null und eins liegt (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 68). Bei dem hier in Rede stehenden Wert von 0,1 betrug mithin das Verhältnis der erklärten zur Gesamtstreuung der Stichprobe 1 zu 10 (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 130). Dies ist ein Wert, bei dem häufig von der Praxis der Unternehmensbewertung auf die fehlende Geeignetheit des eigenen Betas des zu bewertenden Unternehmens geschlossen wird (vgl. zB OLG Stuttgart, Beschluss vom 8.7.2011 – 20 W 14/08 –, Juris Rdn. 268). Entsprechend nennt das Oberlandesgericht Stuttgart in einer anderen Entscheidung unter Verweis auf einen Artikel von Knoll, dem hiesigen Antragsteller zu 98), sogar Werte über 0,15 bzw. 0,5 als Voraussetzung für die Heranziehung des eigenen Betas (vgl. Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, Juris Rdn. 247). Für den Rückgriff auf eine Peer Group spricht vorliegend ebenfalls, dass bei dem sogenannten t-Test, einem weiteren, wenngleich

nicht zwingend von dem Bestimmtheitsmaß unabhängigen Gradmesser für die Güte der statistischen Beobachtung (vgl. dazu Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 66) die Peer Group einen drei- bis achtmal so hohen und damit besseren Wert als die Eurohypo AG selbst aufwies. Zieht man zusätzlich die grundsätzlich aufgrund der einsetzenden Finanzkrise eingeschränkte Aussagekraft historischer Betas für die Abschätzung des zukünftigen Risikos der Gesellschaft in Betracht, ist der Rückgriff auf eine Vergleichsgruppe von Unternehmen, auch wenn dieser regelmäßig mit Zurückhaltung vorgenommen werden sollte, noch vertretbar und führt für sich genommen nicht zu einer unangemessenen Abfindung.

Dies gilt letztlich ebenfalls vor dem Hintergrund der grundsätzlich beipflichtungswürdigen Ausführungen des Antragstellers zu 98), denen zufolge ein Bestimmtheitsmaß von 0,1 statistisch in der Regel noch hinreichend signifikant ist, um auf den Börsenkurs der zu bewertenden Gesellschaft zurückgreifen zu können (vgl. dazu auch Knoll/Ehrhardt/Bohnet, CFO aktuell 2007, 210). Insoweit verkennt der Senat nicht die generell mit der Heranziehung statistischer Größen wie dem Bestimmtheitsmaß oder dem t-Test verbundenen Probleme zur Beurteilung der Aussagekraft von Börsenkursen zur Schätzung des Betafaktors (vgl. dazu insbesondere Franken/Schulte, WPg 2010, 1110). So kann ein geringes Bestimmtheitsmaß nämlich nicht nur als unzureichende Erklärungskraft der untersuchten Stichprobe interpretiert werden. Vielmehr kann ein geringes Bestimmtheitsmaß auch lediglich den statistisch signifikanten Zusammenhang eines kleinen Betas, dh eines niedrigen, unsystematischen Risikos des Unternehmens am Gesamtrisiko der Gesellschaft widerspiegeln (vgl. Franken/Schulte, WPg 2010, 1110, 1112 f.). Aufgrund des mathematischen Zusammenhangs bei der hier maßgeblichen univariaten Regression zwischen dem Bestimmtheitsmaß und dem t-Test (vgl. dazu Knoll, WPg 2010, 1106; Stellbrink/Brückner, BewertungsPraktiker 2011, 2, 3) lässt sich ebenfalls nicht einfach auf den t-Test ausweichen.

Trotz dieser von den Antragstellern zu Recht hervorgehobenen Probleme folgt der Senat im Ergebnis der Antragsgegnerin und hält die Heranziehung einer Peer Group zur Ermittlung des Betawerts der Eurohypo AG für vertretbar.

Denn grundsätzlich handelt es sich bei der Frage nach der hinreichenden Signifikanz ebenso wie bei der Beurteilung der Aussagekraft von Börsenkursen anhand einer Liquiditätsanalyse des Marktes (dies befürwortend Franken/Schulte, WPg 2010, 1110) letztlich um eine nicht

eindeutig zu beantwortende Wertungsfrage. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass der aus den historischen Kursverläufen abgeleitete Betawert ohnehin nur eine Schätzung für den eigentlich maßgeblichen zukünftigen Betawert darstellt und – wie ausgeführt – gerade zum vorliegenden Bewertungsstichtag mit besonderen Problemen verbunden ist. Hinzu kommt, dass alternative Bewertungen der Aussagekraft des Börsenkurses etwa anhand der Liquidität der Märkte – wenngleich im Grundsatz überzeugend – ihrerseits noch nicht hinreichend etabliert sind, um die in der Bewertungspraxis allgemein anerkannte Prüfung anhand von Bestimmtheitsmaß und t-Test zu verwerfen.

Unabhängig davon führte eine andere Betrachtungsweise vorliegend zudem zu Wertungswidersprüchen. Hielte man nämlich den Börsenkurs der Eurohypo AG für hinreichend aussagekräftig, um den Betafaktor und damit das unternehmensindividuelle Risiko bestimmen zu können, so stünde dieser entsprechend aussagekräftige Kurs in einem schwer auflösbaren Widerspruch zu dem sich bei einem Betawert von 0,55 ergebenden anteiligen Ertragswert von deutlich über dem Börsenkurs. Dieser lag laut Prüfbericht zumindest seit Dezember 2006 für weit über ein Jahr relativ stabil bei etwa 24 € (vgl. Prüfbericht S. 73). Der Kurs würde sich als deutlich hinter dem tatsächlichen anteiligen Wert der Eurohypo AG zurückbleibende Zufallsgröße erweisen, was wiederum mit der Aussagekraft des Kurses zur Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos in deutlichem Missklang stünde.

Des Weiteren vermag der Senat den Bedenken gegen die von der Antragsgegnerin bei der Ermittlung des Betafaktors herangezogene Gruppe vergleichbarer Unternehmen nicht zu folgen. Insbesondere bestehen keine grundsätzlichen Bedenken, internationale Vergleichsunternehmen mit einzubeziehen. Dies gilt gerade für eine Gesellschaft, die wie die Eurohypo AG auf internationalen Kapitalmärkten agiert und sich zunehmend auf das Auslandsgeschäft konzentriert (vgl. OLG Celle, ZIP 2007, 2025, 2027 f.).

Die von einigen Antragstellern nicht näher erläuterte Erwägung, dass noch andere Unternehmen in die Analyse hätten einbezogen werden müssen, vermag die Aussagekraft der von der Antragsgegnerin gebildeten Vergleichsgruppe ebenfalls nicht zu erschüttern. Bei deren Auswahl besteht stets ein gewisser Ermessensspielraum, da verschiedene Vergleichskriterien gegeneinander abgewogen und entsprechend gewichtet werden müssen (vgl. dazu Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der

Unternehmensbewertung, S. 217 ff.). Ein Überschreiten des zwingend einzuräumenden Ermessensspielraums lässt sich nicht bereits damit begründen, dass auch weitere Unternehmen in die Bildung der Vergleichsgruppe hätten einbezogen werden können, sondern erst damit, dass deren Berücksichtigung zwingend gewesen wäre und zugleich das Ergebnis nachhaltig geändert hätte. Hierzu fehlt es aber an jeglichen Anhaltspunkten. Vielmehr ist die gewählte Gruppe gemessen an den maßgeblichen Kriterien Unternehmensgegenstand, regionale Ausrichtung und Unternehmensgröße (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 221), d.h. letztlich der Stellung als Konkurrent der zu bewertenden Gesellschaft im Markt, jedenfalls gut nachvollziehbar und kann daher ebenfalls für die eigene Schätzung des Risikozuschlages vom Senat herangezogen werden. Dem steht auch nicht entgegen, dass eines der Vergleichsunternehmen sich mittlerweile zu 100 % in Staatsbesitz befindet, da die Übernahme der Bank durch den Staat zum maßgeblichen damaligen Zeitpunkt nicht absehbar war.

Der gewählte Referenzzeitraum auf Basis wöchentlicher Kapitalmarktbeobachtungen ist gleichfalls nicht zu beanstanden. Die Heranziehung einer Zeiträumlänge von zwei Jahren ist aus den von der sachverständigen Prüferin genannten Gründen jedenfalls vorliegend als zweckmäßig anzusehen. Abzuwägen ist zwischen einer hohen Aktualität der Kurse und einer hinreichend großen Anzahl von Messpunkten, um den verzerrenden Einfluss kurzfristiger Kapitalmarktschwankungen zu vermeiden (Prüfbericht S. 52). Der gewählte Zeitraum bringt die gegenläufigen Erwägungen in einen vernünftigen Ausgleich.

Soweit einige Antragsteller einwenden, ein Wert von 0,9 entbehre deswegen der Plausibilität, weil in dem früheren Verfahren von derselben sachverständigen Prüferin ein Betafaktor von 0,6 für zutreffend erachtet worden sei, ist hierzu von der sachverständigen Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme überzeugend auf die in Anbetracht der dazwischen liegenden fünf Jahre geänderte Risikosituation hingewiesen worden. So habe sich insbesondere in der jüngeren Zeit vor dem Bewertungsstichtag die Erkenntnis durchgesetzt, dass selbst bei Immobilienbanken ein nicht zu vernachlässigendes Ausfallrisiko bestehe. Dass diese Einschätzung jedenfalls nicht fernliegend ist, haben die nach dem Bewertungsstichtag liegende Entwicklung und die erheblichen wirtschaftlichen Schwierigkeiten einiger Immobilienfinanzierer deutlich gezeigt.

Der Senat hält daher die von der sachverständigen Prüferin herangezogene Erklärung für die Differenz beider Betafaktoren für überzeugend. Die von einigen Antragstellern geäußerte Einschätzung, bei Hypothekenbanken komme generell nur ein Zuschlag von 1 % bis 3 % in Betracht, da es sich hierbei um eine relativ sichere Anlage handele, erweist sich in diesem Kontext als eine Vorstellung, die jedenfalls zum damaligen Bewertungsstichtag nicht mehr zeitgemäß war.

ccc) Nicht zu beanstanden ist der Wachstumsabschlag in einer Höhe von 1,3 %.

Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2009, abgeleitet worden sind (WP-Handbuch 2008, S. 74). Er umfasst vornehmlich eine inflationsbedingte sowie daneben gegebenenfalls eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergibt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Juris Rdn. 84). Aufgrund des preisbedingten Bestandteils ist daher zu seiner Ermittlung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Rdn. 967).

Die Antragsgegnerin und ihr folgend die sachverständige Prüferin sowie das Landgericht haben bei einer erwarteten Inflationsrate von 1,8 % (Prüfbericht S. 53) einen Wachstumsabschlag von 1,3 % für realistisch gehalten. Diese Einschätzung begegnet keinen zum Nachteil der Antragsteller ausfallenden Bedenken. Insbesondere vermögen die hiergegen erhobenen Einwände nicht zu überzeugen.

Soweit einige Antragsteller einwenden, das Landgericht habe ebenso wie die sachverständige Prüferin das Konzept des Wachstumsabschlags grundsätzlich verkannt, weil die inflationsbedingte Steigerungsrate in den Vordergrund der Betrachtung gerückt worden sei, statt zunächst auf die wachstumssteigernde Innovationskraft sowie die Erhöhung der Produktivität im Zeitablauf abzustellen, vermag der Senat diesem Einwand nicht zu folgen. Wie die sachverständige Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme ausdrücklich ausgeführt hat, fanden in dem Wachstumsabschlag nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturänderungen ihren Niederschlag (vgl. Bl. 2371 d. A.). Letztere sind gerade Ausdruck der angeblich unberücksichtigt gebliebenen Innovationen und

Produktivitätssteigerungen. Mithin geht der Vorwurf eines unzutreffenden konzeptionellen Verständnisses fehl und stellt sich nur die Frage des konkreten struktur- und mengenbedingten Wachstumspotentials der Eurohypo AG. Dass dieses von der sachverständigen Prüferin anders als von den Antragstellern beurteilt wird, vermag ein grundlegendes Missverständnis bei der Ermittlung des Wachstumsabschlages nicht zu begründen.

Fehl geht ebenfalls der Einwand, ein unterhalb der erwarteten Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag gehe einher mit einem kontinuierlichen Schrumpfungsprozess und stehe von daher mit der Hypothese einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Widerspruch. Zutreffend ist allein, dass bei einem unterhalb der erwarteten Inflationsrate liegenden Wachstumsabschlag die nominal konstant wachsenden Gewinne des Unternehmens real, dh. gemessen anhand eines als konstant normierten Preisniveaus, sinken und in der langen Frist gegen Null tendieren. Diese Annahme ist nicht in sich widersprüchlich, sondern steht in Einklang mit der in der Volkswirtschaftslehre üblichen Nullgewinnannahme von Unternehmen. Dass dabei die von der Antragsgegnerin aufgestellte Hypothese, die Gesellschaft selbst wachse der Planung zufolge mit 1,3 % (vgl. etwa Bl. 4017 d. A.) ihrerseits unzutreffend ist und sich nicht aus der Planung eines nominellen Gewinnwachstums von 1,3 % ableiteten lässt, ist demgegenüber ohne Belang.

Von deutlich größerer Bedeutung ist demgegenüber die bereits im Verfahren 5 W 38/09 vom damals erkennenden Senat angestellte Erwägung, dass es sich bei Wohnraum um ein relativ inferiores Gut handelt, dh die Nachfrage hiernach unterproportional zum Einkommen steigt. Damit zugleich ist es ebenfalls nachvollziehbar anzunehmen, die Nachfrage nach Wohnraumfinanzierung steige unterproportional im (Real-)Einkommen. Jedenfalls auf derartigen, relativ nicht expandierenden, sondern eher schrumpfenden Märkten ist es nicht fernliegend anzunehmen, dass Kostensteigerungen nur teilweise von einem Unternehmen an seine Kunden weitergegeben werden können (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 19. Januar 2010 - 5 W 38/09 -, Juris).

Soweit es den Einwand betrifft, die positiven Effekte der Subprime Krise seien bei der Ermittlung der Wachstumsrate nicht berücksichtigt worden, ist hierauf bereits bei der Diskussion der zu kapitalisierenden Ergebnisse eingegangen worden. Angesichts der späteren, tatsächlichen Entwicklung ist ein positiver Einfluss der Subprime Krise jedenfalls

fernliegender als eine Nichtberücksichtigung der sich damals nur in Ansätzen abzeichnenden Marktverwerfungen. Der Einschätzung der sachverständigen Prüferin, die Berücksichtigung der Subprime Krise habe nicht zu einer höheren Wachstumsrate als der angenommenen führen können, teilt der Senat insofern (vgl. Bl. 2372 d. A.).

Ebenso plausibel und nachvollziehbar hat die sachverständige Prüferin den veranschlagten Wachstumsfaktor auf die Erwartung bestehender Geschäftschancen in den einzelnen Segmenten der Eurohypo AG zurückgeführt (vgl. Bl. 2371 d. A.). Dass diese Ausführungen in Widerspruch zu dem geplanten verstärkten Engagement der Eurohypo AG auf den asiatischen Wachstumsmärkten stünden, vermag der Senat nicht zu erkennen. Zum einen ist dabei zu berücksichtigen, dass das Wachstum der Wirtschaft der asiatischen Länder nicht gleichzusetzen ist mit dem Wachstum der Eurohypo AG, die sich als eine von vielen Hypothekenbanken verstärkt diesem regionalen Markt auf einem speziellen Geschäftsfeld zuzuwenden gedachte. Zum anderen hat die sachverständige Prüferin ebenfalls ausgeführt, dass dem zunehmenden Ergebnisswachstum in einigen Segmenten ein entsprechend geringeres oder sogar negatives Wachstum in anderen Bereichen und hierbei insbesondere dem Retailgeschäft und dem Bereich Corporate Banking Germany gegenüber stehe (Bl. 2371 d. A.). Diese Ausführungen stehen ebenfalls nicht im Widerspruch dazu, dass die Eurohypo AG das Retailgeschäft seit dem 1. Februar 2007 im Wesentlichen an die Commerzbank AG abgegeben hat. Denn gleichwohl wies die Planung auch in der Detailplanungsphase der Jahre 2007 bis 2009 einen deutlich positiven, wenngleich sinkenden Zinsüberschuss aus (vgl. Vertragsbericht S. 29), ging also von einem weiter bestehenden Retailgeschäft aus. Dies wiederum resultiert daraus, dass zwar Vertrieb und Servicing des Retail Banking ebenso wie zukünftiges Neugeschäft abgegeben wurden, das Bestandsportfolio sowie Prolongationen des Altbestandes aber bei der Eurohypo AG verbleiben sollten (vgl. Vertragsbericht S. 29 und 33). Im Übrigen ist die Abgabe des Geschäftsbereichs von der sachverständigen Prüferin ausdrücklich berücksichtigt worden, wobei die geplante und später vorgenommene Einstellung dieses Geschäftsfeldes mit der Vorstellung einher geht, dass dort keine Gewinne und insbesondere keine Gewinnzuwächse mehr zu erwarten seien.

Soweit schließlich noch geltend gemacht wird, der Wachstumsabschlag stehe unter anderem in Widerspruch zu dem laut Bundesbank durchschnittlichen Wachstum deutscher Unternehmen in dem Zeitraum von 1995 bis 2004 in Höhe von 5,32 % p.a., sind diese Ausführungen ebenfalls nicht überzeugend. So kann bereits nicht von dem Gewinnwachstum

aller Unternehmen in Deutschland während eines eng begrenzten Zeitraums auf das Wachstum der hier zu bewertenden Eurohypo AG im Rahmen der ewigen Rente geschlossen werden.

ddd) Aus den vorstehenden Überlegungen ergibt sich unter Berücksichtigung eines von den Beteiligten nicht näher angegriffenen Steuersatzes von 35 % auf den risikolosen Zinssatz im Jahr 2007 vor der Unternehmenssteuerreform und einer Abgeltungssteuer in Höhe von 26,38 % nach der Steuerreform in den Folgejahren für das Jahr 2007 ein Kapitalisierungszins in Höhe von 7,88 %, für die Jahre 2008 und 2009 ein Zins von 8,26 % und für die ewige Rente ein solcher von 6,96 % jeweils nach Steuern (vgl. Stellungnahme im Vertragsbericht S. 43).“

Die Kammer sieht keine Veranlassung, von diesen Einschätzungen des Obergerichtes zum Wert der Eurohypo AG zum gleichen Stichtag in vorliegendem Verfahren abzuweichen.

Eine Erhöhung des Abfindungsbetrags für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre würde sich hier auch nicht daraus ergeben, wenn man die umstrittene Ansicht der Kammer (vgl. Kammerbeschluss vom 2. 5. 2006 - 3-5 O 160/04 - NJOZ 2006, 2757 - zustimmend im Ergebnis OLG Frankfurt Beschluss vom 7.6.2011 - 21 W 2/11 - BeckRS 2011, 16994) für zutreffend hält, dass bei einer derartigen Fallgestaltung weder das Ertragswertverfahren noch das Substanzwertverfahren wegen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zu einem zutreffenden Ergebnis führt (vgl. auch KG, NZG 2003, 644; und bereits Kammerbeschluss v. 17. 1. 2006 - 3-5 O 74/03 - DStR 2004, 1842= NZG 2004, 425, ebenfalls LG Mannheim, Beschl. v. 29.1.2007 - 24 AktE 15/04 - der Konzern 2007, 456; vgl. auch Tebben AG 2003, 600, 607; Austmann in MünchHdb des Gesellschaftsrecht, Bd. 4 AG 3.Aufl. 2007 § 74 Rz. 90; Hasselbach, KölnKomm WpÜG § 327b AktG Rz. 22 a. A.: OLG München ZIP 2007, 375; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 29.7.2009 - I - 26 W 1/08 (AktE) -; LG Dortmund Konzern 2008, 238; Popp AG 2010, 1 10), sondern die Abfindung eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bei einem bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag aus der Kapitalisierung der Ausgleichszahlung ermittelt, da das herrschende Unternehmen durch Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags das Recht erlangt, der abhängigen Gesellschaft nachteilige, die Interessen des herrschenden Unternehmens oder des Konzerns verfolgende Weisungen zu erteilen, § 308 Abs. 1 AktG, und den von der abhängigen Gesellschaft erzielten Gewinn zu

vereinnahmen, wobei muss das herrschende Unternehmen allerdings auch die Verluste ausgleichen muss.

Hier wäre dann zugrunde zu legen, dass in der gleichen Hauptversammlung am 29.8.2007 neben dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch eine Beschlussfassung über einen zwischen der Eurohypo AG und der Antragsgegnerin vor der streitgegenständlichen Hauptversammlung geschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag erfolgte, der bereits am 4.9.2007 in das Handelsregister eingetragen worden war und der ein jährliche Ausgleichszahlung von 1,01, bzw. 1,10 EUR netto für die außenstehenden Aktionäre i. S. des § 304 AktG vorsah, dessen Höhe rechtskräftig feststeht, nachdem das Oberlandesgericht Frankfurt am Main, die durch Kammerbeschluss vom 14.9.2009 -3-05 O 203/09 – vorgenommene Erhöhung auf 1,51 (für 2007) bzw. 165,-- EUR (ab 2008) in seinem Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – unter Zurückweisung der entsprechenden Anträge wieder beseitigt hat.

Die Kapitalisierung der Ausgleichszahlung wäre nach den Grundsätzen zu ermitteln, die für den Barwert einer ewigen Rente zu Grunde zu legen sind.

Diese Kapitalisierung der Ausgleichszahlung würde hier nur EUR 23,66 je Stückaktie betragen, wobei nach der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main die im Vertrag festgesetzten (Netto)Ausgleichszahlung ab 2008 in Höhe von EUR 1,10 (vor persönlichen Steuern) zugrunde zu legen wäre. Bei dieser Kapitalisierung wäre der im Rahmen der Bewertung nicht zu beanstandenden Basiszinssatz (s. o) von 4,5 % ebenfalls anzusetzen. Zu diesem Basiszins wäre hier ein Risikozuschlag von 0,15 hinzuzurechnen. Bei der Bestimmung des Risikozuschlags anlässlich der Bewertung der Ausgleichszahlungen ist zu berücksichtigen, dass die Ansprüche der Minderheitsaktionäre auf die Ausgleichszahlungen nach § 304 AktG den Charakter eines festverzinslichen Wertpapiers besitzen. Die Minderheitsaktionäre der Eurohypo AG haben während der Laufzeit des Vertrages kein Risiko im Hinblick auf die Geschäftsentwicklung der Gesellschaft zu tragen. Dies betrifft auch das Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin, bzw. der hinter ihr stehenden Commerzbank AG da die Commerzbank AG auf Grund des Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin verpflichtet ist, bei der Antragsgegnerin entstehende Jahresfehlbeträge auszugleichen. Der Basiszinssatz ist daher um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der ausschließlich auf das Insolvenzrisiko des Trägers der Zahlungsverpflichtung -hier der Commerzbank AG - abstellt. Es erscheint sachgerecht und ist aus Äquivalenzgründen auch

geboten, hier den gleichen Risikozuschlag zu nehmen, der auch bei der Ermittlung der Ausgleichzahlung durch das Oberlandesgericht Frankfurt am Main in seiner Entscheidung vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – gebilligt hat.

Damit ergibt sich ein Verrentungszinssatz von 4,65 % (vor persönlichen Steuern),

Nach der finanzmathematischen Formel zur ewigen Rente ($1,10 \times 100 : 4,65$) ergibt dies dann aufgerundet einen Betrag von 23,6 EUR je Stückaktie, der mithin unter dem in der Hauptversammlung beschlossenen Abfindungsbetrag läge.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Roskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Dies ist hier zugunsten der Antragsteller nicht der Fall. Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur der Abfindung kommt, sind keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnte.

Hingegen entsprach es der Billigkeit (§ 15 Abs. 2 SpruchG) eine Quotelung der gerichtlichen Kosten wie geschehen vorzunehmen. Hier war zu berücksichtigen, dass gem. § 15 Abs. 1 Satz 6 SpruchG 4 Gerichtsgebühren durch die vorliegende Entscheidung entstehen, während bei Rücknahme der Anträge durch alle Antragsteller es nur bei einer Gerichtsgebühr geblieben wäre. Die Mehrkosten die daher hier entstanden sind, waren daher den Antragstellern nach Kopfteilen (§ 100 Abs. 1 ZPO analog, § 420 BGB) aufzuerlegen, die ihre Anträge nicht zurückgenommen haben, obwohl nach der Entscheidung des Oberlandesgerichts im Spruchverfahren über die Abfindung beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht zu erwarten war, dass im vorliegenden Verfahren eine Erhöhung der Abfindung in identischer Höhe zum gleichen Stichtag noch erfolgen würde. Hingegen entsprach es der Billigkeit die Gerichtskosten für das Verfahren als solches (1 Gebühr) der Antragsgegnerin aufzuerlegen, da jedenfalls zum Zeitpunkt der Antragstellung es durch höchstrichterliche Rechtsprechung noch nicht abschließend geklärt war, auf welchen Zeitpunkt für den

durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs bei der Ermittlung einer angemessenen Abfindung abzustellen ist und bei einem Abstellen auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung eine Erhöhung in Betracht gekommen wäre.

Soweit Antragsteller die Rücknahme an eine Bedingung geknüpft haben, lag keine wirksame Rücknahme vor, da eine Antragsrücknahme als Prozesshandlung bedingungsfeindlich ist.

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

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der außenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind und auch ein entsprechender Antrag noch nicht vorliegt.

Handelsrichter

ist nach Beratung
wegen berufsbedingter
Ortsabwesenheit
an der Unterschrifts-
leistung verhindert.



Ausgefertigt
Frankfurt/Main,

0 6. MAR. 2012

als Urkundsbekannter der Geschäftsstelle