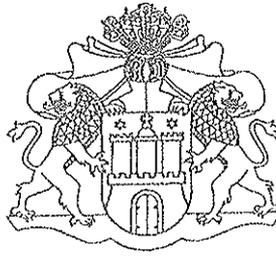


Hanseatisches Oberlandesgericht

Az.: 13 W 6/09
417 HKO 165/04 LG Hamburg



Beschluss



den Rechtsstreit

erlässt das Hanseatische Oberlandesgericht - 13. Zivilsenat - durch
den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht
die Richterin am Oberlandesgericht und
die Richterin am Oberlandesgericht
am 22. Februar 2012 folgenden Beschluss:

Gründe

I.

Wegen des Sach- und Streitstandes 1. Instanz wird auf die Darstellung der angefochtenen Entscheidung Bezug genommen.

Die beschwerdeführenden Antragsteller erstreben mit einer Vielzahl von Einwendungen gegen die Entscheidung des Landgerichts eine weitere Heraufsetzung der für den squeeze-out zu zahlenden Abfindung, die Antragsgegnerin hält weiterhin den von ihr im Vergleichswege gebotenen Betrag von € 26,65 je Aktie für angemessen.

1.) Die Antragsteller, die sich am Beschwerdeverfahren – als Beschwerdeführer oder auch nur mit dem Ziel einer Zurückweisung der Beschwerde der Antragsgegnerin – beteiligt haben, haben überwiegend zumindest auf ihren Vortrag 1. Instanz Bezug genommen; einige dieser Beteiligten haben ausführliche Begründungen vorgebracht, die in der Folge nach ihrem wesentlichen Inhalt dargestellt werden.

a) Die Antragstellerin zu 12 ist der Auffassung, der vom Landgericht auf 5% abgesenkte Basiszinssatz sei angemessen, da unstrittig 30-jährige Staatsanleihen zum Stichtag gegen 4 ¼% Rendite tendierten.

Gänzlich unplausibel sei hingegen der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5%, da eine derart hohe Überrendite nie am Aktienmarkt erzielbar sei bzw. gewesen sei. Tatsächlich habe der DAX seit 40 Jahren keinen nennenswerten Mehrertrag im Vergleich zum Rexp erbracht. Dies ergebe sich auch aus insoweit von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Charts, aus denen sich eine tatsächliche Marktrisikoprämie im Promillebereich ergebe. Soweit der Sachverständige

diese Marktrisikoprämie für angemessen gehalten habe, sei dies darauf zurückzuführen, dass dieser die Grundannahmen der von ihm verwandten Studien nicht überprüft habe.

Auf die Beschwerde der Antragsgegnerin wird – unter Zurückweisung der Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller zu 2, 7, 8, 12, 19, 20, 22, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 66, und 69 – der Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 02.03.2006 abgeändert.

Die Abfindung für die durch Beschluss der Hauptversammlung der Fa. Vereins- und Westbank AG (HRB Nr. 1965, Amtsgericht Hamburg) vom 24.06.2004 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionären übertragenen Aktien wird unter Zurückweisung der Anträge auf Festsetzung einer höheren Abfindung auf € 26,65 festgesetzt.

Die Abfindung ist vom 13.11.2004 an mit 2% p.a. über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen.

Die Gerichtskosten 1. Instanz sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller und die Kosten des Gemeinsamen Vertreters 1. Instanz hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Für die 1. Instanz wird der gerichtliche Geschäftswert auf € 7.500.000,- festgesetzt.

Die Gerichtskosten 2. Instanz und die Kosten des Gemeinsamen Vertreters in 2. Instanz fallen nach einem Geschäftswert von € 7.500.000,- der Antragsgegnerin zur Last.

Eine Erstattung der den Antragstellern sowie der Antragsgegnerin in 2. Instanz entstandenen außergerichtlichen Kosten findet nicht statt.

- b) Die Antragsteller zu 14 – 18 beanstanden die von der Antragsgegnerin für sachgerecht gehaltene Thesaurierung bis zur Erreichung einer Kernkapitalquote von 7%, da diese voll zu Lasten der ausscheidenden Kleinaktionäre gehe. Anzuwenden sei die Vollausschüttungshypothese.

Im Übrigen seien sämtliche der Diskontierung zu Grunde gelegte Parameter zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre bestimmt worden.

Der Rückgriff auf die Zinsstrukturkurve sei zur Bemessung des Basiszinssatzes nicht angemessen: Da es sich bei den einzelnen jeweils aktuellen Parametern um die jeweils gerade aktuellen Strips von ca. 50 Bundesanleihen handele, könnte darauf allenfalls zurückgegriffen werden, wenn diese auch tatsächlich handelbar und damit für ein risikoloses Alternativinvestment erreichbar wären – das aber sei tatsächlich nicht der Fall, da ein Handel in Strips praktisch nur außerbörslich als Interbankenhandel stattfinde.

Sachgerecht sei daher allein ein Abstellen auf die Verzinsung 30-jähriger Bundesanleihen zum Stichtag von 4,9394%, unter ergänzender Heranziehung einer 50-jährigen französischen Staatsanleihe ergebe sich ein Basiszins von 4,9563, gerundet also 5%.

Sämtliche von den Prüfern zur Bestimmung der Marktrisikoprämie herangezogenen Studien seien unverwertbar, da sie mit heutigen und vor allem zu erwartenden künftigen wirtschaftlichen Gegebenheiten nichts zu tun hätten, da sie auch Phasen extremen Wachstums – etwa die Gründerzeitjahre, die Aufrüstungsphase in den 30er- und schließlich vor allem die von stürmischem Wachstum geprägten 50er-Jahre mit umfassten. Hieran anzuknüpfen unterstelle gewissermaßen einen Atomkrieg mit anschließendem Wiederaufbau.

Zudem gingen die Prüfer unzulässig von der arithmetischen Ermittlungsmethode aus, bei der dann aber für jedes Jahr der hypothetischen Wiederanlage auch die Mindestspesen in Abzug gebracht werden müssten. Unter Berücksichtigung von bei Bundespapieren entfallenden Depotgebühren, Abzinsung für Spesen in ertraglosen Jahren, Eliminierung extremer Kursschwankungen in den Jahren 1955 - 1959 und schließlich der Zinsdifferenz zum Sparbuch verbliebe eine Marktrisikoprämie von nicht mehr als 1%.

Tatsächlich seien alle Studien, die vor Beginn der 60er-Jahre ansetzten ungeeignet. Der in der Stehle-Studie ermittelte Wert liege um 278% über dem

tatsächlichen CDAX- und 339% über dem DAX-Wert und sei damit restlos unrealistisch.

Hinsichtlich des Beta-Faktors müsse auf das originäre beta der Vereins- und Westbank (im Folgenden: VuW) von 0,2 und nicht das aus einer fehlerhaft zusammengesetzten peer group abgeleitete individuelle Risikomaß abgestellt werden.

Die peer group lasse unberücksichtigt, dass es sich bei der VuW um eine Regionalbank mit nur durchschnittlicher Marktkapitalisierung handele, die praktisch überhaupt nicht im Ausland tätig sei; damit seien alle Großbanken aus der peer group auszuschneiden, zumal diese – anders als die VuW – auch noch wesentliche Anteile ihres Gewinns im Investmentbanking erzielten. Bei Heranziehung der verbleibenden kleineren Institute ergebe sich ein gewichtetes beta von 0,71.

Abzulehnen sei auch der Ansatz einer typisierten Steuerbelastung von 35%, denn dieser verkenne, dass typischer Weise Erträge aus Aktien von Personen erzielt werden, die den Spitzensteuersatz zahlten, bei zutreffender Berechnung müsse ein Steuersatz von 43,8% als „typisch“ angesetzt werden.

Unrealistisch sei auch ein Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsrate, da es Banken immer gelinge, diese zu überwälzen.

c) Auch die Antragsteller zu 19 und 20 wenden sich vor allem gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5%, in der jüngeren Rechtsprechung werde davon ausgegangen, dass ein Zuschlag von mehr als 2% einer besonderen Begründung bedürfe (BayObLG AG 2006, 41, 44).

d) Die Antragsteller zu 22 und 60 halten den Basiszinssatz von 5% für sachgerecht, wenden sich aber gegen eine Marktrisikoprämie von 5%.

Angemessen seien allenfalls 2%. Die Zusammensetzung der peer group zur Ermittlung des beta sei mit Einbeziehung einiger Großbanken sowie ausländischer Kreditinstitute völlig willkürlich; im Hinblick auf das originäre beta der VuW von 0 – 0,1 sei der vom Landgericht angesetzte Faktor von 0,8 weiter deutlich abzusenken.

Schließlich sei ein Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsrate nicht akzeptabel.

- e) Die Antragsteller zu 23, 24, 26, 27 und 30 beanstanden insbesondere, dass das Landgericht sich in keiner Weise kritisch mit den Planungen der VuW auseinander gesetzt habe.

Nicht zu akzeptieren sei die geplante Thesaurierung zum Aufbau der Kernkapitalquote, da der squeeze-out gerade dem Ziel gedient habe, die VuW nur noch als Niederlassung der | zu führen, vor diesem Hintergrund könne sich die Antragsgegnerin nicht auf den Grundsatz der Bewertung „stand-alone“ zurückziehen.

Völlig übersetzt seien die Zuführungen zu pauschalen Wertberichtigungen im Hinblick auf die Risikovorsorge, da tatsächlich die Ausfallquote rückläufig gewesen sei.

Während der Basiszins vom Landgericht zutreffend bestimmt worden sei, seien Marktrisikoprämie und beta-Faktor weit übersetzt, während es im Übrigen auch nicht vorstellbar sei, dass eine Bank nur 30 – 40% der tatsächlichen Inflation auf ihre Kunden abwälzen könne; unrealistisch sei es, mit dem Ansatz eines Abschlages von nur 1% im Ergebnis dauerhaft ein negatives Wachstum zu unterstellen.

Hinsichtlich des Basiszinses sei ein schlichtes Abstellen auf die zum Stichtag geltende Empfehlung des IdW von 5,5% nicht sachgerecht, da sich zwischenzeitlich ein niedrigerer Satz als richtig herausgestellt habe.

Überrenditen des Aktienmarktes von 5% seien grob unrealistisch. Hinsichtlich des Beta-Faktors könne nicht auf die Mutter oder eine peer group abgestellt werden – vielmehr folge gerade aus der Patronatserklärung der Mutter eine deutliche Minderung des individuellen Risikos der VuW.

Schließlich habe das Landgericht eklatant gegen Art. 14 GG verstoßen, indem es seiner Entscheidung ausschließlich den Bericht eines vom Hauptaktionär ausgewählten Wirtschaftsprüfers zu Grunde gelegt habe. Nur eine Überprüfung durch einen gerichtlich ausgewählten Sachverständigen könne den Minderheitsaktionären den von Art. 14 GG geforderten Schutz zukommen lassen.

- f) Auch die Antragsteller zu 24 und 34 halten einen Basiszins von 5,5% für weit überhöht: Ein Abstellen auf die Empfehlung des IdW zum Stichtag wäre genauso ermessensfehlerhaft, wie die ohne Angabe irgendeiner Basis vorgenommene Schätzung durch das Landgericht.

Ein Marktrisikozuschlag sei mit nicht mehr als 0,5% vorzunehmen, ein Länderrisikozuschlag – wie er für einzelne Tochterunternehmen erfolgt ist – sei nicht substantiiert begründet worden.

Auch hinsichtlich des beta-Faktors habe die landgerichtliche Schätzung keinerlei Basis; gleiches gelte für den Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1%. Tatsächlich sei insoweit eine umfassende Beweiserhebung durch Sachverständigengutachten erforderlich.

- g) Die Antragsteller zu 32, 33 und 40 beanstanden die Anhebung der Abfindung zu Gunsten der Kleinaktionäre als zu geringfügig. Das für die Planjahre von Unternehmen und Prüfern angesetzte „Nullergebnis“ sei vor dem Hintergrund der 2001 – 2003 erzielten erheblichen Eigenkapitalrenditen nicht realistisch.

Soweit die Wirtschaftsprüfer gleichwohl von einer ehrgeizigen Planung gesprochen hätten, werde dies durch die hervorragenden Ergebnisse etwa der
oder der
im Jahr 2004 entkräftet.

Zutreffend habe das Landgericht die geplante Thesaurierung abgelehnt, die für die Ausgleichszahlung in § 304 Abs. 2 S. 1 AktG geltende Regelung sei vorliegend heranzuziehen.

Zudem sei die Thesaurierung nicht geboten – die Vorgabe einer Kernkapitalquote von 7% sei wirtschaftlich keinesfalls zwingend. Zudem sei wegen der Patronatserklärung der Mutter eine eigene Kernkapitalquote der VuW ohnehin irrelevant.

Sie halten das CAPM, insgesamt für zweifelhaft, insbesondere der immanente Ansatz einer Mehrrendite von Aktien – und damit gerechtfertigt der Marktrisiko prämie – entspreche nicht der Realität.

Argumentiere man innerhalb des CAPM so sei ein Basiszinssatz von 5% noch zu hoch – am Stichtag habe die Rendite 30-jähriger Anleihen bei 4 ¾% gelegen; die Heranziehung länger historischer Zinszyklen sei unzulässig.

Die Marktrisikoprämie sei übersetzt, da Risiken bereits in der Planung berücksichtigt worden seien, was sich insbesondere in den erhöhten Einstellungen in die Risikovorsorge (mit einer Nettozuführung von € 150.000.000 jährlich) zeige. Diese Risikovorsorge sei weit überhöht: die tatsächlichen Wertberichtigungen seien von 2000 – 2003 von 3,9 auf 4,7% gestiegen, während die tatsächlichen Ausfallquoten von 0,51 auf 0,25% zurückgegangen seien. Zudem sei für die Ermittlung der Marktrisikoprämie auf das arithmetische Mittel abzustellen und es seien die unmittelbaren Nachkriegsjahre aus der Betrachtung zu eliminieren.

Die freie Schätzung, mit der das Landgericht das beta von 1,1 auf 0,8 reduziert habe, sei ein Systembruch, da die einzige Rechtfertigung des CAPM gerade die angeblich rechnerisch mögliche Ermittlung des Risikos sei.

Auch der peer group Ansatz sei hier mangels Einstellung vergleichbarer Unternehmen fehlerhaft.

Zudem sei seitens der Wirtschaftsprüfer nur das 5-Jahres-beta, nicht aber zum Vergleich auch der Zwei-Jahreswert mitgeteilt worden.

Die in die peer group eingestellten Unternehmen seien durchwegs erheblich größer als die VuW; jedenfalls die drei international agierenden Großbanken seien herauszunehmen. Tatsächlich sei das individuelle beta der VuW anzusetzen – der ruhige Kursverlauf der Aktie sei offenbar durch das Patronat der Mutter geprägt.

- h) Die Antragsteller zu 35, 36, 37, 51, 52, 53 und 58 beanstanden gleichfalls die Höhe der Marktrisikoprämie, da tatsächlich nach einem Chart der Antragsgegnerin von 1967 bis zum Stichtag keinerlei Überrendite erzielt worden sei. Angemessen sei eine Prämie von 3%.

Auch der beta-faktor sei weit übersetzt, für eine Regionalbank – wie etwa ein Verfahren zu Bewertung der gezeigt habe, seien Werte zwischen 0,07 und 0,31 sachgerecht.

Das Immobilienvermögen der VuW sei mit mindestens € 303.000.000 zu veranschlagen, im Verhältnis hierzu sei ein Wert des operativen Bankgeschäfts von nur 806.000.000 € nicht plausibel.

Nicht zutreffend sei der Ansatz von Beteiligungen zum Buchwert statt zum teilweise höheren handelsrechtlichen Eigenkapital. So sei etwa die Bürgschaftsbank Schleswig-Holstein mit nur € 109.000,- angesetzt worden, obwohl das auf die VuW entfallende Eigenkapital € 2.000.000 betragen habe.

- i) Auch die Antragsteller zu 43 und 45 – 47 halten die Planung der VuW keinesfalls für ehrgeizig, vielmehr hätten die Banken glänzende Zukunftsaussichten.

Die Zuführungen zur Risikovorsorge seien völlig übersetzt – eine Risikovorsorge von 35% des Zinsüberschusses liege weit über Werten etwa der oder dem der Commerzbank; auch konstante Zuführungen von € 140 – 150.000.000 seien bei der sich absehbar verbessernden wirtschaftlichen Lage nicht plausibel.

Auch sie halten die geplante Thesaurierung für nicht geboten, da die aufsichtsrechtlich unabdingbare Kernkapitalquote von 4,4% erreicht und sehr zweifelhaft sei, ob weitere Thesaurierungen den Unternehmenswert tatsächlich erhöhten.

Zudem lasse sich eine entsprechende Erhöhung auch über andere Formen von tier 1-Kapital – etwa stille Beteiligungen – ohne Nachteile für die Altaktionäre erreichen.

Der Basiszins sei mit 5% richtig bemessen, die Marktrisikoprämie jedoch viel zu hoch – mehr als 2% seien keinesfalls gerechtfertigt. Gerade mit Rücksicht darauf, dass eine ewige Rente zu ermitteln sei, müsse berücksichtigt werden, dass gerade bei sehr langen Verläufen die Risiken von Aktien- und Rentenpapieren sich einander annäherten, womit ein konstanter Risikowert zu einer Unterbewertung der Aktie führen müsse. Die Ermittlung der Marktrisikoprämie durch die beteiligten Wirtschaftsprüfer auf Basis des Rexp sei manipulativ, da hierbei die Renditedifferenz von Aktien zu kurz laufenden Papieren ermittelt, die Differenz sodann aber auf die Rendite länger laufender (und damit höher verzinslicher) Renten aufgeschlagen

worden sei. Insbesondere seien bei der Ermittlung der Prämie Phasen politisch bedingt enormer Wachstumsraten (etwa der 50er-Jahre) herauszurechnen; angemessen sei allein ein Verlaufsvergleich eher stetiger Märkte, wie z.B. der Schweiz.

Falsch sei im Übrigen auch die Berechnung auf Grund einjähriger arithmetischer Mittelwerte, denn die Annahme eines einjährigen Anlagezeitraumes sei bei Anlage in Aktien geradezu selbstmörderisch. Auszugehen sei grundsätzlich von einem unendlichen Anlagezeitraum, womit geometrisches und arithmetisches Mittel den gleichen Betrag auswiesen. Selbst die Annahme eines zehnjährigen Anlagehorizontes würde geometrisches und arithmetisches Mittel sehr stark annähern.

Hinsichtlich des beta-Faktors sei seitens der Wirtschaftsprüfer zu Unrecht ein Bestimmtheitsmaß R^2 von mindestens 0,15 gefordert worden; es sei außer Acht gelassen worden, dass bei sehr kleinen Betas auch nur ein geringeres Bestimmtheitsmaß zu fordern sei. Damit sei tatsächlich das individuelle beta der VuW sehr wohl zu verwenden.

Für eine Regionalbank liege der Wert von 1,1 viel zu hoch; in der peer group sei zudem besser auf schweizerische Regionalbanken abzustellen, die weit besser vergleichbar seien und ein mittleres beta von unter 0,5 aufwiesen.

- j) Der Antragsteller zu 44 hält gleichfalls die geplante Thesaurierung für nicht sachgerecht, den Basiszinssatz von 5% für richtig, die Marktrisikoprämie von 5% für weit übersetzt, angemessen seien maximal 2%.

Soweit die sachverständigen Prüfer Länderrisikozuschläge für richtig gehalten hätten, sei dem keinesfalls zu folgen; da im DAX ohnehin international arbeitende Unternehmen notiert seien, dieses Risiko also in den der Ermittlung der Marktrisikoprämie unterlegten Daten ohnehin eingeflossen sei, handele es sich hierbei um einen Irreführungstrick.

Das individuelle beta sei anzusetzen, da ein von den Wirtschaftsprüfern geforderter (Mindest-) T-Wert von 0,15 weit übersetzt sei.

- k) Die Antragsteller zu 54 und 56 beanstanden gleichfalls die Marktrisikoprämie von 5%, die zu Grunde gelegten Studien krankten an der Einbeziehung der „Goldgräberphase“ der 50er-Jahre.

Im Übrigen sei der Ansatz des individuellen beta-Faktors des VuW geboten.

- l) Die Antragsteller zu 59, 61 und 64 wenden sich gleichfalls gegen die geplante Thesaurierung, da das KWG nur 4% Kernkapitalquote fordere und halten den Basiszins von 5% für richtig.

Als Marktrisikoprämie werde in neueren Veröffentlichungen ein Wert von 3,4% für richtig gehalten.

- m) Die Antragsteller zu 66 – 69 halten den Prüfbericht der für unverwertbar, da die Bestellung der Prüfer nach Vorschlag des Hauptaktionärs fehlerhaft gewesen und zudem eine unzulässige Parallelprüfung erfolgt sei. Insoweit fehle es an einem differenzierten und aussagekräftigen Prüfbericht.

Keinesfalls habe sich das Landgericht darauf zurückziehen dürfen, die zahlreichen Einzeleinwände der Antragsteller im Hinblick auf Aufwand und immense Kosten nicht im Detail abhandeln zu können; dieser Offenbarungseid des Gerichts sei den Minderheitsaktionären nicht zuzumuten.

Anhand der Zinsstrukturdaten sei von einem Basiszins von 4 ¼% auszugehen.

Die Marktrisikoprämie sei weit übersetzt; relativ zum risikolosen Zins von 4,94% wären allenfalls 2,8% anzusetzen.

Die freie Schätzung des beta-Faktors durch das Landgericht – die zudem mit 0,8 viel zu hoch liege – verletze das Konzept des CAPM und sei damit nicht hinzunehmen.

Der Wachstumsabschlag sei mit 3% festzusetzen, da ein reales Wachstum der VuW von 1% (über der Inflationsrate von 2%) zu erwarten sei.

Unzutreffend sei schließlich der Ansatz einer typisierten Einkommenssteuer von 35%, sachgerecht seien 30%; der Betrag von 35% lasse die durchschnittliche Senkung der Einkommenssteuertarife von 2002 – 2006 außer Acht.

Falsch sei zudem der Zinsausspruch des Landgerichts: Der Zinslauf müsse mit dem Übertragungsbeschluss einsetzen; richtig sei ein Zinsfuß von 5%-Punkten über

Basiszinssatz, die Regelung des § 327b Abs. 2 AktG sei ein redaktioneller Fehler des Gesetzes.

- n) Der Gemeinsame Vertreter rügt die geplante Thesaurierung – die Argumentation der Antragsgegnerin sei un schlüssig, da die VuW trotz einer Kernkapitalquote von 4,4% immer zumindest „A“ geratet gewesen sei. Dass grundsätzlich „stand-alone“ zu bewerten sei, könne nicht dazu führen, dass die harte Patronatserklärung der Mutter in der Planung außer Acht gelassen werden könne.

Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 5,5% könne nicht mit der zum Stichtag geltenden Empfehlung des IdW gerechtfertigt werden; die Absenkung um 0,5% rechtfertige sich als Ergebnis einer sich schon länger abzeichnenden Entwicklung, der durch Schätzung nach § 287 ZPO Rechnung zu tragen sei.

Hinsichtlich des beta-Faktors erscheine es angemessen, vom beta-Wert der [] von 1,28 auszugehen und sodann die nicht die VuW betreffenden Risikokomponenten zu eliminieren, insbesondere die Risiken des Investmentgeschäfts. Damit sei ein Abschlag von 30% auf ein beta von 0,9 angemessen.

Die im Beschwerdeverfahren aufgetretenen Antragsteller beantragen

die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen

sowie (teilweise)

eine weitere Anhebung des Abfindungsbetrages über den vom Landgericht angesetzten Wert hinaus.

Die Antragsgegnerin beantragt,

den Beschluss des Landgerichts aufzuheben und die Abfindung auf den von ihr gebotenen Betrag von € 26,65 je Aktie festzusetzen.

Die Antragsgegnerin ist weiterhin die Auffassung, dass eine höhere Barabfindung als € 26,65 je Aktie nicht geschuldet sei.

Sie verteidigt insbesondere die geplante Thesaurierung von Gewinnen zur Stärkung der Kernkapitalquote der VuW.

Tatsächlich sei eine Kernkapitalquote von 7% unabdingbar, Rating-Agenturen wie etwa Standard & Poors stellten sogar noch deutlich strengere Anforderungen für die Erlangung eines erstklassigen Ratings. Standard & Poors etwa beurteile Banken nach „adjusted common equity“-Quoten, die schon einem engeren Ansatz folgten als die deutsche Betrachtung der Kernkapitalquote. Die Vergangenheit zeige, dass eine Kernkapitalquote von zumindest 7% nach der Praxis der Rating-Agenturen Voraussetzung für die Erlangung eines A-Ratings sei; wegen der Einzelheiten wird auf S. 5 – 7 des Schriftsatzes der Antragsgegnerin vom 12.08.2009 Bezug genommen.

Die gesetzliche Mindestquote von nur 4,4% komme in der Realität nicht vor. Tatsächlich sei ein exzellentes Rating Voraussetzung für die Erreichung der ehrgeizigen Ziele in den Planjahren, ein downgrade hätte massive nachteilige Folgen. Dass in der Vergangenheit umfassend ausgeschüttet worden sei, sei insoweit unbeachtlich, da die VuW bislang nicht eigenständig, sondern nur in Abhängigkeit von der Mutter geratet worden sei. Deren Patronatserklärung stelle jedoch einen echten Synergieeffekt dar, der unter Geltung der stand-alone-Prämisse der Bewertung nicht zu Grunde gelegt werden dürfe. Stand-alone weise der VuW-Teilkonzern selbst jedoch nur eine Kernkapitalquote von 5,54% auf, der im Geschäftsbericht 2003 genannte Wert von 6,5% beziehe sich auf die Einzelgesellschaft.

Die Patronatserklärung sei zudem ohnehin nicht geeignet, ein eigenes A-Rating der VuW dauerhaft zu gewährleisten, da die sich im Jahre 2002 selbst in einer schwierigen wirtschaftlichen Lage befunden habe. Die von Ostdeutschland ausgehende Immobilienkrise habe die in diesem Markt stark tätige ebenso schwer getroffen, wie der Abschwung nach 9/11. Tatsächlich habe die 2003 – 2005 nur mit Mühe ein A-Rating halten können, die knapp vermiedene, von S&P erwogene Absenkung auf „BBB“ würde dramatische Folgen gehabt haben. Damit

aber sei es ausgeschlossen, dass aus dem Patronat der ein A-Rating der VuW hätte abgeleitet werden können.

Ein Beharren auf der Vollausschüttungshypothese führe bei gleichzeitiger Annahme eines Wachstums von 1% p.a. schon rein rechnerisch im Jahr 2024 zur Unterschreitung der aufsichtsrechtlichen Kernkapitalgrenze von 4,4%.

Zudem sei es nicht angängig, wie durch das Landgericht geschehen, lediglich die Thesaurierung aus der Ertragswertermittlung herauszurechnen, vielmehr müsste der dann gleichbleibend niedrigen Kernkapitalquote sodann auch durch Anpassung anderer Parameter Rechnung getragen werden: Insbesondere wäre in diesem Fall der Ansatz eines deutlich höheren beta nötig, etwa des individuellen beta der , das bei 1,48 gelegen habe.

Schließlich sei die geplante Thesaurierung als unternehmerische Entscheidung im Spruchverfahren – soweit sie wie vorliegend plausibel begründet und nicht in sich widersprüchlich sei – zu akzeptieren. Keinesfalls sei es zulässig, eine solche Planung durch andere – ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts zu ersetzen.

Die Beteiligungen der VuW seien zutreffend bewertet worden – die „wesentlichen“ Töchter, die separat bewertet worden seien, machten 94% des angesetzten Wertes aus, die übrigen 30 Gesellschaften, die zum Buchwert mit € 36.000.000 veranschlagt worden seien, daher nur 6%, womit der vereinfachende Ansatz der Wirtschaftsprüfer nicht zu beanstanden sei.

Als Buchwert sei zudem das jeweilige Maximum aus Beteiligungsbuchwert und anteiligem Eigenkapital der einzelnen Gesellschaften eingebracht worden. Die Gesellschaften der Blue Capital Group seien über den operativen Ertragswert berücksichtigt, da es sich hierbei um SPVs für geschlossene Fondsgesellschaften gehandelt habe, die zum Stichtag noch nicht plaziert gewesen seien und damit im Eigenbestand der Fondsproduzenten gestanden hätten.

Auch die Immobilien seien korrekt abgebildet worden – entgegen der Auffassung einiger Antragsteller bestehe kein Missverhältnis des Immobilienwertes von € 191.000.000 per 31.12.2003 zum Ertragswert des operativen Bankgeschäfts von € 806.000.000, da diese Betrachtung außer Acht lasse, dass die Bestandsimmobilien häufig fremdfinanziert seien.

Bei der Bemessung des Basiszinses sei nach dem zum Stichtag geltenden IdW S. 1 (Tz. 121) auch eine Betrachtung langfristiger Zinszyklen vorzunehmen, der Ansatz

des Landgerichts übersehe, dass (zum Stichtag) ein historisches Zinstief erreicht worden sei.

Selbst nach der vom IdW seit Juni 2005 vertretenen Methode ergebe sich ein Basiszins von 5 ¼%.

Die Marktrisikoprämie sei mit 5% richtig bestimmt worden.

Die Herabsetzung des Beta-Faktors durch das Landgericht sei ohne jede tragfähige Begründung vorgenommen worden. Das individuelle beta der VuW sei aus Gründen der stochastischen Verlässlichkeit nicht verwertbar. Das durchschnittliche Beta der Branche liege über 1,0. Die Zusammensetzung der peer group sei nicht zu beanstanden, die herangezogenen Banken seien der VuW durchaus vergleichbar. Auch der Ansatz eines länderspezifischen Risikos für die VuW A/S Riga sei sachgerecht, abgeleitet sei der Zuschlag aus der unterschiedlichen Verzinsung deutscher und lettischer Staatsanleihen.

Mit Hinweisbeschluss vom 11.02.2010 hat der Senat die Beteiligten auf seine vorläufige Einschätzung insbesondere zu den Themen Thesaurierung der Gewinne bis zur Erreichung einer Kernkapitalquote von 7% sowie zur Bemessung von Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und beta-Faktor hingewiesen.

Zur Vorbereitung der mündlichen Verhandlung ist allen Beteiligten mit Verfügung vom 20.05.2010 mitgeteilt worden, welche Fragen aus Sicht des Senats – insbesondere auch bezüglich in erster Instanz aufgeworfener, aber im Beschluss des Landgerichts nicht ausdrücklich abgehandelter Punkte – relevant und daher mit den Sachverständigen zu erörtern seien.

In der mündlichen Verhandlung sind alle genannten Themen mit den Beteiligten ausführlich erörtert worden; die zuvor als sachverständige Prüfer tätigen Wirtschaftsprüfer und sind umfassend als Sachverständige angehört worden; wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010 Bezug genommen.

In der Sitzung ist seitens des Antragstellers zu 44 sowie der von vertretenen Antragsteller ein Beweisantrag gestellt worden; insoweit wird auf Anlage 2 zum Sitzungsprotokoll vom 3.06.2010 Bezug genommen.

Mit Beschlüssen vom 30. August und 13. Oktober 2010 hat der Senat Ablehnungsanträge mehrerer Antragsteller gegen die Sachverständigen und zurückgewiesen

und eine ergänzende Beweisaufnahme zu der Frage angeordnet, welcher Abfindungsbetrag sich – bei ansonsten unveränderten Ansätzen – unter Zugrundelegung von Vollausschüttung statt Thesaurierung ergebe. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Sachverständigengutachten der Wirtschaftsprüfer _____ t und _____ / vom 28.06.2011 Bezug genommen; das Gutachten ist allen Beteiligten in Kopie zugeleitet worden, denen insoweit mit Verfügung vom 22.07.2011 rechtliches Gehör angeboten wurde.

Schließlich hat der Senat mit Beschlüssen vom 05. Oktober 2011 weitere Ablehnungsgesuche gegen die Sachverständigen zurückgewiesen.

Hinsichtlich der Mitglieder des Senats angebrachte Anträge auf Ablehnung wegen Besorgnis der Befangenheit sind mit Beschluss der zuständigen Vertretungsrichter vom 09.02.2012 zurückgewiesen worden.

II.

Während die Beschwerden der Antragsteller zurückzuweisen sind, hat das zulässige Rechtsmittel der Antragsgegnerin auch in der Sache Erfolg. Der angefochtene Beschluss des Landgerichts ist abzuändern, die angemessene Abfindung im Sinne des § 327b AktG beläuft sich auf die von der Antragsgegnerin (im Vergleichswege) gebotenen € 26,65.

Während die sonstigen Einwendungen der Antragsteller im Beschwerdeverfahren – und auch die in 1. Instanz gegen wesentliche Bewertungsansätze erhobenen Rügen der Minderheitsaktionäre bzw. des Gemeinsamen Vertreters nicht durchgreifen (1.), führt eine Ermittlung des Ertragswertes der VuW unter Anwendung der Vollausschüttungshypothese nicht zu einem erhöhten Abfindungsbetrag (2.). Demgegenüber folgt der Senat weder der vom Landgericht vorgenommenen Absenkung des Basiszinssatzes von 5,5% auf 5%, noch der Kürzung des beta-Faktors für die VuW auf 0,8 und auf 1,0 bzw. der entsprechenden Kürzung hinsichtlich wesentlicher Tochterunternehmen (3).

- 1.) Die von dem Unternehmen vorgelegte Planung, wie niedergelegt im Bericht der Hauptaktionärin _____ und der Gutachtlichen _____ Stellungnahme der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft _____ (im Folgenden: Bericht _____, Anl. AG

2) und bestätigt durch den Bericht der (im Folgenden: Bericht Anl. AG 3), ist zu Recht der Ertragswertberechnung zu Grunde gelegt worden, die Ansätze sind in sich schlüssig und nachvollziehbar.

a) Entgegen der Auffassung zahlreicher Antragsteller ist eine erneute sachverständige Ermittlung des Ertragswertes der VuW nicht erforderlich, die vorliegenden Berichte der Firmen und sind ausreichend.

Soweit die Antragsteller die „Parallelprüfung“ durch die Unternehmen sowie beanstanden, hält der Senat an seiner ständigen Rechtsprechung fest, wonach weder der zeitliche Gleichlauf der Prüfungen noch der Umstand, dass die beteiligten Prüfer sich im Verlaufe der Gutachtenerstellung ausgetauscht haben, zu einer Unverwertbarkeit ihrer Resultate und damit der Einholung einer dritten Stellungnahme führen.

Der Senat verweist insoweit auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts auf S. 9/10 der angefochtenen Entscheidung; im Übrigen ist schon nach der Konzeption des § 327c Abs. 2 S. 1 und Abs. 3, 4 AktG eine zeitliche Überschneidung der Arbeiten zur Erstellung des Übertragungsberichts und dessen Prüfung faktisch nicht zu vermeiden, sofern die erforderlichen Berichte bzw. Gutachten rechtzeitig zur Hauptversammlung, in der über den squeeze-out befunden werden soll, fertiggestellt werden sollen.

Dass die – wie gerichtskundig – daher regelmäßig erfolgende gegenseitige Information der mit den verschiedenen Aufgaben betrauten Wirtschaftsprüfer, die gleichzeitig sehr ähnliche Aufgaben zu erfüllen haben, unzulässig wäre, kann damit nicht angenommen werden.

Auch nach Auffassung des BGH ist eine zeitliche Überschneidung der Arbeiten zur Erstellung des Berichts des Hauptaktionärs nach § 327c Abs. 2 S. 1 AktG und des Berichts über seine Prüfung gem. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG nicht zu beanstanden (BGH ZIP 2006, 2080, 2082, r. Sp.).

Auch soweit von einzelnen Antragstellern gerügt wird, dass die vom Landgericht auf Vorschlag der Hauptaktionärin zur sachverständigen Prüferin bestellt worden ist, folgt der Senat der Auffassung der Kammer (S. 9 des

angefochtenen Beschlusses) – § 327c Abs. 2 S. 3 AktG untersagt ein solches Vorgehen gerade nicht.

Schließlich sind die mit dem Verfahren befassten Wirtschaftsprüfer der F) auch nicht wegen Besorgnis der Befangenheit ausgeschlossen und ihre Stellungnahmen aus diesem Grund unverwertbar; der Senat nimmt insoweit auf seine Beschlüsse vom 30. August und 13. Oktober 2010 sowie 05. Oktober 2011 Bezug.

Auch inhaltlich genügen die vorliegenden Stellungnahmen, insbesondere der Bericht) gem. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG den nach der gesetzlichen Regelungen zu stellenden Anforderungen.

Soweit die Beschwerdeführer zu einer Vielzahl von Einzelpunkten – dazu im Einzelnen s.u. – bemängeln, dass die Aussagen beider vorliegender Berichte nicht hinreichend detailliert und daher nicht nachvollziehbar seien, dringt auch dieser Einwand nicht durch.

Der Bericht des Hauptaktionärs gem. § 327c Abs. 2 S. 1 AktG muss gerade nicht „ausführlich“ sein, sondern hinsichtlich der Angemessenheit der gebotenen Barabfindung lediglich eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen (BGH ZIP 2006, 2080, 2083, I. Sp.; Schmidt/Lutter-Schnorbus, AktG, 2. Aufl. 2010, § 327c, Rnrn. 6, 8; Spindler/Stilz-Singhof, AktG, 2. Aufl. 2010, § 327c, Rnrn. 5, 7; Heidelberger Kommentar zum AktG-Holzborn/Müller, 2. Aufl. 2011, § 327c, Rn. 5; Münchner Kommentar zur AktG-Grunewald, 3. Aufl. 2010, § 327c, Rn. 8).

Eine umfassende Unternehmensdarstellung, die es dem Minderheitsaktionär gewissermaßen ermöglichen würde, das Unternehmen selbständig und abschließend zu bewerten, ist gerade nicht erforderlich (OLG Düsseldorf, AG 2009, 40, 43; Heidelberger Kommentar-Schenk aaO., § 293a, Rn. 16).

Diesen Anforderungen aber wird der von der) erstellte Übertragungsbericht hinsichtlich sämtlicher von den Beschwerdeführern gerügter Punkte gerecht (im Detail s.u.).

Gleiches gilt für den Prüfbericht der) : Auch für diesen fordert das Gesetz (§§ 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. 293e AktG) gerade keine ins Einzelne gehende

Darstellung, eine Untermauerung durch Zahlen und Daten ist entbehrlich; vielmehr genügt die Angabe der Bewertungsmethoden und deren konsistenter Anwendung sowie des gefundenen Ergebnisses, auch insoweit muss nur eine Plausibilitätskontrolle möglich sein (Schmidt/Lutter-Schnorbus aaO., Rn. 18; Spindler/Stitz-Singhof aaO., § 327c, Rn. 10; Spindler/Stitz-Veil aaO., § 293e, Rn. 5; Heidelberger Kommentar-Schenk, aaO., § 293e, Rn. 9).

Diesen Anforderungen genügt der Prüfbericht – wie auch vom Landgericht zutreffend dargelegt (S. 10/11 der angefochtenen Entscheidung) – ohne weiteres (im Einzelnen s.u.).

- b) Soweit die Antragsteller beanstanden, die Ergebnisse der Planjahre seien zu niedrig angesetzt (1), die Zuführungen zur Risikovorsorge übersetzt (2), weiter seien die Ansätze für die Phase der ewigen Rente nicht sachgerecht (3) und schließlich das Immobilienvermögen der VuW ebenso zu niedrig angesetzt worden (4), wie ihr Beteiligungsbesitz (5), greifen ihre Einwendungen nicht durch.

- (1) Die für die Planjahre angesetzten Ergebnisse sind plausibel, die von den Sachverständigen auch in der mündlichen Verhandlung vor dem Senat gegebene Einschätzung, dass eine „klar sehr optimistische Planung“ vorliege, ist nachvollziehbar.

Die Planung der Bank und ihr folgend der Übertragungsbericht differenzieren insoweit nachvollziehbar nach den wesentlichen Unternehmensbereichen Privat- und Geschäftskunden, Unternehmenskunden, Treasury und Zentrale (Bericht , S. 21); soweit das Beteiligungsergebnis hier eliminiert und sodann gesondert berücksichtigt wurde, ist dies als Abgrenzung zwischen banktypischem Kerngeschäft und Ergebnis aus Anteilsbesitz sachgerecht.

Insoweit ist von entscheidender Bedeutung, dass für keinen dieser maßgeblichen, im Rahmen der Ertragsplanung berücksichtigten Bereiche sprunghafte Entwicklungen angesetzt wurden, vielmehr findet sich durchweg der Ansatz einer kontinuierlichen Verbesserung der Ertragslage.

Für die beiden mit Abstand bedeutendsten Bereiche Privat- und Geschäftskunden (PuG) bzw. Unternehmenskunden sind deutlich und kontinuierlich steigende Ergebnisse zu Grunde gelegt worden.

- (a) So wird für die Planjahre ein Anstieg der Summe aus Zins- und Provisionsüberschüssen im Bereich PuG um 5,15% (2003 auf 2004), 7% (2004 auf 2005) und 6% (2005 auf 2006) eingestellt – eine zweifelsfrei optimistische Annahme, zumal diese Überschüsse von 2001 auf 2002 tatsächlich deutlich um 3,5% gesunken und von 2002 auf 2003 nur moderat (um ca. 2,1%) gestiegen waren (Bericht , S. 30). Die hierfür gegebenen Begründungen (Bericht S. 31) erscheinen sogar sehr hoffnungsvoll, da für die Zinsmarge unterstellt wird, dass es der Bank gelingen werde, ein stark an individuellen Risiken des einzelnen Geschäfts bzw. des einzelnen Geschäftspartners orientiertes pricing durchzusetzen und weiter unterstellt wird, dass mit der Umsetzung von Basel II eine Umschichtung von eher ertragsschwachen lang- auf ertragsstärkere kurzfristige Kredite einsetzen werde – eine ganz offenbar unter starker Unsicherheit getroffene Prognose, da hierfür seinerzeit keinerlei Erfahrungswerte vorliegen konnten (und die fraglichen Regeln in Deutschland tatsächlich auch erst per 01.01.2007 verbindlich wurden – „Gesetz zur Umsetzung der neu gefassten Bankenrichtlinie und der neu gefassten Kapitaladäquanzrichtlinie“ vom 17. November 2006 zur Umsetzung der Capital Requirements Directives EU-Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG).

Die Erwartungen im Provisionsbereich stellen sich sogar noch positiver dar und sind dabei vor allem mit Wachstumserwartungen in einem ganz neuen Geschäftsbereich (Ratenkredite und damit verbundene Versicherungsprodukte) begründet, für den naturgemäß ebenfalls kaum belastbare Erfahrungswerte vorliegen konnten.

- (b) Auch im Bereich Unternehmenskunden finden sich kontinuierlich steigende Ergebnisse – soweit sie nicht so stark steigen wie im Bereich PuG, ist dies dadurch erklärlich, dass hier offenbar (siehe Bericht S. 32 und 33) einerseits keine ein starkes Wachstum generierenden Sondereffekte (Umsetzung Basel II, Einführung

Ratenkredit), sondern vielmehr eine stetige Ausweitung des Darlehensvolumens um 3% erwartet wurde und andererseits durch Probleme im Hypothekenbereich (siehe Bericht S. 34) eine nicht so positive Entwicklung des Provisionsergebnisses veranschlagt werden konnte.

Nach Auffassung des Senats ist auch dies in sich schlüssig, zumal ein Zuwachs des Darlehensvolumens deutlich über den seinerzeit erwarteten Steigerungen des BIP angesetzt wurde.

Der Sachverständige hat in der mündlichen Verhandlung vom 23.06.2010 (S. 22 des Sitzungsprotokolls) nachvollziehbar dargelegt, dass ein so starker Anstieg des Ergebnisses, wie er von 2002 auf 2003 erzielt wurde, mit den relativ niedrigen Basiswerten für 2001 und 2002 zusammenhänge und nicht habe erwartet werden können, dass sich diese Entwicklung ungebrochen fortsetzen lasse.

- (c) Bei den Ergebnisbeiträgen des Bereichs Treasury zeigt sich naturgemäß – da hier sich kurzfristig auswirkende (Eigen-)Handelsgeschäfte abgebildet werden – eine deutlich uneinheitlichere und volatilere Entwicklung, wobei die Prognosen offenbar (siehe Bericht , S. 36/37) unter ganz erheblicher Unsicherheit erfolgten.

Da jedoch insgesamt für die Planjahre teils drastische Steigerungen angenommen wurden, sieht der Senat auch hier keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass zum Nachteil der Minderheitsaktionäre zu geringe Ertragserwartungen angesetzt worden sein könnten.

- (d) Gleiches gilt im Ergebnis für den – rein summenmäßig ohnehin nicht schwer ins Gewicht fallenden – Bereich „Zentrale“ (siehe Bericht , S. 38/39).

- (e) Auch hinsichtlich der in der Planung angesetzten Kosten zeigen sich keine Positionen, die begründete oder auch nur nachhaltige Zweifel wecken könnten.

Hinsichtlich der Personalkosten, also des bedeutendsten Postens, ist deren Anstieg von 2002 auf 2003 plausibel mit in diesem Jahr gestiegenen Boni erläutert worden (Bericht , S. 39). Soweit mehrere Antragsteller den Anstieg der Personalkosten trotz prognostisch absinkender Beschäftigtenzahl angezweifelt haben, besteht nach Ansicht des Senats auch hier kein weiterer Aufklärungsbedarf: Der prognostizierte Anstieg der Personalkosten bleibt deutlich hinter den erwarteten Ergebnissteigerungen zurück (vom Sachverständigen quantifiziert mit 10% : 22% - siehe S. 23 des Sitzungsprotokolls vom 23.06.2010), impliziert also einen erheblichen Produktivitätszuwachs – damit besteht auch hier keinerlei Anlass zu den Annahme, dass diese Kosten zum Nachteil der Minderheitsaktionäre übersetzt worden sein könnten.

Gleiches gilt hinsichtlich der „anderen Verwaltungskosten“ und schließlich hinsichtlich der für die Planjahre angesetzte AfA, die stark rückläufig ist (siehe Bericht S. 39).

- (f) Dem in der mündlichen Verhandlung (Anlage 2 zum Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010) angebrachten Beweisantrag des Antragstellers und des (für die von ihm vertretenen Antragsteller) ist nicht nachzugehen, da das bezeichnete Beweismittel zum Beweis der behaupteten Tatsache vollständig ungeeignet (§ 244 Abs. 3 S. 2, 4. Var. StPO analog) ist.

Hierbei legt der Senat den Antrag dahingehend aus, dass die Antragsteller als (nicht ausdrücklich bezeichnetes) Beweismittel die Einholung eines Sachverständigengutachtens anbieten wollten.

Für die Beurteilung der ex ante festzulegenden Planzahlen der VuW ist jedoch restlos ohne Belang, wie sich die Kosten- und Ertragslage der Unternehmen der (ausschließlich) zur Ermittlung des beta-Faktors herangezogenen peer group zwischen 2003 und 2007 tatsächlich entwickelt hat.

(2) Die Risikovorsorge, wie sie in den Planjahren angesetzt wurde, ist nicht zu beanstanden, wobei nach Auffassung des Senats wiederum entscheidend ist, dass die Planung keine sprunghaften Entwicklungen zeigt: Wie im Übertragungsbericht dargelegt (Bericht S. 22), belief sich die langjährige Risikovorsorge des VuW auf 0,69% des Kreditvolumens, in den den Planjahren unmittelbar vorhergehenden Zeiträumen sogar auf 0,80% - bei dieser Sachlage besteht nicht der geringste Zweifel, dass der Ansatz von Zuführungen zur Risikovorsorge in den Planjahren von 0,70 (2004) 0,69 (2005) und 0,67% (2006) bzw. 0,65% in der ewigen Rente korrekt und tatsächlich sogar reichlich optimistisch ist.

(3) Auch hinsichtlich der für die Phase der ewigen Rente angesetzten Werte (vgl. Bericht S. 41) sind Fehler nicht zu erkennen.

Die Antragsteller haben insoweit das Absinken des Ergebnisses vor Steuern von 2006 € 95.500.000 auf 2007 € 93.500.000 sowie den Anstieg von Verwaltungsaufwand und Normal-AfA von 2006 auf 2007 um € 22.100.000 beanstandet (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010 – S. 23 – 25).

Beide Punkte wurden von den Sachverständigen plausibel erläutert: In der Tat erscheint es nachvollziehbar, hinsichtlich der Phase der ewigen Rente jedenfalls bezogen auf stark marktabhängige Positionen nicht schlicht den Wert des letzten Planjahres fortzuschreiben, sondern insoweit auf einen längerfristigen Durchschnittsbetrag abzustellen.

Hinsichtlich des erhöhten Aufwandes ist insbesondere der Hinweis der Sachverständigen auf erhöhte AfA für in den Planjahren verstärkt zu beschaffenden IT plausibel – der Senat verkennt nicht, dass hier eine Quantifizierung durch die Sachverständige nicht erfolgt ist, gleichwohl besteht kein weiterer Aufklärungsbedarf, da das Ergebnis für die ewige Rente ab 2007 nur geringfügig abgesenkt wurde und – wie bereits ausgeführt – das Planergebnis für 2006 bereits auf durchweg sehr optimistischen Annahmen beruhte.

Zudem blenden die Antragsteller bei ihrer Rüge aus, dass auch der Zins- und Provisionsüberschuss nicht schlicht von 2006 auf die ewige Rente ab 2007 fortgeschrieben wurde und durch den dort angenommenen Anstieg das Anwachsen der Position „Verwaltungsaufwand inkl. Normal AFA“ mehr als kompensiert wurde.

- (4) Der Senat hat keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass das Immobilienvermögen der VuW im Übertragungsbericht nicht korrekt bewertet worden sein könnte.

Es wird ausdrücklich angeführt (Bericht S. 52), dass lediglich zwei Grundstücke als nicht betriebsnotwendiges Grundvermögen eingeschätzt wurden, während der gesamte sonstige Immobilienbesitz dem operativen Geschäft diene.

Dass der Sachverständige in der mündlichen Verhandlung nicht spontan angeben konnte, ob es sich bei den restlichen Immobilien ausschließlich um Filialen der VuW handele (S. 30 des Sitzungsprotokolls vom 23.06.2010), gibt dem Senat keinen Anlass, die von den Prüfern getroffenen Feststellungen anzuzweifeln.

Aus dem Geschäftsbericht der VuW für das Jahr 2003 (Anlagenkonvolut AG 5) ergibt sich, dass die VuW per 01.03.2004 ein Netz von über 150 Geschäftsstellen unterhielt; weiter ist ersichtlich (aaO., S. 36), dass in den Sachanlagen im Buchwert von insgesamt € 257.000.000 € 191.000.000 auf „eigengenutzte Grundstücke und Bauten“, weitere € 54.000.000 auf „Betriebsausstattung“ entfielen. Bei Hinzurechnung des für die nicht betriebsnotwendigen Grundstücke auf Grund von Wertgutachten angesetzten Betrages von gut € 12.000.000 (Bericht S. 52) ist der Wertansatz von € 257.000.000 damit vollständig nachvollziehbar, eine „Lücke“, in der weiterer nicht betriebsnotwendiger Grundbesitz „versteckt“ sein könnte, tut sich gerade nicht auf.

Soweit der Antragsteller in der mündlichen Verhandlung vorgetragen hat, dass nach Angaben in der Hauptversammlung der VuW in den Grundstücken eine stille Reserve von € 103.000.000 enthalten sei (Sitzungsprotoll vom 23.06.2010, S. 30 Mitte), ist dies irrelevant: Die Minderheitsaktionäre haben im Rahmen eines squeeze-out keinen Anspruch auf Aufdeckung der in betriebsnotwendigem Vermögen lagernden stillen Reserven.

- (5) Schließlich bestehen auch keine Zweifel an einem korrekten Ansatz des Beteiligungsportfolios der VuW.

- (a) Eine separate Bewertung sämtlicher Tochter- bzw. Enkelgesellschaften der VuW nach Ertragswertgesichtspunkten ist entgegen der Auffassung mehrerer Antragsteller nicht erforderlich.

Aus dem Bericht der _____ ergibt sich, dass alle wesentlichen Beteiligungen über deren separate Planungsrechnungen, die weiteren Beteiligungen durch Ansatz des Beteiligungsbuchwertes berücksichtigt wurden (Bericht _____ S. 42).

Grundsätzlich ist es – wie bei jeder Feststellung eines Unternehmenswertes nach Maßgabe des Prüfungsstandards IdW S 1 – auch im Rahmen der Festlegung einer Barabfindung nach § 327b AktG nicht zu beanstanden, wenn die Überprüfung der vom Unternehmen dargestellten Ansätze sich an Kriterien von Maßgeblichkeit und Wesentlichkeit orientiert, die Wirtschaftsprüfer ihrer Tätigkeit – sei es bei einer Abschlussprüfung oder auch im Rahmen einer due diligence – regelmäßig zu Grunde legen.

Wie vom Sachverständigen _____ in der mündlichen Verhandlung vor dem Senat ausgeführt (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010, S. 25), machen die fünf als wesentlich eingestuften Unternehmen 94%, die restlichen 30 Beteiligungen hingegen nur 6% des Gesamtwertes der Beteiligungen von knapp € 590.000.000 aus. Damit ist belegt, dass tatsächlich alle wesentlichen Beteiligungen gesondert bewertet wurden, auch wenn

_____ in der mündlichen Verhandlung einen „absoluten“ Grenzwert, bis zu dem Wesentlichkeit angenommen wurde, nicht beziffern konnte.

Im Übrigen ist auch durch die im Geschäftsbericht 2003 der VuW (S. 48 – 50) enthaltene Anteilsliste nach § 285 Nr. 11 HGB hinreichend belegt, dass keine Unternehmen übergangen wurden, die in erheblichem Umfang zum Beteiligungsergebnis dieses Geschäftsjahres beigetragen hätten. Vielmehr wird erkennbar, dass die weit überwiegende Zahl dieser Unternehmen kein nennenswertes Ergebnis erzielte. Der Ansatz dieser Beteiligungen zum Buchwert erscheint damit plausibel.

- (b) Zweifel an der korrekten Bewertung der einzelnen „wesentlichen“ Beteiligungen bestehen nicht.

Zunächst sind Gesichtspunkte, die gegen die Einstufung dieser Beteiligungen als betriebsnotwendig sprechen könnten, nicht vorgetragen und auch sonst nicht ersichtlich geworden.

Die langjährige Entwicklung der Bilanzposition „Beteiligungen, verbundene Unternehmen“ über die Jahre 1992 – 2001 (Geschäftsbericht 2001, S. 132, 133 – Anlagenkonvolut AG 5) – bzw. das Fehlen erheblicher Veränderungen dieses Postens – zeigt deutlich auf, dass die Einschätzung der Wirtschaftsprüfer (Bericht , S. 42), dass die VuW einer „buy-and-hold“-Strategie folge, womit gerade die banktechnischen sowie die strategischen Beteiligungen als betriebsnotwendig einzustufen seien, zutreffend ist.

Im Übrigen ist es nach Auffassung des Senats allein Sache des Vorstandes der VuW im Rahmen der allein ihm zukommenden unternehmerischen Entscheidungen festzulegen, ob Beteiligungen an Unternehmen gehalten werden sollen, die – wie hier die fünf selbständig bewerteten Anlagen, nämlich zwei Beteiligungsgesellschaften, zwei Bankhäuser und eine Leasinggesellschaft – eine Nähe zum Bankbetrieb aufweisen.

Hinsichtlich der „Beteiligungs- und Handelsgesellschaft in Hamburg mbH“ ist plausibel dargelegt, dass es sich hierbei um eine Zwischenholding handelt, die ihrerseits nur Beteiligungen an zwei wesentlichen (Enkel-) Gesellschaften der VuW hält.

Für die NORDINVEST GmbH, die verschiedene Investment-Sondervermögen verwaltet, ist seitens (Bericht S. 44) eine durchaus positive Entwicklung der Nettoausschüttung an die Mutter angenommen worden; der Sachverständige hat überzeugend ausgeführt, dass ein Ertrag von 2% des verwalteten Vermögens ein branchenüblicher Wert sei (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010, S. 27).

Hinsichtlich der Deutschen Schiffsbank, an der die VuW lediglich eine Minderheitsbeteiligung von 20% hält, haben die Antragsteller lediglich

darauf verwiesen, dass der Ertragswert unter dem Eigenkapital liege; hieraus ergeben sich keine nachhaltigen Zweifel an der Bewertung, da die Sachverständigen dargelegt haben (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010, S. 28), dass dies nicht ungewöhnlich und im Jahre 2004 etwa auch für die [redacted] und die Commerzbank der Fall gewesen sei.

Soweit die Übertragungsprüfer für diese Beteiligung ein aus einer peer group ermitteltes beta von 0,9 angesetzt haben (Bericht [redacted], S. 45) (zum beta der VuW selbst s.u.), ist dies aus Sicht des Senats nicht problematisch, da zwar für dieses Spezialinstitut eine plausibel besetzte peer group schwer vorstellbar ist, der Wert jedoch unter dem nach dem CAPM neutralen Wert von 1,0 liegt und es plausibel erscheint, dass eine Spezialbank schon auf Grund der Konzentration ihres Geschäfts auf ein schmales Marktsegment jedenfalls kein wesentlich unterdurchschnittliches Risiko aufweisen wird.

Hinsichtlich der [redacted] und des Bankhauses Neelmeyer erscheint allein das Absinken des Ertragswertes im Übergang von Planjahren zu ewiger Rente (Bericht [redacted], S. 47 und 49) fraglich; dies ist jedoch von den Sachverständigen (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010, S. 28 unten) in gleicher Weise wie für die VuW selbst (s.o.) überzeugend erläutert worden.

Hinsichtlich der Vereinsbank Riga ist allein der Zuschlag zum Kapitalisierungszinsfuß von 1,88% für Lettland von den Antragstellern problematisiert worden.

Da es unmittelbar einleuchtend erscheint, dass die Marktrisikoprämie auch davon beeinflusst wird, auf welchem Markt ein Unternehmen tätig ist, ob es also z.B. wie ein Bankhaus in Lettland im Jahre 2003 in einem stark wachsenden, aber auch wirtschaftlich und politisch sehr volatilen Umfeld operiert, hat der Senat keinen Anlass an der Aussage des Sachverständigen [redacted] zu zweifeln, dass es sich hierbei um einen in der Praxis verbreiteten Ansatz handele.

Hinsichtlich der _____ sind schließlich im Verfahren keine besonderen Fragen aufgeworfen worden.

(c) Hinsichtlich der „unwesentlichen“ Beteiligungen erscheint (wie schon angemerkt) der Ansatz zum Buchwert plausibel, zumal – wie anhand der schon genannten Beteiligungsergebnisse abzulesen, dieser pauschalierende Ansatz bei zahlreichen negative Ergebnisse erzielenden Unternehmen zu einer Begünstigung der Minderheitsaktionäre führen muss.

c) Damit gelangt der Senat insgesamt zu der Einschätzung, dass die Ermittlung des Ertragswertes des VuW (vor Abzinsung und ohne Thesaurierung – dazu sogleich) korrekt vorgenommen wurde.

Hierbei erscheinen die von den Wirtschaftsprüfern ermittelten Zahlen auch vor dem Hintergrund plausibel, dass die sich damit ergebende Gesamtentwicklung der Ertragslage der VuW über die Planjahre hin zur ewigen Rente sich bruchlos – d.h. ohne äußere Einflüsse wie das Platzen der dotcom-Blase oder die Entwicklung im Gefolge von 9/11 – in die Gesamtsituation des Unternehmens seit 1992 einfügt, wie sie der Zusammenstellung der „Zahlen der Vereins- und Westbank“ im Geschäftsbericht 2001, sowie diesem selbst und den Geschäftsberichten für 2002 und 2003 (vgl. Anlagenkonvolut AG 5) zu entnehmen ist.

2.) Ob die von der VuW in die Planungen aufgenommene und von den beteiligten Wirtschaftsprüfern gleichfalls für unabdingbar gehaltene Thesaurierung von Gewinnen bis zur Erreichung einer Kernkapitalquote von 7% tatsächlich sachgerecht ist, ist hier nicht zu entscheiden.

Für die Richtigkeit dieser Annahme spricht allerdings die ex post tatsächlich eingetretene Entwicklung ebenso wie die von der Antragsgegnerin dargelegte Bewertungspraxis der Rating-Agenturen, nach der eine Kernkapitalquote von 4 oder 4,4% heute keinesfalls mehr angemessen erschiene, da inzwischen weithin tatsächlich zweistellige Kernkapitalquoten für erforderlich gehalten werden.

Gegen die Erforderlichkeit eines solchen Aufbaus der Kernkapitalquote gerade zum Stichtag bei der VuW spricht jedoch nach Auffassung des Senats hier die von der gegebene harte Patronatserklärung, wobei auch das Prinzip der Bewertung „stand alone“ der Berücksichtigung dieser Verflechtung der VuW mit der Mutter nicht entgegenstehen dürfte, da nach der tatsächlichen Unternehmensplanung unstreitig eine echte Eigenständigkeit der VuW, losgelöst von der , nie geplant war (und es tatsächlich auch hierzu nicht gekommen ist, sondern vielmehr eine weitere starke Integration im Rahmen des Unicredito-Konzerns stattgefunden hat).

Im Ergebnis kann diese Frage jedoch dahinstehen, da auch bei Berechnung des Ertragswertes der VuW nach Maßgabe der Vollausschüttungshypothese keine höhere Abfindung der Minderheitsaktionäre anzusetzen wäre.

Der Senat folgt insoweit den überzeugenden Ausführungen der Sachverständigen und in ihrer „Ergänzenden gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der Vereins- und Westbank zum 24. Juni 2004“ vom 28.06.2011.

Anlass zu Zweifeln an der Unbefangenheit der Sachverständigen bestehen nicht; der Senat nimmt insoweit Bezug auf seine Beschlüsse vom 30.08.2010, 13.10.2010 und 05.10.2011, mit denen Anträge auf Ablehnung der Sachverständigen wegen Besorgnis ihrer Befangenheit zurückgewiesen wurden.

Insbesondere hält der Senat daran fest, dass entgegen der Auffassung mehrerer Antragsteller auf S. 6 des fraglichen Gutachtens sehr wohl ausdrücklich ausgeführt wird, welcher Wert je Stückaktie sich bei einer schlichten Annahme der Vollausschüttung ohne jede Thesaurierung ergäbe, was exakt dem Wortlaut des Beweisbeschlusses des Senats 13.10.2010 entspricht, womit der Vorwurf nicht gerechtfertigt ist, die Sachverständigen hätten den ihnen erteilten Auftrag „eigenmächtig abgeändert“.

Tatsächlich wird das Gutachten der Sachverständigen erst durch die weiteren Ausführungen zu einer teilweisen Thesaurierung zur Erhaltung der gegebenen Kernkapitalquote in sich schlüssig und überzeugend: Es wird ersichtlich, dass die Sachverständigen sich sachgerecht und umfassend mit der Beweisfrage beschäftigt und diese in allen Konsequenzen durchdacht haben.

Dass die Sachverständigen dargelegt haben, dass eine vollständige Thesaurierung bei gleichzeitiger Beibehaltung der Wachstumsprognose von 2,1% im Planungszeitraum und 1,0% in der ewigen Rente auf lange Sicht mit den

bankaufsichtsrechtlichen Erfordernissen hinsichtlich der (auch nach dem zum Stichtag geltenden Recht) zwingend einzuhaltenden Kernkapitalquote nicht vereinbar ist und daher jedenfalls im Umfang des Wachstums auch eine Zuführung zum Eigenkapital zu Grunde gelegt werden muss, stellt sich insofern lediglich als eine sachgerechte Auslegung des Gutachtauftrages dar.

Da die Ertragswertermittlung von einer "unendlichen" Unternehmensfortführung ausgeht, ist offensichtlich, dass sämtliche der Bewertung zu Grunde liegende Prämissen hiermit vereinbar sein müssen. Die Berechnung des Ertragswertes ausgehend von einer konstanten, den aufsichtsrechtlichen Erfordernissen genügenden Kernkapitalquote ist damit allein sachgerecht.

Insoweit ist es konsequent, dass die Sachverständigen auch die Auswirkungen eines derartigen Vorgehens für das beta und damit die Marktrisikoprämie dargelegt haben – auch insoweit ist ganz unverkennbar, dass eine gegenüber den früheren Prämissen schwächere Kapitalausstattung sich auf die Risikoeinschätzung am Markt auswirken muss; wären diese Ausführungen nicht bereits im Gutachten enthalten gewesen, hätten sie durch den Senat nachgefordert werden müssen.

Irgendeinen Anlass, an Methodik und Rechenwerk der Sachverständigen zu zweifeln, hat der Senat nicht, solche inhaltlichen Bedenken sind auch seitens der Antragsteller nicht aufgezeigt worden, denen insoweit mit Verfügung vom 22.07.2011 rechtliches Gehör gewährt wurde. Insbesondere erscheint die Anhebung des Betas (zu diesem im Einzelnen s.u.) bei nur konstanter Kernkapitalquote ohne Aufstockung auf 7% auf 1,4 schlüssig.

Damit aber ergäbe sich auch bei einer Beschränkung der Thesaurierung auf das absolut unabdingbare Mindestmaß und ansonsten vollständiger Ausschüttung lediglich ein unter dem tenorierten Wert liegender Abfindungsbetrag zu Gunsten der Minderheitsaktionäre von € 23,86 je Aktie.

- 3.) Die Beschwerde der Antragsgegnerin hat Erfolg, soweit sie sich gegen die vom Landgericht vorgenommenen Korrekturen hinsichtlich des Kapitalisierungszinssatzes wendet.
 - a) Die Absenkung des Basiszinssatzes von 5,5% auf 5,0%, die im angefochtenen Beschluss seitens der Kammer vorgenommen und auf S. 23, 2 Absatz auf § 287

ZPO gestützt wurde, ist nicht sachgerecht, insbesondere ist eine hinreichende Schätzungsgrundlage nicht dargelegt worden.

Im Übertragungsbericht (Bericht , S. 27 oben) ist dargelegt, mit welcher Methodik der Basiszinssatz auf 5,5% bemessen wurde.

Grundsätzlich erscheint, da – wie unstreitig – risikofreie Alternativanlagen mit unbegrenzter Laufzeit nicht existieren (und auch zum Stichtag nicht existierten), die dargestellte Methode eines Mischzinses, ermittelt aus aktuellen Renditen von Staatspapieren mit 9 – 10 Jahren Restlaufzeit für die ersten 10 Jahre und der langjährigen Durchschnittsrendite der letzten 30 Jahre für die Folgezeit, als eine sachgerechte Methode der Ermittlung des Basiszinssatzes, wie sie zum Stichtag auch nach Maßgabe des IdW S 1 praktiziert wurde.

Die Sachverständigen haben dargelegt (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010, S. 31), dass der alternativ denkbare Ansatz der Rendite dreißigjähriger Bundesanleihen (seinerzeit 4 ¼%) im Hinblick auf das geringe Handelsvolumen dieser Papiere nicht der seinerzeitigen Auffassung des Berufsstandes entsprach. Dies wird weiter dadurch belegt, dass – unstreitig – zum hier relevanten Bewertungsstichtag (24.06.2004) noch eine Empfehlung des IdW zum Ansatz eines Basiszinses von 5,5% galt und das IdW unter der seinerzeit geltenden Fassung des IdW S 1 in der Tat die hier im Übertragungsbericht angewandte, an Zinssätzen der Vergangenheit orientierte Herangehensweise empfahl.

Der Senat verkennt dabei nicht, dass es sich bei Empfehlungen des IdW selbstverständlich nur um solche und eben keine Verbindlichkeit beanspruchenden Rechtssätze handelt.

Gleichwohl kommt unter Berücksichtigung des Telos von § 327b AktG der durch die Empfehlungen des IdW geprägten Bewertungspraxis zum Stichtag eine ganz erhebliche Bedeutung zu: Die Norm sichert eine im Sinne des Art. 14 GG dem wahren Wert der von dem ausgeschlossenen Aktionär gehaltenen Aktien entsprechende Entschädigung.

Dieser „wahre Wert“ kann jedoch – sofern nicht schlicht auf die Marktkapitalisierung abgestellt werden soll, die nach der Rechtsprechung des BVerfG nur die Untergrenze der Abfindung bildet – nur durch eine Bewertung des Unternehmens und damit in der Praxis nur durch die Einholung von

Stellungnahmen von Wirtschaftsprüfern ermittelt werden, die hierbei nach Maßgabe des IdW S 1 vorgehen, der in diesem Bereich die „best practice“ definiert und daher von Wirtschaftsprüfern nach einhelliger Auffassung des Berufsstandes regelmäßig einzuhalten ist und nach Kenntnis des Senats aus zahlreichen Spruchverfahren auch regelmäßig eingehalten wird.

Damit aber kommt gerade auch für die eben nicht wissenschaftlich exakt mögliche Bestimmung des Basiszinssatzes der Bewertungspraxis zum Stichtag eine erhebliche Bedeutung zu; ein Abstellen auf künftige Entwicklungen – etwa hier die spätere Absenkung der Empfehlung des IdW zum Basiszins auf 5%, auf die sich zahlreiche Antragsteller berufen – ist tendenziell geeignet, den im Sinne des § 327b AktG relevanten wahren Wert, nämlich den auf den Stichtag in der Praxis feststellbaren Wert eines Unternehmens zu verfälschen.

Zum Stichtag aber galt – unstreitig – eine Empfehlung des IdW für die Annahme eines Basiszinssatzes von 5,5 %, die eben auch von den hier beteiligten Wirtschaftsprüfern befolgt wurde.

Vor diesem Hintergrund ist die durch das Unternehmen (gestützt auf den Bericht , S. 27) vorgenommene Prognose dieses Zinssatzes von 5,5 %, die von den sachverständigen Prüfern akzeptiert wurde (Bericht , S. 14) hinzunehmen.

Eine bessere Schätzungsgrundlage im Sinne des § 287 ZPO, die eine Anpassung auf 5,0% tragen könnte, hat das Landgericht gerade nicht dargelegt – die mit wenigen Zeilen geäußerten Erwartungen an die weitere Zinsentwicklung (S. 23, lit. dd der angefochtenen Entscheidung) mögen seinerzeit zugetroffen haben, auch nur ansatzweise quantifizierbar und damit als Grundlage einer eigenen („besseren“) Schätzung nach § 287 ZPO geeignet sind die Auswirkungen dieser Erwartungen nicht.

Vielmehr hat das Landgericht sich nicht damit auseinandergesetzt, dass der Bewertung im Übertragungsbericht, die durch die sachverständigen Prüfer akzeptiert wurde, auch eine längerfristige Betrachtung vergangener Entwicklungen zu Grunde gelegt worden war, worin jedenfalls eine sachgerechte, jedenfalls aber plausible Herangehensweise zu sehen ist.

Es mag andere, ebenfalls plausible Ansätze zur Bestimmung des Basiszinssatzes, wie etwa die in neuerer Zeit weithin (auch vom IdW S 1 in geltender Fassung) vertretene Anknüpfung an die Zinsstrukturkurve geben – dass sich insoweit die Auffassungen in der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre geändert haben, ändert jedoch nichts an der zum Stichtag geltenden Bewertungspraxis. Insoweit ist nach Auffassung des Senats die Bemessung gerade der Diskontierungszinssätze eben nicht (nur), wie von zahlreichen Antragstellern angenommen, eine Frage richtiger oder besserer wissenschaftlicher Erkenntnis (wobei im Übrigen auch die Anknüpfung an die Zinsstrukturkurve bereits wieder umstritten ist, wie etwa vorliegend der Vortrag der Antragsteller zu 14 – 18 exemplarisch aufzeigt), sondern ganz wesentlich davon geprägt, welche Parameter in Praxis zum Stichtag tatsächlich für richtig gehalten und angewandt wurden.

Damit muss es beim Ansatz eines Basiszinses von 5,5% bleiben, wie er im Übertragungsbericht und von den sachverständigen Prüfern mit tragfähiger Begründung für richtig gehalten wurde.

- b) Die Marktrisikoprämie ist mit 5,0% „richtig“ bemessen worden, wobei sich der Senat auch hier bewusst ist, dass es einen im naturwissenschaftlichen Sinn (allein) zutreffenden Wert nicht gibt.

Grundsätzlich hält der Senat allerdings an der Ermittlung der Abzinsungsfaktoren nach Maßgabe des CAPM fest: Dieses Modell ist zwar durchaus umstritten, zahlreiche seiner Prämissen werden von verschiedenster Seite angegriffen (vgl. nur die umfassende Zusammenfassung der verschiedenen kritischen Ansätze bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2009, S. 315 – 318).

Dies ändert jedoch nichts daran, dass das CAPM (zumindest theoretisch) immerhin in sich schlüssig ist und die einigermaßen evidente Einschätzung umsetzt, dass eine Anlage in Aktien eine (wie auch immer zu bemessende) Mehrrendite gegenüber risikolosen Papieren abwerfen muss, da anderenfalls – rationales Anlegerverhalten unterstellt – überhaupt nicht zu erklären wäre, weshalb ein Anleger denn überhaupt in Aktien investiert.

Zudem ist aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtskundig, dass dieser methodische Ansatz jedenfalls für Bewertungsstichtage zwischen 2000 und 2005 weithin angewandt wurde und zudem gegenüber der schlichten freien Schätzung

eines Zuschlages zum Basiszinssatz einen gewissen Vorteil hinsichtlich der Nachvollziehbarkeit bietet.

Im Ergebnis ist auch hier von wesentlicher Bedeutung, dass der Mittelwert der seinerzeit geltenden Empfehlung des IdW für den Ansatz der Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 4 – 6% gewählt wurde.

Die Sachverständigen haben in der mündlichen Verhandlung überzeugend dargelegt (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010, S. 31 – 33), dass sie verschiedene Studien zur Ermittlung der Marktrisikoprämie gewürdigt und sodann unter Berücksichtigung der Diskussion innerhalb des Berufsstandes den Mittelwert von 5% für angemessen gehalten haben.

Dieses Herangehen ist, da es wie ausgeführt entscheidend auch auf die seinerzeitige Bewertungspraxis ankommen muss, nicht zu beanstanden, zumal – wie ebenfalls bereits ausgeführt – die der Ermittlung der abzuzinsenden Beträge zugrunde liegende Planung durchaus ambitioniert und daher ersichtlich mit Risiken behaftet war, die jedenfalls den Ansatz einer „mittleren“ Marktrisikoprämie ebenfalls angemessen erscheinen lassen.

Auf den Glaubensstreit, ob die Ableitung der Marktrisikoprämie dem arithmetischen oder dem geometrischen Mittel zu folgen habe, wobei es für beide Ansätze Argumente und kein abschließendes Resultat gibt (vgl. Dörschell/Franken/Schulte aaO., s. 94 ff, insbesondere S. 107/108), kommt es vor diesem Hintergrund nicht an.

Zu korrigieren ist die vom Landgericht vorgenommene Absenkung der beta-Faktoren für die VuW, für die sowie das Bankhaus Neelmeyer von 1,1 auf 0,8, der NORDINVEST von 1,15 auf 1,0 und für die Vereinsbank Riga auf ebenfalls 1,0.

Wiederum ist der Senat der Auffassung, dass konsequent innerhalb des CAPM zu argumentieren ist: Insoweit ist anerkannt, dass das individuelle beta eines Unternehmens dann nicht verwandt werden kann, wenn aufgrund eines zu geringen Bestimmtheitsmaßes (wie es regelmäßig – neben anderen denkbaren Störfaktoren – bei zu geringen Datenmengen und damit häufig bei squeeze-out-Situationen mit der für diese typischen Marktmenge hinsichtlich der Aktie des

betroffenen Unternehmens auftritt) keine hinreichende Aussage über die Bewertung der dem Unternehmen anhaftenden Risiken durch den Markt getroffen werden kann.

Dass der hier nach Angaben der Sachverständigen ermittelte Signifikanzwert von 0,02 (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2011, S. 35 unten) regelmäßig als Indikator für ein nicht mehr hinreichend aussagekräftiges individuelles beta angesehen wird, ist dem Senat aus zahlreichen Spruchverfahren bekannt.

Damit bleibt – innerhalb des Modells – nur der peer group-Ansatz, wobei grundsätzlich auf Vergleichbarkeit der einbezogenen peers zu achten ist. Dass die zum Vergleich herangezogenen Banken insoweit ungeeignet wären, ist entgegen der Auffassung zahlreicher Antragsteller nicht ersichtlich, vielmehr ist ein Mix verschiedener Institute zusammengestellt worden, der insgesamt sachgerecht erscheint.

Soweit hier auch Großbanken (Commerzbank und Deutsche Bank) aufgenommen wurden, die hinsichtlich ihrer Bilanzsumme der VuW sicherlich nur sehr bedingt vergleichbar sind, ändert dies nicht daran, dass es sich auch bei diesen – wie bei der VuW – um Institute handelt, die das gesamte traditionelle Bankgeschäft abdecken und insoweit jedenfalls hinsichtlich des Geschäftsmodells vergleichbar sind.

Demgegenüber ist die Danske Bank nach Größe und Geschäftsmodell (vgl. für 2004 <http://www.danskebank.com/da-dk/ir/events/Documents/annualreport2004UK.pdf>) der VuW durchaus gut vergleichbar; da sie im Kerngeschäft auf Dänemark beschränkt ist (bzw. seinerzeit war), weist sie in der Struktur sogar recht deutliche Parallelen zur VuW als norddeutscher Regionalbank auf.

Eine ähnlich starke regionale Verankerung wiesen (bis zur Fusion per 01.01.2007) auch die San Paolo IMI und die Banca Intensa S.p.A. auf, die zudem gleichfalls das volle Spektrum an Bankdienstleistungen anboten (vgl. http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/eng_index.jsp).

Entsprechendes gilt auch für die SEB AG (vgl. <http://sebgrouppow/wcp/sebgrouppow.asp?website=TAB1&lang=en>) und schließlich auch die Erste Bank AG mit ihrer den deutschen Landesbanken ähnlichen Struktur als „Spitzeninstitut“ der österreichischen Sparkassen (vgl. <http://www.sparkasse.at/sgruppe/Wir-ueber-uns/Sparkassengruppe>) sowie die Hypovereinsbank AG mit ihrer jedenfalls

traditionell starken Konzentration auf Süddeutschland, speziell Bayern (vgl. <http://geschichte.hypovereinsbank.de/de/tradition-in-der-region/>).

Insgesamt kann nach Auffassung des Senats damit nicht davon die Rede sein, dass die peer group zu heterogen besetzt worden sei; Anhaltspunkte dafür, dass das beta der peer group rechnerisch falsch abgeleitet worden wäre, liegen nicht vor, vielmehr haben die Sachverständigen ihre Vorgehensweise schlüssig dargelegt (Sitzungsprotokoll vom 23.06.2010, insbesondere S. 35).

Soweit der Antragsteller bei der Besetzung der peer group Schweizer Regionalbanken mit einbezogen wissen möchte, ist nicht ersichtlich, dass insoweit – abgesehen von historisch bedingt niedrigen beta-Werten vieler Schweizer Unternehmen – hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der VuW besondere Vorteile bestünden.

Damit ist der beta-Wert von 1,1 anzuwenden, für die abweichende Schätzung durch das Landgericht liegen wiederum keine hinreichend belastbaren Tatsachen vor; die Kammer selbst führt insoweit aus, dass sie eine „wertende Betrachtung und Schätzung“ vornehme (S. 27 unten der angefochtenen Entscheidung) und benennt als Anknüpfungspunkte lediglich den Umstand, dass das CAPM eine durchschnittliche Risikoerwartung von 1,0 nahelege und im Übrigen Banken einen hervorragenden Ruf genossen (aaO., S. 28).

Beide Anknüpfungspunkte sind ungeeignet: Der erste kann eine Herabsetzung von 1,1 auf 0,8 nicht erklären, der zweite ist in keiner Weise empirisch abgesichert.

Der Hinweis auf die grundsätzliche Struktur der VuW – der ex post ohnehin sehr fragwürdig erscheint – trägt wiederum dem Umstand keinerlei Rechnung, dass die zu Grunde liegende Planung mit erheblichen Risiken behaftet ist (s.o.).

Für die Absenkung der beta-Werte bei Tochterunternehmen (dazu auch schon oben) findet sich im angefochtenen Beschluss (aaO., S. 28, 29) ebenfalls keine schlüssige Begründung, die geeignet wäre, den von der Antragsgegnerin detailliert erläuterten peer group Ansatz (S. 39 des Schriftsatzes der Antragsgegnerin vom 01.08.2005) in Zweifel zu ziehen.

- c) Mit seiner ständigen Rechtsprechung hält der Senat wie auch das Landgericht daran fest, dass – jedenfalls für einen Stichtag im Jahre 2004 und wiederum, entsprechend den seinerzeitigen Empfehlungen des IdW – die typisierende

Berücksichtigung von beim Anleger anfallenden Einkommenssteuern mit 35% sachgerecht ist.

d) Hinsichtlich des Wachstumsabschlags verbleibt es bei dem auch vom Landgericht akzeptierten Wert von 1%, der sich einerseits aus dem für Banken erwarteten erheblichen Konkurrenzdruck (Sachverständiger S. 13 oben des landgerichtlichen Sitzungsprotokolls vom 30.01.2006; Bericht , S. 28, 29), andererseits daraus rechtfertigt, dass es nach Auffassung der Sachverständigen nicht untypisch sei, dass es Unternehmen nicht gelänge, die Inflationsrate voll weiterzugeben (, Sitzungsprotokoll vom 23.06.2011, S. 36).

4.) Dass die Marktkapitalisierung der VuW nicht zu einem über dem vom Unternehmen gebotenen Abfindungsbetrag von € 26,65 je Aktie führt, sondern der durchschnittliche Börsenkurs in dem nach Maßgabe der neuesten Rechtsprechung des BGH entscheidenden Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Squeeze-out-Absicht der Hauptaktionärin bei € 23,89 lag, hat das Landgericht zutreffend ausgeführt (S. 7 der angefochtenen Entscheidung).

Ebenso hat das Landgericht zutreffend dargelegt, dass vorliegend auch nicht auf den Liquidationswert abzustellen ist, insoweit nimmt der Senat auf S. 7, 8 des angefochtenen Beschlusses Bezug.

5.) Damit sind die Beschwerden (bzw. Anschlussbeschwerden) der Antragssteller zurückzuweisen, auf die Beschwerde der Antragsgegnerin ist der Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 02.03.2006 abzuändern und die Barabfindung auf € 26,65 je Aktie festzusetzen.

Soweit einige Antragsteller der Auffassung sind, dass die Verzinsung des Abfindungsbetrages nicht mit der Bekanntmachung der Aktienübertragung sondern bereits mit dem Übertragungsbeschluss einzusetzen habe, folgt der Senat dem – wie schon das Landgericht – im Hinblick auf ganz den eindeutigen Wortlaut des § 327b Abs. 2, 1. Hs. AktG nicht. Es verbleibt bei einem Zinslauf ab dem 13.11.2004.

III.

Die Kostenentscheidung beruht hinsichtlich der Gerichtskosten für beide Instanzen auf § 15 SpruchG.

- 1.) Hinsichtlich der Gerichtskosten verbleibt es bei der Regel des § 15 Abs. 2 S. 1 SpruchG und damit der für den Regelfall angeordneten Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin.

Allerdings geht der Senat für den Regelfall davon aus, dass Erfolg bzw. Misserfolg des Antrags erster Instanz bzw. des Rechtsmittels für die Bestimmung der Billigkeit einer Überwälzung der Gerichtskosten auf die Antragsteller von wesentlicher Bedeutung sind.

Gleichwohl erfolgt sie hier nicht: Jedenfalls im Hinblick auf die auch nach Auffassung des Senats zweifelhafte Abkehr von der Vollausschüttungshypothese und die ohne sachverständige Hilfe nicht abzuschätzenden Auswirkungen einer Korrektur der von der Antragsgegnerin bei der Bemessung der Abfindung vorgenommenen Thesaurierung waren die Anträge der Antragsteller und auch ihre Rechtsverteidigung gegen die Beschwerden der Antragsgegnerin und damit die Verteidigung der vom Landgericht vorgenommenen Erhöhung der Abfindung nicht aussichtslos.

- 2.) Mit Rücksicht hierauf verbleibt es hinsichtlich der 1. Instanz auch bei der Pflicht der Antragsgegnerin zur Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller; für die zweite Instanz entspräche diese Anordnung nach Auffassung des Senats insbesondere im Hinblick darauf nicht der Billigkeit, dass die beschwerdeführenden Antragsteller eben nicht nur die vom Landgericht vorgenommene Erhöhung des Abfindungsbetrages verteidigt, sondern darüber hinaus – erfolglos – eine weitere Erhöhung erstrebt haben.
- 3.) Die Kosten des gemeinsamen Vertreters sind gem. § 6 Abs. 2 S. 1 SpruchG für beide Instanzen von der Antragsgegnerin zu tragen.
- 4.) Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin durch die Antragsteller kommt nach neuester Rechtsprechung des BGH (II ZB 12/11) im

Hinblick auf die abschließende Regelung dieser Frage durch das SpruchG von vornherein nicht in Betracht.



IV.

- 1.) Die Festsetzung der Geschäftswerte für Gerichtskosten und Kosten des Gemeinsamen Vertreters beruht auf §§ 15 Abs. 1 S. 1, 6 Abs. 2 S. 3 SpruchG.
- 2.) Einer Festsetzung der Geschäftswerte für die außergerichtlichen Kosten bedarf es für die zweite Instanz nicht, da insoweit keinerlei Kostenerstattung stattfindet.