

Landgericht Hamburg

Kammer 017 für Handelssachen

Sievekingplatz 1
20355 Hamburg
Telefon: 040/ 42843 26
Telefax: 040/ 42843 23
fristwahrendes Telefax
040/ 42843 4318 o. -19

417 O 165/04



B E S C H L U S S

vom 2.3.2006

In der Sache

gegen

- Antragsgegnerin -

beschließt das Landgericht Hamburg, Kammer 017 für Handelssachen durch
den Vorsitzenden Richter am Landgericht _____ 1
als Vorsitzenden
Handelsrichter _____ und _____

417 O 165/04 Spruchverfahren Vereins- und Westbank

1. Die Abfindung für die durch Beschluss der Hauptversammlung der Fa. Vereins- und Westbank AG (HRB Nr.1965, Amtsgericht Hamburg) vom 24.6.04 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin übertragenen Aktien wird auf € 37,20 festgesetzt.

2. Die Abfindung ist vom 13.11.04 an mit jährlich 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen.

3. Die weitergehenden Anträge der Antragsteller werden zurückgewiesen.

4. Die gerichtlichen Kosten und Auslagen sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen.

5. Der gerichtliche Geschäftswert wird auf € 7.500.000.- festgesetzt.

Gründe:

Die Parteien streiten die Angemessenheit einer Barabfindung (§ 327f AktG, § 2 SpruchG) nach einer Übertragung von Aktien der Minderheitsgesellschafter auf den Hauptgesellschafter (§ 327b AktG).

A. Die tatsächlichen Grundlagen

Die Antragsteller und die Antragsgegnerin sind Aktionäre der Fa. Verein- und Westbank AG in Hamburg (im folgenden: VuW). Deren Stammkapital betrug im Frühjahr 2004 insgesamt € 174.461.541.- und war in 58.153.847 Aktien zu je € 3.- aufgeteilt. Hiervon hielt die Antragsgegnerin im Frühjahr 2004 insgesamt 55.365.757 Aktien, also ca. 95,2%. Der Rest von ca. 4,8% befand sich im Streubesitz, u.a. bei den Antragstellern.

Am 10.3.04 verlangte die Antragsgegnerin die Einberufung einer Hauptversammlung mit dem Ziel der Übertragung der restlichen Aktien auf sie. Am 24.3.04 bestimmte das Landgericht auf ihren Antrag die von ihr einzig vorgeschlagene
 (im folgenden:) als gerichtliche Prüferin (im folgenden: Abfindungsprüferin) (Landgericht Hamburg, 417 O 43/04).

Am 7.5.04 übernahm eine Bankgarantie (Anlage 1 zu Anlage AG 2) und am selben Tag legte die von der Antragsgegnerin beauftragte
 (im folgenden: Unternehmensprüferin,) ein Gutachten vor, in welchem der Unternehmenswert der VuW auf € 1.424.100.000.- festgestellt wurde; auf dieser Basis ergebe sich ein auf jede Aktie entfallender angemessener Abfindungsbetrag von € 24,49; der maßgebliche Börsenkurs habe damals bei € 23,86 gelegen (Anlage 2 zu AG 2). Am 10.5.04 legte die Antragsgegnerin einen Bericht über die beabsichtigte Maßnahme vor (AG 2), in der sie eine Abfindung von € 25.- pro Aktie (im folgenden: € 25.-/€ 3.-) vorsah. Am 11.5.05 legte die Abfindungsprüferin ihr Gutachten vor (AG 3), in welchem sie die vorgeschlagene Abfindung als angemessen attestierte.

Auf der Hauptversammlung am 24.6.04 fassten die Aktionäre der VuW mit einer Mehrheit von 98,95% den folgenden Beschluss (vgl. not. Protokoll AG 4 S. 16f):

Die Aktien der Minderheitsaktionäre der Vereins- und Westbank AG mit Sitz in Hamburg werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff Aktiengesetz auf die Hauptaktionärin, die mit Sitz in übertragen. Die Übertragung erfolge gegen Gewährung einer Barabfindung durch . Die Barabfindung beträgt Euro 25.- je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Vereins- und Westbank AG. Die Barabfindung ist von der Bekanntgabe der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich 2 vom Hundert über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 des Bürgerlichen Gesetzbuches zu verzinsen.

Gegen diesen Beschluss erhoben verschiedene Aktionäre Anfechtungsklagen. Diese wurden durch einen Vergleich beigelegt, in welcher sich die Antragsgegnerin verpflichtete, den Abfindungsbetrag für alle Minderheitsaktionäre auf € 26,65/€ 3.- zu erhöhen.

Danach wurde am 29.10.04 der Beschluss in das Handelsregister eingetragen und dies am 6.11.04 im Bundesanzeiger sowie 13.11.04 im „Hamburger Abendblatt“ bekannt gemacht.

In der nach § 4 I SpruchG genannten Antragsfrist (13.11.04 bis 13.2.05) gingen die Anträge der Antragsteller bei Gericht ein. Das Gericht verband die Verfahren durch Beschluss vom 18.5.05 und bestellte am 22.6.05 einen gerichtlichen Vertreter für alle nicht am Verfahren beteiligten Minderheitsaktionäre. Am 30.1.06 fand eine mündliche Verhandlung statt.

B. Das Vorbringen der Parteien und ihre Anträge

I. Die Antragsteller sind der Auffassung, dass die angemessene Abfindung höher zu bestimmen sei; viele Antragsteller halten einen Betrag um € 40.-/€ 3.- für angemessen, die Antragsteller zu 22. und 65-68, wünschen sogar eine solche von € 103,21/€ 3.- bzw. 105,67/€ 3.-.

Sie meinen (im wesentlichen und mit unterschiedlichen Argumentationslinien), das Gutachten der sei nicht zu berücksichtigen, weil es nach fehlerhafter Ernennung dieser Gutachterin durch das Gericht zustande gekommen und wegen der offensichtlich parallel zur erfolgten Prüfung nicht unabhängig und überhaupt inhaltlich unbrauchbar sei; es müsse ein neues gerichtliches Gutachten eingeholt werden.

Die Bewertung der zukünftigen Erträge der VuW durch und sei unrichtig; die Planungen für die zukünftigen Geschäftsjahre seien zu pessimistisch ausgefallen, die nicht zum betriebsnotwendigen Vermögen gehörenden, sofort verwertbaren Grundstücke und Unternehmensbeteiligungen teils gar nicht, teils zu gering bewertet worden und die durch die hohe Beteiligung der Antragsgegnerin bereits eingetretenen und voraussehbaren Synergieeffekte praktisch unberücksichtigt geblieben. Schon gar nicht sei es erforderlich, durch Verzicht auf Gewinnausschüttungen in den nächsten Jahren eine Kernkapitalquote von 7% aufzubauen, jedenfalls nicht durch Thesaurierung aus den laufenden Erträgen.

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

Die Antragsteller beantragen deshalb,

- a. eine angemessene, höhere Abfindung zu bestimmen.

Einige Antragsteller beantragen ferner,

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

Und unter diesen Antragstellern beantragen wiederum einige zusätzlich,

- c. die Verzinsung bereits ab dem Zeitpunkt der Hauptversammlung anzuordnen.

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

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

III. Die Antragsgegnerin hält das Bewertungsverfahren und die Bewertungsergebnisse für überzeugend.

Die parallele Prüfung durch und sei zulässig und inhaltlich unbedenklich. Die gefundenen Ergebnisse seien in allem gut begründet und deckten sich mit den wissenschaftlichen Ergebnissen über die Bewertung und Abzinsung zukünftiger Unternehmenserträge.

Deshalb beantragt die Antragsgegnerin,

die Anträge zurückzuweisen.

IV. Wegen des übrigen Vortrags der Parteien wird auf die von ihnen eingereichten (sehr umfangreichen) Schriftsätze nebst Anlagen und auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 30.1.06 Bezug genommen. Außerdem werden Einzelheiten des Vortrags der Parteien noch zu den jeweiligen Einzelpunkten unter C.II. berichtet.

Das Gericht hat die Vertreter der Abfindungsprüferin,
und in der mündlichen Verhandlung vom 30.1.06 angehört. Wegen des Anhörungsergebnisses wird ebenfalls auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 30.1.06 verwiesen.

C. Die Begründung der gerichtlichen Entscheidung in der Hauptsache

I. Zulässigkeit

Die Anträge der Antragsteller sind zulässig.

a. Die Aktien sind durch Beschluss vom 24.6.04 zulässigerweise auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionären übertragen worden.

Die Antragsgegnerin war im Besitz von über 95% der Aktien (§327a I AktG), hat die Übertragung der Aktien verlangt, diese ist mit der erforderlichen Mehrheit der Hauptversammlung am 24.6.04 beschlossen worden (AG 4) und der Beschluss hat am 29.10.04 durch Eintragung in das Handelsregister Wirksamkeit erlangt (§ 327e III AktG).

b. Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung durch Vorlage unterschiedlichster Aktienbesitznachweise, zumeist durch Vorlage der Ausbuchungsbescheinigungen der verwahrenden Banken nachgewiesen.

II. Die Begründetheit

Die Barabfindung muss nach § 327b I 1 AktG „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Gemeint ist damit eine volle Entschädigung; der Aktionär soll wie bei der Abfindung bei Abschluss eines Unternehmensvertrages (§§ 305ff AktG) einen vollen Ausgleich für den Vermögensverlust erhalten, der ihm durch den zwangsweisen Verkauf seiner Aktien entsteht. Der Vermögensverlust besteht darin, dass die zwangsweise verkaufte Aktie weder zukünftig verkauft werden kann noch, dass der Aktionär auf die Aktie zukünftig Dividenden erhält.

1. Der Börsenkurs

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

Auf welchen Börsenkurs hiernach abzustellen ist, ist im einzelnen streitig. Nach der Rechtsprechung darf, um Zufälligkeiten auszuschließen, nicht der Börsenkurs eines bestimmten Tages herangezogen werden, sondern ist auf den Durchschnittskurs eines angemessenen Referenzzeitraums von 3 Monaten abzustellen (BGH ZIP WM 2001, 856ff = ZIP 2001, 734, 736). Welcher Zeitraum dies ist, ist ebenfalls streitig. Der BGH (a.a.O) und das OLG Hamburg (AG 2003, 583ff) stellen auf die drei Monate vor dem Beschluss der Hauptversammlung ab.

Demgegenüber vertritt die Antragsgegnerin die Ansicht, es müsse auf einen von der beabsichtigten Aktienübertragung unabhängigen Zeitraum abgestellt werden, weil

der Kurs nach Bekanntwerden einer Übertragungsabsicht nicht mehr allein von einer Markteinschätzung, sondern vornehmlich von der Erwartung der Marktteilnehmer über die Höhe der Abfindung bestimmt werde. Außerdem sei die Lösung des BGH nicht praktikabel, weil der Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung erst an diesem Tage feststehe, also unmöglich Grundlage des Abfindungsvorschlags und der Prüfung sein könne. Deshalb erscheine allein das Abstellen auf die 3 Monate vor Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses sachgerecht, wie es auch neuerdings in ähnlichem Zusammenhang § 5 I WpÜGAngebVO vorsehe.

Das Gericht ist zu einer Entscheidung nicht gehalten, weil beide Werte unter der von der Antragsgegnerin bereits gezahlten Abfindung von € 26,65 liegen. Nach der ausführlichen Darstellung der Antragsgegnerin in Anlage AG 6 lag der Durchschnittskurs in dem Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe des Queue-Out bei € 23,89 und in dem Zeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung bei € 25,12.

2. Der Liquidationswert

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

Eine Entscheidung ist auch hierzu nicht veranlasst. Die Abfindung von € 26,65/€ 3.- entspricht bei insgesamt 58.153.847 Aktien einem Unternehmenswert von € 1.550.339.109.-. Dass durch eine Liquidation des gesamten Unternehmens ein

höherer Betrag erzielt werden könnte, liegt fern und hat auch keiner der Antragsteller substantiiert behauptet.

Das überschießende Barvermögen betrug per 31.12.03 nach der als Anlage AG 5 vorgelegten Bilanz ca. € 523.179.000.-. Die 77 Grundstücke (Übersicht Anlage 1 des Ast zu 1., Bl. 9-11 der Akte) hat die VuW selbst mit € 303.000.000.- bewertet. Die 164 direkten oder über Töchter gehaltene Beteiligungen (Übersicht Anlage 4/5 des Ast 40., Bl. 389ff der Akte) sind durch mit € 589.500.000.- bewertet worden. Selbst wenn die Grundstücke und Beteiligungen um 1/3 höher zu bewerten wären, beliefe sich der Bruttowert bei Liquidation auf nicht mehr als € 1.710.204.000.-

Für den Fall der (fiktiven) Liquidation müssen aber auch die (fiktiven) Liquidationskosten abgesetzt werden. Die allgemeinen Liquidationskosten schätzt das Gericht (§ 287 ZPO) unter Berücksichtigung der Schätzung des Gesetzgebers in ähnlichen Zusammenhang (§ 171 InsO) auf 5%. Außerdem müssten Sozialpläne bzw Abfindungen für etwa 4500 Beschäftigte (vgl. Unternehmensbericht 2003 S. 82 ff, Anlage Ag 5) finanziert werden, was bei Beträgen um durchschnittlich € 50.000.- pro Person insgesamt mit nicht unter € 200.000.000.- bis € 300.000.000.- zu veranschlagen ist.

Ein Liquidationserlös über € 1.550.339.109.- bzw. über dem noch zu begründenden höheren Unternehmenswert ergäbe sich daher nicht.

3. Die Bewertung der VuW nach ihren zukünftigen Erträgen

a. Die Bewertungsmethode

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

b. Die Durchführung der Bewertung

Bei der Bewertung der VuW stützt sich das Gericht u.a. auf die Darlegungen der
und

aa. Ein Teil der Antragsteller wendet ein, das Gutachten der dürfe bereits deshalb nicht verwertet werden, weil sie entgegen dem Gesetz nicht durch das Gericht ausgewählt, sondern nur dem einzigen Vorschlag der Antragsgegnerin entsprechend ernannt worden sei.

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

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

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

Auch dies hat keinen Erfolg. Die Frage der Zulässigkeit der Parallelprüfung ist streitig (bejahend OLG Stuttgart, NZG 2004, 146, 148; LG Bonn, Der Konzern 2004, 491,

494, OLG Hamburg, NZG 2005, 86,87; Land/Hennings, AG 2005, 380, 383; dagegen Puskajler, ZIPO 2003, 518, 521; LG Berlin, ZIP 2003, 1352, 1355) Das Gesetz verhält sich nicht zu den Modalitäten der Prüfung durch den gerichtlich ernannten Prüfer. Das Gesetz verbietet insbesondere dem Unternehmen nicht, eine einmal vorgeschlagene Abfindungshöhe nach Vorliegen des Prüfungsergebnisses des gerichtlich bestellten Prüfers zu verändern und einen erneuten Vorschlag zu unterbreiten. Auch eine vom Unternehmen eingeschaltete eigene Prüferin – eine Maßnahme übrigens, die das Gesetz gar nicht vorschreibt – darf ihr Prüfungsergebnis selbstverständlich am Ergebnis des gerichtlich bestellten Prüfers ausrichten. Und schließlich ist der gerichtliche bestellte Prüfer von Gesetzes wegen gehalten, alle ihm vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und damit auch aktuelle Auswertungen wie Planungen und Bewertungen zur Kenntnis zu nehmen und für das Gericht auszuwerten. Die parallele Prüfung ist nichts anderes als das praktische Ergebnis dieser Abhängigkeiten und ist deshalb nicht untersagt.

Gleichwohl hat die Kammer auch in diesem Punkt ihre Praxis ab Anfang 2005 geändert. Die ausgewählten Prüfungsunternehmen werden angehalten, Parallelprüfungen nach Möglichkeit zu vermeiden und den Entstehungsprozess des Gutachtens sehr genau zu erläutern, wenn sich eine Parallelprüfung aus Zeitgründen nicht vermeiden lässt (ähnlich Büchel, NZG 2003, 801ff).

cc. Schließlich wenden einige Antragsteller ein, das Gutachten der sei in allem unergiebig, lasse keine eigene Prüfungsleistung erkennen und erschöpfe sich in der Bestätigung der Ergebnisse der Begutachtung durch

Der notwendige Inhalt des Gutachtens ist in § 327c II 4 mit Verweis auf § 293e AktG genau beschrieben. Danach ist die Methode der Begutachtung anzugeben und ihre Anwendung zu begründen und eine Prüfung vorzunehmen; dagegen wird die weder der Prüfungsumfang noch die Prüfungstiefe oder der notwendige Umfang der Darstellung festgelegt. Über die angewendeten Methoden und die Gründe hierfür verhält sich das Gutachten der umfangreich; dass hierbei ersichtlich Textbausteine verwendet worden sind, trägt dem Inhalt keinen Abbruch, weil die Darlegungen in vielen Fällen gleich zu behandeln ist. Dass eine Prüfung stattgefunden hat, ergibt sich aus vielen Bemerkungen in dem Gutachten und ist

durch die detaillierten Angaben deutlich geworden, die die Wirtschaftsprüfer und in der mündlichen Verhandlung vom 30.1.06 erläuternd hinzuzufügen in der Lage waren.

c. Die Berechnung des Wertes des Kerngeschäfts der VuW

aa. Die Unternehmensplanung

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

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

Danach ist zu prüfen, ob und welche Abweichungen es in der Zukunft voraussichtlich geben wird. Hierzu kommt es auf die Planungen des Unternehmens selbst an, wobei der Umstand, dass es zukünftig nur noch allein dem Hauptaktionär zu Eigentum gehören wird, ebenso außer Betracht zu bleiben hat wie die sich hieraus möglicherweise ergebenden Synergieeffekte; nur die bereits aus der hohen Beteiligung des Hauptaktionärs resultierenden Effekte und jene, deren „Wurzeln“ bereits angelegt sind, dürfen berücksichtigt werden („stand-alone-Bewertung, „Wurzel-Theorie“, vgl. Großfeld, a.a.O; IDW-S1 Ziffer 109ff; OLG Düsseldorf, AG 2004, 324 ff.).

Die VuW und beschreiben, dass Planungen aus 2003 für die Jahre 2005 und 2006 vorlagen und während der Begutachtung überarbeitet wurden, dass die Planung für 2004 im Jahr 2004 entstand (AG 2 Anlage 2 S. 18f) und dass die Planungen erneut im Rahmen der Begutachtung kritisch hinterfragt worden seien. Sie hätten sich als realistisch erwiesen, jedoch müsse in der Zeit ab 2004 zur Erreichung einer Kernkapitalquote zunächst ganz und danach teilweise auf Gewinnausschüttungen verzichtet werden.

Die Antragsteller erheben gegen die Ansätze eine Fülle von Einwänden (vollständig wiedergegeben im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 1.8.05 S. 55ff, Bl. 941ff der Akte) und werfen sowohl der VuW als auch und vor, die Planungszahlen seien nicht hinreichend transparent und die unterlegten Annahmen, soweit sie offenbart würden, allesamt zuungunsten des Unternehmenswertes ausfallen.

Der Vorwurf der Antragsteller ist berechtigt; auch die Erläuterungen der Antragsgegnerin in ihrer Erwiderung vom 1.8.05 liefern kein vollständiges Bild von allen Annahmen in Bezug auf die Prognose und deren Plausibilität. Gleichwohl besteht weder die Notwendigkeit einer vollständigen Neubegutachtung noch zu Korrekturen in vielen Punkten. Jedes neue Gutachten wäre nämlich nur mit den gleichen Unzulänglichkeiten zu haben, sollte es nicht viele Tausend Seiten umfassen und eine Unzahl von Schätzungen und Annahmen unter Heranziehung aufwändigster Recherchen zu immensen Kosten wiedergeben. Das können weder das Gericht noch die Verfahrensbeteiligten leisten und das Verfahren würde sich in nicht mehr zu bewältigender Weise aufblähen und schließlich gänzlich unentscheidbar werden. Deshalb muss es das Gericht im vorliegenden Fall mit der Überprüfung der entscheidenden Annahmen bewenden lassen, was im folgenden geschieht.

Im Hinblick auf den wesentlichen Aspekt der Planung hat die Antragsgegnerin zu Recht hervorgehoben, dass die Planungen des Unternehmens ausgehend von der sich bereits 2001 anbahnenden Entwicklung davon ausgingen, dass sich die Erträge bis 2006 ganz erheblich erhöhen würden, und zwar innerhalb von 5 Jahren um den

Faktor 2,5 bis 3. Dabei soll die Quote der Verwaltungskosten stetig zurückgehen. (Gutachten Anlage AG 2, 2 Tabelle S. 41: „Betriebsergebnis vor Risiko“).

Dies und die ergänzenden Erläuterungen der Vertreter der in der Verhandlung vom 30.1.06 lassen erkennen, dass die Bewertung insoweit durchaus nicht mit pessimistischen Annahmen, sondern im Gegenteil mit erheblichen optimistischen Annahmen erfolgt ist und dass sie auch die Synergieeffekte berücksichtigt, die sich schon aus der Anwesenheit eines Großaktionärs wie der Antragsgegnerin ergeben werden.

Deshalb legt das Gericht die von vorgeschlagenen und von für angemessen gehaltenen Erträge zugrunde. (Auf die wegen der Abänderung der Thesaurierungen nötigen Änderungen wird unten eingegangen).

bb. Die Beträge für die Risikovorsorge

Die Antragsgegnerin rechtfertigt die Entscheidung, in jedem Jahr von dem sich daraus ergebenden „Betriebsergebnis vor Steuern“ aus Gründen der „Risikofürsorge“ Beträge um € 145.000.000.- abzusetzen. Hierbei handele es sich um die Summe von Wertberichtigungen und Rückstellungen sowie Abschreibungen auf Forderungen, vermindert um die Auflösung derselben Positionen aus dem Vorjahr und die Quote sei wie bereits seit 1988 mit einem Betrag um 0,7% des Kreditvolumens angenommen worden (Einzelheiten Gutachten AG 2 Anlage 2 S. 22f).

Diese Marge erscheint plausibel und entspricht nach den Darlegungen der Gutachter in der mündlichen Verhandlung dem langjährigen Durchschnitt bei der VuW; das Gericht schließt sich insoweit der prüfenden Betrachtung der an.

cc. Der Steueraufwand

Von dem sich so ergebenden „Ergebnis vor Steuern“ sind die Steuern abzusetzen, die das Unternehmen nach der bisher geltenden Rechtslage voraussichtlich in den

folgenden Jahren aus dem jeweiligen Ertrag zu entrichten haben wird (BGH DStR 2003, 1938 ff. = NZG 2003, 1017 ff.)).

Hierzu sehen der Unternehmensbericht und das Gutachten für Einkünfte aus Deutschland eine Körperschaftssteuerquote von 25% und darauf einen Solidaritätszuschlag von 5,5% und für Einkünfte aus dem Ausland ähnliche Steuern von 14,8% vor, wobei wegen eines Körperschaftssteuerguthabens erst ab 2005 die volle Steuerquote erreicht werde.

Da Einwendungen hierzu nicht erhoben wurden, geht das Gericht von den so ermittelten Werten aus.

dd. Die Thesaurierung zur Erreichung der Kernkapitalquote

Im Grundsatz ist davon auszugehen, dass die so errechneten Beträge zur Ausschüttung an die Unternehmenseigner zur Verfügung stehen und bei der Berechnung des Unternehmenswertes zu berücksichtigen sind (sog. Vollausschüttungsprinzip, vgl. OLG Stuttgart, AG 1994, 564, 565 und NZG 2000, 744, 747/748; Hüffer, AktG, § 304 Rdn. 11 mwN.)

Die VuW und die haben geplant und die es gutgeheißen, dass von den sich aus dem Vorstehenden ergebenden „Ergebnissen nach Steuern“ in den Jahren bis 2006 alle Gewinne und danach ein jeweils kleinerer Teil hiervon thesauriert, also nicht ausgeschüttet werde. Dies wird damit begründet, dass Banken international nach einer sog. Kernkapitalquote bewertet würden, die ihre Bonität und damit ihre Fähigkeit bestimme, Zutritt zu attraktiven Marktfeldern und Refinanzierungskosten zu erhalten und auszubauen. Um in das sog. A-Rating zu geraten, müsse die Kernkapitalquote um 7% liegen, wie sie auch anderen vergleichbare Kreditinstitute aufwiesen (Aufstellung im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 1.8.05 S. 47, Bl. 933 der Akte). Im Jahre 2004 habe die Kernkapitalquote für die VuW selbst bei 6,5 und für den Teilkonzern VuW mit allen Beteiligungen 5,54% gelegen (Antragserwiderung vom 1.8.05 S. 53, Bl. 939 der Akte), was bereits von Rating-Agenturen als zu gering angesehen worden sei. Zu einer Herabstufung der VuW aus dem A-Rating sei es

aber nicht angekommen, weil wegen der bereits damals bestehenden Abhängigkeit der VuW von der Antragsgegnerin und wegen deren Patronatserklärung auf deren Kernkapitalquote abgestellt worden sei. Unter der Prämisse, dass für die Bewertung des Unternehmens von solchen Verbundwirkungen zu abstrahieren sei, müsse dieselbe Kernkapitalquote auch bei der VuW angespart werden. Deshalb sei die Thesaurierung in der veranschlagten Höhe angemessen und richtig. Die Alternative sei die Ausschüttung dieser Beträge, was sich aber negativ auf den zukünftigen Geschäftsverlauf, insbesondere auf die Ertragskraft zukünftiger Jahre auswirken werde. Zutreffend sei zwar, dass damit von der sog. „Vollausschüttungshypothese“ abgewichen werde; dies sei aber auch unter Zugrundelegung der einschlägigen Bewertungsrichtlinien (IDW S 1 und – ab Ende 2004 – IDW ES 1 nF) zulässig, weil die Abweichung durch einen faktischen Zwang zur Stärkung der Eigenkapitalquote veranlasst sei.

Die Antragsteller sowie der gemeinsame Vertreter stehen dagegen auf dem Standpunkt, dass es keinen Anlass für eine Abkehr von der früheren Praxis gebe. Die Ratingagenturen machten die Kernkapitalquote nur dann zur Bewertungsgrundlage, wenn sie den gesetzlichen Rahmen unterschreite; die Kernkapitalquote der VuW liege aber weit darüber. Ansonsten komme es auf die Eigenkapitalquote an; diese reiche hier aus, um das A-Rating aufrecht zu erhalten. Ratings seien für Banken, deren Geschäft wie bei der VuW durch Kundeneinlagen gedeckt sei, unerheblich. Das Ziel könne man, wenn man es denn anstrebe, auch viel schonender durch Verwertung der nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile erreichen. Ganz unerklärt sei das Vorhaben, auch nach Erreichen der Kernkapitalquote ab 2007 immer noch und für alle Zukunft auf eine Ausschüttung von ca. 20% der Gewinne zu verzichten.

Diese Erwägungen der Antragsteller leuchten ein. Der Antragsgegnerin ist zwar darin zu folgen, dass eine Thesaurierung auch zu Lasten der Minderheitsaktionäre in Betracht kommen kann, wenn und soweit die Thesaurierung durch Gesetz oder den Markt erzwungen wird. Dies ist aber auch nach den Erörterungen in der mündlichen Verhandlung vom 30.1.06 nicht zwingend der Fall.

Die gesetzliche vorgeschriebene Kernkapitalquote wird unstreitig bereits nach der früheren Geschäftspraxis bei weiterem überschritten. Der Markt hat, wie die Antragsgegnerin einräumt, bisher wegen der Patronatserklärung der Antragsgegnerin auf deren Kernkapitalquote abgestellt; die Antragsgegnerin bringt auch nicht vor, dass ihr eigenes Rating hierdurch Nachteile erlitten habe oder sie während der Beherrschung irgendwelche Leistungen zur Aufrechterhaltung der Bonität oder der Ratingklasse der VuW habe erbringen müssen. Die Auffassung, die Bewertung müsse ein fiktives Stand-Alone-Szenario unterstellen, ist unrichtig. Die Aktionäre haben Anspruch auf nach § 327b I AktG auf eine Entschädigung, die die Verhältnisse zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigt. Das heißt auch, dass die Beteiligungs- und Mehrheitsverhältnisse und die daraus bereits aktuell folgenden Einflüsse auf die Unternehmensstrategien zu berücksichtigen sind.

Der Hinweis der Antragsgegnerin, der Vorgang müsse ähnlich bewertet werden wie die Korrektur ungerechter Verrechnungspreise zwischen Konzerngesellschaften, ist unrichtig. Hier geht es nicht um die Korrektur von verdeckten Subventionen oder verdeckten Gewinnabführungen im Konzern, sondern nur um Unternehmensbewertungen durch Dritte, die keine konkreten Zahlungsflüsse zeitigen. Im übrigen decken sich die theoretischen Auffassungen und die praktische Handlungsweise der Antragsgegnerin nicht. Denn sie hat noch in einer Hauptversammlung wenige Monate vor dem hier maßgeblichen Stichtag (15.4.04) mit ihrer überwältigenden Mehrheit eine Gewinnausschüttung von € 34.892.000.-, also von € 0,60/€ 3.-, mithin eine Dividende von 20% veranlasst. Es geht nicht an, diese Entscheidung nun zu Lasten die Minderheitsaktionäre durch Aufholung der Thesaurierung zu korrigieren.

Deshalb sind die Ertragswerte durch Eliminierung der Thesaurierungsbeträge zu korrigieren. Soweit die Antragsgegnerin einwendet, hierdurch würden später Erwerbchancen reduziert, erscheint dies als bloße Spekulation. Sie selbst und die stellen insoweit nur auf die durch ein A-Rating günstigeren Refinanzierungschancen und die bei Fehlen desselben möglicherweise nicht zugänglichen Märkte ab. Auf diesen Aspekt kommt es aber nach den vorherigen Ausführungen nicht an.

Richtig ist lediglich der Hinweis, bei Außerachtlassen der Thesaurierungen müsse dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die einbehaltenen Mittel dem Unternehmen in den Folgejahren fehlen und insoweit Zinsen für Fremdkapital zu zahlen sind. In welchem Umfang dies zukünftig der Fall sein wird, ist gänzlich ungewiss und auch nicht zuverlässig ermittelbar. Das Gericht schätzt diesen Nachteil nach § 287 ZPO der Einfachheit halber überschlägig auf jeweils 5% des Ergebnisses nach Steuern.

Die Ergebnisse dieser Korrektur sind aus der diesem Beschluss beigefügten Tabelle entnehmen.

d. Die Bewertung der Unternehmensbeteiligungen

Die VuW verfügte am 24.6.04 über eine Vielzahl von Unternehmensbeteiligungen (Liste aus der HV vom 24.6.04, vgl. Anlage 4/5 des Ast zu 40), von denen nach der Übersicht der Antragsgegnerin (Schriftsatz vom 1.8.05 S 71/103, Bl. 957ff der Akte) der überwiegende Anteil über 5 große Tochterunternehmen und 30 andere weitere direkt gehalten werden, wobei nach den Bewertungen der auf die 5 großen Tochterunternehmen 94% des Wertes entfallen und auf die 30 weiteren Unternehmen nur 6%.

Die in den 5 großen Tochterunternehmen enthaltenen (Enkel-)Beteiligungen sind nach ihrem Ertragswert der Tochterunternehmen bewertet worden (AG 2 S. 42ff). Dies begegnet keinen Bedenken, denn der Wert der Enkelunternehmen wirkt sich unmittelbar auf den Wert der Tochterunternehmen aus. Es handelt sich auch ausnahmslos um Beteiligungen, die sich mit dem Bankgeschäft befassen und daher zum betriebsnotwendigen Vermögen zählen.

Die Berechnung der Überschüsse der Beteiligungen durch die sind, wie die ergänzenden Erläuterungen in der mündlichen Verhandlung vom 30.1.06 ergeben haben, von der Abfindungsprüferin hinreichend überprüft und zu Recht für plausibel erachtet worden.

Indessen haben die Antragsgegnerin, die Gutachterin und die Prüferin auch bei den Beteiligungen an der Schiffsbank, an der HVB Luxembourg und bei dem Bankhaus Neelmeyer für die Jahre ab 2004 und auch im Bericht der ewigen Rente ab 2007 umfangreiche Thesaurierungen vorgesehen. Hierzu gelten die vorstehenden Ausführungen sinngemäß ebenso. Für die HVB Luxembourg ist der Ansatz von Thesaurierungen besonders unverständlich, weil zunächst für 2003 eine massive Ausschüttung nicht benötigten Eigenkapitals unterstellt wird, das dann in den Planungsjahren 2004 bis 2006 und danach auch fortlaufend zur angeblichen Erreichung der Kernkapitalquote durch Thesaurierungen wieder angeschafft werden soll.

e. Die Grundstücke

Die VuW war am 24.6.04 im Besitz von Grundstücken, die die Gutachter und übereinstimmend mit € 303.000.000.- bewertet haben. Sie wurden (bis auf zwei Objekte) zum betriebsnotwendigen Vermögen gezählt.

Hiergegen wenden einige Antragsteller ein, bei dieser Bewertung würden zu ihren Lasten stille Reserven verborgen.

Dem folgt das Gericht nicht.

Die Zurechnung der Mehrzahl der Grundstücke zum betriebsnotwendigen Vermögen ist überzeugend. In ihnen sind, wie die Prüfer und in der mündlichen Verhandlung vom 30.1.06 erläutert haben und wie ohne Widerspruch geblieben ist, Filialen der VuW untergebracht. Ihre Veräußerung würde die mutmaßlich langfristig kostenintensivere Anmietung dieser oder ähnlicher Objekte notwendig und das Unternehmen hinsichtlich der zukünftigen Standortwahl und zukünftiger Erträge von Vermieterinteressen abhängig machen. Auf eine derart enge Interpretation des Kerngeschäfts haben Aktionäre keinen Anspruch.

Der tatsächliche Verkehrswert der Grundstücke ist nur beim Liquidationswert beachtlich; hierzu ist bereits das Nötige ausgeführt worden. Bei dem Ertragswert der Grundstücke sind die Einnahmen von Bedeutung, die aber – soweit es nicht um

selbst genutzte Räume geht - unter den „sonstigen Erträgen“ aufgeführt sind. Auf den Mietwert der selbst genutzten Räume kommt es nicht an, weil sich Vor- und Nachteile unmittelbar im Ertrag des Unternehmens selbst abbilden.

Soweit es die zwei nicht zum betriebsnotwendigen Vermögen zu zählenden Grundstücke (S. 52 Gutachten ; die vom Ast zu 1.-Bl. 9-11 der Akte- erwähnten drei Grundstücke gab es offenbar am 24.6.04 nicht mehr) angeht, liegen den Wertannahmen Verkehrswertgutachten aus dem Jahr 2002 zugrunde. Dies reicht nach Auffassung der Kammer aus, da Anhaltspunkte für Wertänderungen in der seither verstrichenen Zeit nicht erkennbar sind.

f. Sonstige dem Barwert hinzu zu rechnende Positionen

Zu dem Unternehmenswert müssen noch diejenigen Werte des Unternehmens hinzugerechnet werden, die nicht in die Berechnung des Ertragswertes eingeflossen sind.

aa. Dazu gehören namentlich diejenigen Unternehmensbeteiligungen und Vermögenswerte, die nicht betriebsnotwendig sind und die sofort veräußert werden könnten. Diese hat die Antragsgegnerin mit dem Börsen- bzw. Buchwert in Ansatz gebracht, zum Beispiel die beiden in der Tochterfirma NBV vorhandenen beiden Immobilien in Hamburg und Bad Vilbel mit € 12.150.000.- und die Fa. Bankhaus Seeliger (Buchwert) und die Fa. Köhler & Krenzer Fashion AG mit € 9.700.000.- (Börsenwert); insgesamt handelt es sich um einen Betrag von € 36.000.000.-.

Auch gegen diese Bewertung hat das Gericht im Prinzip keine Bedenken. Zwar mögen hierin gewisse Unschärfen liegen. Deren Beseitigung würde aber eine Vielzahl von Einzelbegutachtungen nötig machen, die weder bei der Vorbereitung der Strukturmaßnahme noch bei deren Überprüfung zu vernünftigen Kosten und innerhalb vertretbarer Zeit erstellt werden könnten. Außerdem würde sich selbst bei hohen Abweichungen wegen des relativ geringen Umfangs dieser Beteiligungen das Gesamtergebnis nur marginal ändern.

bb. Weiter gehört hierzu das nach dem nicht mehr gültigen Körperschaftssteueranrechnungsverfahren gebildete „Verwendbare Eigenkapital“, das körperschaftssteuerermindernd eingesetzt werden kann, und dessen Barwert € 1.120.000.- betrug.

4. Die Abzinsung der zukünftigen Erträge

a. Die Notwendigkeit der Abzinsung und die Methode

Der Wert der einzelnen Aktie kann noch nicht aus der Summe der zukünftigen Erträge errechnet werden, weil berücksichtigt werden muss, dass die zukünftigen Erträge erst später anfallen, die Abfindung aber bereits jetzt zu zahlen ist. Die zukünftigen Erträge sind nur mit dem Wert anzusetzen, die die Aussicht auf ihre künftige Zahlung hat. Dies geschieht durch mathematische Abzinsung (Diskontierung) auf den Stichtag, an dem die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär beschlossen wird (hier: 24.6.04); der sich ergebende Betrag wird der Barwert genannt.

Da es aber eine betriebliche Auswertung der Betriebsergebnisse des laufenden Jahres an diesen Tag zu diesem Stichtag noch nicht geben kann, wird die Abzinsung bis zum Ablauf des letzten bzw. auf den Beginn des laufenden Geschäftsjahres vorgenommen (hier: 31.12.03) und der sich daraus ergebende Betrag wiederum aufgezinst auf den Stichtag (hier: 1.1. – 24.6.04).

Streitig ist nun, mit welchem Zinssatz beide Zinsrechnungen vorzunehmen sind. Aus der Sicht des Hauptaktionärs kann nur die Rendite als Zinssatz maßgebend sein, die er mit dem Unternehmen selbst erwirtschaften kann; also seine eigene Rendite. Aus der Sicht des ausgeschiedenen Aktionärs ist das nicht so eindeutig, denn für ihn ist belanglos, wie der Hauptaktionär die Abfindung aufbringt; aus seiner Sicht kann der Hauptaktionär auch einen Ratenkredit bei einer Bank aufnehmen, der vom Unternehmensergebnis völlig unabhängig ist, wobei es dann auf die Renditeerwartungen der Bank ankäme, die das Darlehen ausreicht. Nach allgemeiner Auffassung ist für den Kapitalisierungszins auf die Sichtweise des

Unternehmens abzustellen, und zwar deshalb, weil sich auch der Aktionär beim Erwerb der Aktie von diesem Wert hat leiten lassen und ihm zugemutet wird, eine Ersatzinvestition in einem ähnlichen Geschäftsfeld, also in ähnlichen Aktien zu suchen. Dieser grundsätzlichen Festlegung tritt das Gericht aus den genannten Gründen bei.

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

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

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

b. Der Basiszins

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

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

bb. Konkret bringen die Antragsteller vor, eine 30jährige Bundesanleihe sei im Juni 2004 nur für 4,75% zu haben gewesen; der Basiszins könne daher jedenfalls nicht höher angenommen werden.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen stützt sich auf 10jährige Titel, die zwar 2004 nur eine Rendite von 4,29%, versprochen hätten. Da es aber seit 1969 drei Zinszyklen gegeben habe und diese sich mit Wahrscheinlichkeit wiederholten, müsse auch der durchschnittliche Zins aus der Vergangenheit mit abgebildet werden. Dieser habe in den drei Zinszyklen 7,98, 7,69 und 7,15% betragen, woraus sich nach den ersten 10 Jahren eine voraussichtliche Anschlussrendite von 5,4 – 5,63% ergebe. Deshalb rechtfertige sich ein Basiszinssatz von 5,5%. Dass sich kurz nach der Begutachtung in diesem Fall der IDW seine Empfehlung dahin geändert habe,

künftig nur von einem Basiszins von 5% auszugehen, habe man damals noch nicht gewusst und habe man auch nicht erwarten können.

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

c. Die allgemeine Marktrisikoprämie

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

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

bb. Die Antragsteller verweisen auf Studien des Deutschen Aktieninstituts (Studien 2004, Heft 26.; Marktrisikoprämien zwischen -1,25% und +5,8%), auf aktuelle Einschätzungen deutscher Kreditinstitute (Deutsche Bank: 2%; Dresdner Bank: 2%; und Lebensversicherungen (ca. 3%) sowie auf wissenschaftliche Untersuchungen

(Stehle vor 2003: 2,6%; Albrecht: 2,5%) und zahlreiche bereits ergangene Urteile (OLG Hamburg, AG 2003, 585: 2%; OLG Ff/M, AG 2002, 405: 1,5%; BayOLG, AG 1996, 127, 129: 0,6%;, OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 401: 0,5%; LG Dortmund, AG 1996, 278, 280: 1%) und meinen deshalb, der Ansatz von 5% sei völlig unvertretbar. Würde mit dieser Marge etwa der DAX fortgeschrieben, ergäbe sich aus einem Kapital von € 10.000.- nach 50 Jahren bei einem Basiszins von 5,5% € 589.100.-, bei einer zusätzlichen Aktienrendite von 5%, also einer Gesamtrendite von 10,5% aber € 1.472.700.-, was gänzlich unrealistisch sei. Die Marktrisikoprämie könne deshalb allenfalls 2% betragen.

cc. Die Antragsgegnerin entgegnet, der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer spreche sich in den – für Wirtschaftsprüfer quasi bindenden – Verlautbarungen für die Verwendung von Marktrisikoprämien von 4%-6% aus. Nach den von ihr herangezogenen wissenschaftlichen Untersuchungen auf der Grundlage historischer Zeitreihen werde dieser Wert bestätigt (geometrisches Mittel bei Birnberg 1993 [1954-1988]: 5,3%, bei Conen/Väth 1993 [1949-1992]: 6,8%; Morawietz 1994 [1950-1992]: 4,4%; Stehle/Harmond 1991 [1954-1988]: 4,6%; Stehle 1999 [1967-1998]: 4,1%; Stehle 2002 [1967-1998]: 4,4%).

Die von den Antragstellern herangezogenen Werte von 0,5-2% hätten sich auf einer mit der jetzigen Bewertung nicht vergleichbaren Vorgehensweise ergeben: damals seien Risiken sowohl bei der Ermittlung der Nettoüberschüsse als auch im Zinssatz erfasst worden; die Risikozuschläge im Zinssatz seien dann zwangsläufig geringer als bei der Diskontierung eines „risikoneutralen“ Erwartungswerts der Überschüsse (vgl. etwa zur früheren Berechnungsmethode OLG Stuttgart, AG 2000, 428, 432, zur neuen Methode OLG Stuttgart, AG 2004, 271, 275; OLG Düsseldorf, AG 2003, 329, 333 u.a.). Die vorliegende Unternehmensbewertung rechne die Risiken vornehmlich im Bereich des Kapitalisierungszinses. Zudem werde als sie Nachsteuer-Rechnung durchgeführt, so dass also die typisierte Einkommenssteuer von 35% abzusetzen sei; hierdurch ergebe sich bei einer Vorsteuer-Marktrisikoprämie von 5% nur eine Nachsteuer-Marktrisikoprämie von 3,25%.

dd. Die Kammer tritt im Grundsatz der Darstellung der Antragsgegnerin und den Gutachtern, auf die sie sich stützt, bei. Die von den Antragstellern zitierten Ansichten

in der Literatur und Entscheidungen beziehen sich auf solche Untersuchungen, bei denen bereits eine Risikoeinschätzung bei der Ermittlung des prognostizierten Unternehmenserfolges erfolgt ist. Im vorliegenden Fall ist dies nicht oder nahezu nicht der Fall. Die Prüfer und haben in der Verhandlung vom 30.1.06 eindringlich dargestellt, dass die Unternehmensplanung sehr ambitioniert sei und nichts weniger darstelle als das Vorhaben, den Ertrag durch Umsatzsteigerung und Kostenminimierung um mehr als 100% zu steigern auf einem Markt, dessen Kapazität zurückgehe und auf dem Umsatzsteigerungen ausschließlich zu Lasten von Konkurrenten erfolgen könnten. Es leuchtet also ein, dass die Antragsgegnerin und deren Gutachter der neueren Berechnung des Ertragswertes gefolgt sind und Risiken im wesentlichen erst auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes bewertet haben.

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

d. Der Betafaktor

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

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

Die verbreitetste und auch in den bereits erwähnten Standard der Wirtschaftsprüfer (IDW-S1, Ziffer 97, 98) aufgenommene Methode ist das Kapitalpreisbildungsmodell

(Capital Asset Pricing Model, CAPM), das auf die sog. Volatilität der Aktie abgestellt, also auf die Schwankungsbreite des Kursverlaufes: je höher und kurzfristiger die Kursänderungen, desto risikoreicher ist die Aktie; umgekehrt wird eine Aktie als risikoarm eingeschätzt, wenn sie wenig im Wert differiert und die Aktienwerte sich nur langsam verändern (Großfeld, a.a.O., S. 136). Dieser – Beta-Faktor genannte - Wert soll die Risikorelation des zu beurteilenden zu dem Durchschnitt anderer Unternehmen abbilden und wird mit 1 angegeben, wenn das Unternehmen nicht abweicht, mit >1 , wenn es als risikoreicher angesehen wird und <1 , wenn es als risikoärmer betrachtet wird. Die Beta-Werte werden für börsennotierte Unternehmen regelmäßig ermittelt und teilweise auch veröffentlicht. Der Wert für die VuW betrug im Juni 2004 bei 0,4 (Antragsteller: 0,31 oder 0,38; Antragsgegnerin: 0,41).

bb. Die Antragsteller meinen, eine Korrektur durch den Beta-Wert scheidet bereits aus grundsätzlichen Erwägungen aus. Den unternehmerischen Risiken stünden gleichwertige Chancen gegenüber und es gehe nicht an, den Unternehmenswert an den zukünftigen Risiken zu messen und die zwangsweise ausscheidenden Aktionäre nicht an den Chancen zu beteiligen. Jedenfalls müsse es bei dem konkret ermittelten Wert bleiben. Dass der Kurs dieser Akte nicht stark geschwankt habe, beruhe eben auf der Einschätzung der Börse über ihre relative Risikolosigkeit. Die Heranziehung von Beta-Werten anderer Banken sei unnötig, die Werte ausländischer Banken kämen ohnehin nicht in Betracht. Wie diese Werte ermittelt worden seien, sei weder offenbart noch nachvollziehbar.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen ist der Auffassung, dass es der Anpassung der unternehmensspezifischen Merkmale an die allgemeine Marktrisikoprämie bedürfe. Der Beta-Faktor sei ein standardisiertes Maß für das Risiko eines Unternehmens und sei Ausfluss der Geschäftstätigkeit, des allgemeinen Marktumfeldes und der Kostenstruktur des Unternehmens; es spiegele die Auswirkung der Fremdfinanzierung auf das Risiko der Eigenkapitalgeber wider. Auf den für die VuW tatsächlich festgestellten Wert könne es jedoch nicht ankommen, weil er ein auffallend kleines Bestimmtheitsmaß von 0,02 und einen Signifikanzwert von deutlich unter 6 aufweise, was beides Ausdruck dafür sei, dass dieser Beta-Wert die tatsächlichen Risiken nicht abbilde. Heranzuziehen seien die in den Bloomberg-Datenbanken einsehbaren Beta-Werte anderer vergleichbarer Unternehmen („Peer-

Group“). Vergleichbar seien die Danske Bank A/S (Beta-Wert von 0,64), die Erste Bank AG (1,13), die SEB AG (0,76), die Banca Intensa S.p.A. (1,14), die Sanpaolo Ilni S.p.A. (1,28), die Hypovereinsbank AG (1,28), die Commerzbank AG (1,31) und die Deutsche Bank AG (1,06), was einen Durchschnitt von 1,1 ausmache.

dd. Das Gericht folgt der Antragsgegnerin darin, dass der bei der Barwertermittlung herangezogene Kapitalisierungszins möglichst genau auf die zukünftige Ertragserwartung des konkreten Unternehmens abstellen sollte und hält es daher im Grundsatz für gut vertretbar, dass die allgemeine Risikoprämie um einen unternehmensbezogenen Faktor korrigiert wird. Nicht überzeugend ist allerdings, bei der Bestimmung der konkreten Risiken lediglich auf die Volatilität der Aktien abzustellen. Die Behauptung, börsliche Kursschwankungen seien Ausdruck sich ändernder Risikoeinschätzungen, ist schon an sich bedenklich; maßgebend dürften vielmehr in erster Linie sich ändernde Renditeerwartungen sein, die aber mit der Frage, wie risikobehaftet die Aktienanlage auf Dauer ist, nichts zu tun hat. Bei Banken erscheint dieses Kriterium doppelt dubios, weil sie – jedenfalls in ihrem Kerngeschäft - nicht selbst produzierend tätig sind, sondern die wirtschaftlichen Chancen und Risiken des produzierenden Gewerbes nur begleitend und deren Risiken wegen der in aller Regel bestehenden Sicherheiten nur sehr beschränkt ausgeliefert sind (vgl. dazu Großfeld, a.a.O, S. 131; BayOLG, WM 1996, 526f.).

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

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

Verhältnis zu anderen Wirtschaftsunternehmen hervorragenden Ruf im Hinblick auf die Bonität; Insolvenzen von Banken sind vergleichsweise selten und betreffen ausnahmslos kleinere Privatbanken, Insolvenzen von Hypothekenbanken sind nicht vorgekommen. Dass die Aktienkurse deutscher Bank überhaupt in der Vergangenheit dauerhaft namhafte Rückgänge zu verzeichnet hatten ist ebenso selten. Schon dies rechtfertigt eine Abweichung des Faktors nach unten. Die VuW konkret vermittelt – nicht zuletzt aufgrund der Darstellung der Antragsgegnerin – in allem eine völlig solide Unternehmensstruktur und ist genügend diversifiziert, um zeitweise Einbrüche in Teilbereichen souverän verkraften zu können. Die Risikovorsorge ist geprüft und in nur sehr geringer Marge für nötig erachtet worden. Zum Zeitpunkt der Bewertung bestand außerdem eine ungekündigte Patronatserklärung der Antragsgegnerin. Das Gericht schätzt daher den Faktor, mit dem die allgemeine Marktrisikoprämie auf die Fa. VuW konkretisiert wird, auf 0,8.

Das gilt ebenso für die Bewertung der Beteiligungen an der HVB Luxembourg und am Bankhaus Neelmeyer, für die auch die Antragsgegnerin wegen derselben Kriterien denselben Betafaktor annimmt. Es muss aber ebenso auch für die Beteiligung an der Schiffsbank gelten, für die die Heranziehung ausschließlich ausländischer Vergleichsbanken (vgl. die Antragserwiderung vom 1.8.05 S. 39 = Bl. 925 der Akte) nicht zu überzeugen vermag.

Für die Beteiligungen Nordinvest und HVB Leasing haben die Antragsgegnerin, die und abweichende Betafaktoren von 1,15 bzw. 1,00 angenommen und sich jeweils auf Peer-Group-Analysen bezogen, die überwiegend aus ausländischen Aktienwerten bestehen (a.a.O.). Das überzeugt nicht. Eine weitere Aufklärung ist aus den bereits genannten Gründen nicht möglich, weshalb die Kammer nur die Möglichkeit hat, den Wert nach § 287 ZPO zu schätzen. Bei den vorgenannten Beteiligungen handelt es sich nicht um Bankgeschäfte im eigentlichen Sinne, so dass die vorgenannten Erwägungen zur Bonität und zum Risiko von Banken hier nicht tragen. Aus diesem Grund erscheint es gerechtfertigt, den neutralen Faktor von 1,00 anzusetzen.

Bei der Beteiligung A/S Vereinsbank Riga nimmt die Antragsgegnerin zunächst einen Länderzuschlag hinsichtlich der Allgemeinen Marktrisikoprämie von 1,88 vor und

wendet sodann den auch für die VuW angenommenen Beta-Faktor von 1,10 an. Sie verweist insoweit in ihrer Antragsrüge (vom 1.8.05 S. 76 = Bl. 962 der Akte) auf eine Ableitung länderspezifischer Risikozuschläge anhand des Kreditratings des jeweiligen Landes nach Damodaran. Auch diese Vorgehensweise überzeugt nicht. Für diese Bank ist nach der eigenen Darstellung der Antragsgegnerin (a.a.O. S. 73f = Bl. 959 der Akte) eine Eigenkapitalrendite von 6,1 bis 16,4% zu erwarten und die Kernkapitalquote beträgt zwischen 18,7 und 12,1%. Auf Kreditratings aus früheren Jahren kann angesichts der neueren Entwicklung in Lettland, insbesondere seit dem Beitritt der baltischen Staaten zu EU, nicht mehr entscheidend abgestellt werden; vielmehr ist anzunehmen, dass sich die gesamten wirtschaftlichen Vorgänge in Lettland unter dem Einfluss der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank nicht anders entwickeln werden als in der EU sonst. Das Gericht lässt daher im Wege der Schätzung den Länderzuschlag unberücksichtigt und nimmt im Hinblick auf den Beta-Faktor den neutralen Wert von 1,00 an.

e. Die Steuern

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

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

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

f. Der Wachstumsabschlag

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

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

bb. Die Antragsteller prognostizieren, dass die VuW in Zukunft jederzeit in der Lage sein werde, inflationsbedingte Kostensteigerungen über höhere Preise wieder zu verdienen und meinen daher, unter Berücksichtigung einer zukünftigen durchschnittlichen Inflation von 2% müsse ein Wachstumsabschlag von wenigstens 2% vorgenommen werden.

cc. Die Antragsgegnerin dagegen verweist darauf, dass es nach allgemeiner Einschätzung in Deutschland ohnehin zu viele Banken gebe und prognostiziert einen Wettbewerbs- und Preisdruck, der die Durchsetzung der Mehrkosten nur teilweise erlaube. Deshalb müsse es bei dem angesetzten Wachstumsabschlag von 1%

bleiben, den auch die Abfindungsprüferin nach näherer Erläuterung für plausibel gehalten habe.

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

Hierbei fällt insbesondere ins Gewicht, dass die VuW offensichtlich in der Vergangenheit in der Lage war, auch bei höheren Inflationsraten die dadurch bewirkten Kostensteigerungen stets zu überwälzen. Von den Faktoren, die die allgemeine Teuerungsrate zukünftig maßgeblich beeinflussen werden (weltweite Steigerung Rohstoffpreise etc.) ist die VuW deutlich weniger abhängig als das produzierende Gewerbe. Andererseits haben die Prüfer in der mündlichen Verhandlung dargestellt, dass sich der Markt, in welchem die VuW tätig sei, verenge und es vermutlich in der Zukunft zu einem Preisdruck kommen werde, der die Weitergabe aller inflationsbedingten Preiserhöhungen vermutlich nicht zulassen werde. Deshalb erscheint die Annahme eines Wachstumsabschlages von nur 1% überzeugend.

5. Die Aufzinsung

Der so gefundene Barwert des Unternehmens gibt den Stand für das Ende der letzten Bilanz vor dem Stichtag (24.6.04) wieder. Zur Ermittlung des Barwerts am Stichtag ist eine Aufzinsung nötig, also eine Verzinsung des Barwerts für die Zeit vom 1.1.04 bis 24.6.04.

Als Zinssatz wird der für das Jahr des Stichtags bereits ermittelte Zinssatz verwandt.

Der genaue Betrag der Aufzinsung ergibt sich daher, wenn der Wert per 1.1.04 mit dem Jahreszins multipliziert und im Verhältnis der Zeit vom 1.1.04 bis 24.6.04 zur Zeit vom 1.1.04 bis 31.12.04 gekürzt wird.

6. Das Ergebnis

Im Ergebnis ergibt sich so ein Wert der VuW, ihrer Beteiligungen und sonstiger Werte von € 2.163.584,230.-. Bei insgesamt 58.153.847 Aktien ergibt das einen Wert von € 37,20 pro Aktie im Nennwert von € 3.-, mithin etwa den 12fachen Betrag des Nennwertes. Die Einzelheiten der Berechnung ergeben sich aus der diesem Beschluss als Anlage beigefügten Tabelle.

D. Die Begründung der Nebenforderung – Die Verzinsung

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

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

Nach § 327b II AktG ist die Barabfindung von der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister an mit jährlich 2% über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen.

Die Eintragung in das Handelsregister erfolgt am 29.10.04. Die Bekanntmachung erfolgte am 6.11.04 in Bundesanzeiger und am 13.11.04 im Hamburger Abendblatt. Abzustellen ist auf die letzte notwendige Eintragung, denn erst die Bekanntmachung in allen notwendigen Blättern hat die Bekanntmachung zur Folge, § 10 II HGB. Die Veröffentlichungen im Bundesanzeiger und im Hamburger Abendblatt waren

notwendig, denn nach § 10 I HGB ist die Eintragung im Bundesanzeiger und in einem weiteren Blatt bekannt zu machen.

Die Antragsteller meinen, die Verzinsung müsse nicht erst ab der Bekanntmachung der Aktienübertragung (hier: 13.11.04), sondern bereits ab dem Übertragungsbeschluss (hier: 24.6.04) erfolgen. § 327b II AktG verlange eine Abfindung, die „die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtige“. Werde diese Abfindung erst später gezahlt, laufe dies auf die Gewährung eines zinslosen Darlehens durch die Minderheitsaktionäre hinaus, die aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht hingenommen werden könne.

Dem folgt das Gericht nicht. Die gesetzliche Regelung ist eindeutig. Das Verfassungsrecht gebietet nicht, die Regelung ganz oder teilweise für unwirksam zu halten oder gegen sie zu entscheiden. Zwar kann von der Beschlussfassung bis zur tatsächlichen Übertragung durchaus (z.B. wegen der Anhängigkeit einer Anfechtungsklage und/oder einem Streit über die Eintragungspflicht mit dem Registergericht) eine längere Zeit vergehen, in welchem die Aktionäre weder an einer Kurssteigerung der Aktie teilnehmen noch eine Verzinsung erhalten. Sie sind aber, worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist, in diesem Zeitraum noch berechtigt, Dividende zu beziehen; die Gewährung einer Verzinsung würde auf eine doppelte Nutzungsziehung hinauslaufen. Wird in diesem Zeitraum keine Dividendenzahlung fällig und beruht die Verzögerung der Eintragung auf Umständen, die der Hauptaktionär zu vertreten hat, kommen Schadensersatzansprüche nach den §§ 280ff BGB in Betracht (MüKoAktG-Grunewald, § 327b Rdn. 12). Dass der Gesetzgeber für den Fall, dass der Hauptaktionäre die verzögerte Eintragung nicht zu vertreten hat und auf spätere Kursänderungen keine Rücksicht mehr genommen wird, keine Anpassung der Abfindung oder eine Verzinsung angeordnet hat, erscheint bei Abwägung der beiderseitigen Eigentumsgewährleistungen des Art. 14 GG nicht zu beanstanden (im Ergebnis ebenso OLG Düsseldorf, AG 2004, 212; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146; OLG Hamburg, NZG 2003, 978 und NZG 2005, 86; OLG Köln, BB 2003, 2307).

E. Die Gründe für die Nebenentscheidungen

1. Die Entscheidung über die Gerichtskosten folgt aus § 15 II 1 SpruchG; die gerichtlichen Kosten hat hiernach die Antragsgegnerin zu tragen, wenn es nicht billig ist, sie den Antragstellern aufzuerlegen. Denn der Abfindungsbetrag ist entsprechend dem Antrag der Antragsteller höher festgesetzt worden.

2. Die Antragsgegnerin hat ihre Kosten selbst zu tragen. In § 15 SpruchG fehlt eine Regelung zu den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin, woraus sich ergibt, dass eine Kostenerstattung nicht stattfindet.

3. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller beruht auf § 15 IV SpruchG; hiernach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Eine solche Ausnahme liegt vor, weil die Anträge erfolgreich sind.

4. Der gerichtliche Geschäftswert bemisst sich nach § 15 I SpruchG auf den Betrag, der sich für berechtigten Anteilsinhaber zusammen nach der Entscheidung des Gerichts als zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag ergibt, mindestens aber auf € 200.000.- und maximal € 7.500.000.-; er ist von Amts wegen festzusetzen. Die Nebenforderungen (Zinsen) gehen nicht in den Geschäftswert ein (OLG AG 2003, 329ff a.E.). Die angemessene Abfindung beträgt nach den Ausführungen zu III. € 37,20, ist also um € 10,55 höher als die vorher aufgrund des Vergleich auf € 26,65 festgelegte Abfindung. Insgesamt sind 2.788.090 Aktien außenstehender Aktionäre von Erhöhung der Abfindung betroffen, woraus sich ein gerichtlicher Geschäftswert von € 29.414.349.- ergibt, der auf € 7.500.000.- begrenzt wird.

Der für die Berechnung der außergerichtlichen Kosten (insbesondere die Rechtsanwaltskosten) erforderliche Geschäftswert für jeden Antragsteller ergibt sich durch Multiplikation des Erhöhungsbetrages mit der Anzahl der von dem betreffenden Antragsteller gehaltenen Aktien (MüKoAktG-Vollhard, 2. Auflage 2004, § 15 Rdn. 16). Zu Zwecken einer eventuellen Wertfestsetzung müssten daher auch

diejenigen Antragsteller, die die Zahl der von ihnen gehaltenen Aktien bisher entgegen § 4 IV SpruchG nicht angegeben haben, diese Angabe nachholen und den Aktienbesitz nachweisen.

Wertberechnung		nach Vorlage der Antragsgegnerin											
Gericht		Landgericht Hamburg											
Aktenzeichen		417 O 165/05											
Betroffenes Unternehmen		V+W-Bank											
Parameter							Ergebnis	24,49					
Datum Bewertung vor Stichtag		31.12.03											
Datum Stichtag		24.6.04											
Tage dazwischen		175											
Tage gesamt im Jahr		365											
Erstes Jahr der Berechnung:		2003											
Verlustvortrag aus dem Jahr davor in T€		0,00											
Gewerbeertragssteuersatz		19,000%											
Körperschsteuer bei Auscheiden incl. Soli		26,375%											
Persönlicher Einkommenssteuersatz (1/2)		35,000%											
Halber pers. Einkommenssteuersatz		17,500%											
allgemeine Marktrisikoprämie		5,00%											
(Basis)-Zins für festverzinsliche Anlagen		5,50%											
Wachstumsabschlag		1,00%											
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts							VuW						
Kalenderjahr	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	ab 2007						
Jahr 0 = Jahr vor Stichtag	-2	-1	0	1	2	3	3,00						
Zinsüberschuss	320.200,00	317.200,00	318.100,00	330.800,00	365.800,00	384.200,00	405.100,00						
Provisionsüberschuss	246.100,00	237.700,00	270.700,00	292.400,00	312.200,00	334.200,00	337.700,00						
Verwaltungsaufwand+AfA	-463.400,00	-457.200,00	-443.500,00	-454.100,00	-460.000,00	-466.200,00	-488.300,00						
Summe TeilbetriebsErg	102.900,00	97.700,00	145.300,00	169.100,00	218.000,00	252.200,00	254.500,00						
sonst betr Ergebnis	-1.400,00	3.600,00	11.500,00	0,00	0,00	0,00	0,00						
Nettoertrag aus FinanzG	-300,00	21.400,00	35.900,00	36.800,00	38.500,00	40.500,00	32.100,00						
Summe BetrErg vor Risiko	101.200,00	122.700,00	192.700,00	205.900,00	256.500,00	292.700,00	286.600,00						
Risikovorsorge	-77.100,00	-199.100,00	-147.100,00	-143.300,00	-145.200,00	-144.900,00	-142.000,00						
Anlagebuch	8.800,00	-11.300,00	7.000,00	4.800,00	4.800,00	4.800,00	4.800,00						
Rundung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,00	-300,00						
Ergebnis vor Steuern	32.900,00	-87.700,00	52.600,00	67.400,00	116.100,00	152.500,00	149.100,00						
Steueraufwand	0,00	0,00	0,00	-15.600,00	-43.000,00	-57.000,00	-55.700,00						
Ergebnis nach Steuern	32.900,00	-87.700,00	52.600,00	51.800,00	73.100,00	95.500,00	93.400,00						
Thesaurierung	0,00	0,00	-52.600,00	-51.800,00	-73.100,00	-95.500,00	-19.500,00						
Ausschüttung	0,00	-87.700,00	0,00	0,00	0,00	0,00	73.900,00						
typ Est	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-12.932,50						
Nettoausschüttungen	0,00	-87.700,00	0,00	0,00	0,00	0,00	60.967,50						
Kapitalisierungszinssatz				0,07150	0,07150	0,07150	0,06150						
Barwertfaktor				0,93327	0,87099	0,81287	13,21747						
Barwert				0,00	0,00	0,00	805.836,15						
								allg Marktrisikoprämie für nie	0,05000	0,05000			
								untern'bezog Abweichung (B	1,10000	1,10000			
								ergibt: untern'bezog Marktris	0,05500	0,05500			
								(Basis)-Zins für festverzinslik	0,05500	0,05500			
								Su Basiszins + unternbez. M	0,11000	0,11000			
								. / typisierte Eink	35,00%	-0,03850	-0,03850		
								ergibt: Kapitalanl'zs nach pa	0,07150	0,07150			
								abzüglich Inflationsabschlag			-0,01000		
								ergibt Kapitalisierungszinssa	0,07150	0,06150			

Anlage 1/1/1

kumul. Barwert in TEuro							805.836,15					
Aufzinsung 1.1.-24.6.04							27.624,73					
Unternehmenswert per 24.6.04							833.460,87					
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				Nordinvest						Phase I	Phase II	
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	6.373,00	7.089,00	7.730,00	7.205,00	allg Marktrisikoprämie für ni	0,05000	0,05000		
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	-128,99	-143,48	-156,46	-145,83	intern'bezog Abweichung (B	1,15000	1,15000		
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	6.244,01	6.945,52	7.573,54	7.059,17	ergibt: intern'bezog Marktris	0,05750	0,05750		
typ Est	0,00	0,00	0,00	-1.092,70	-1.215,47	-1.325,37	-1.235,35	(Basis)-Zins für festverzinsli	0,05500	0,05500		
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	5.151,31	5.730,05	6.248,17	5.823,82	Su Basiszins + internbez. M	0,11250	0,11250		
								/.typisierte Eink 35,00%	-0,03938	-0,03938		
Kapitalisierungszinssatz				0,07313	0,07313	0,07313	0,06313	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,07313	0,07313		
Barwertfaktor				0,93186	0,86836	0,80919	12,81881	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000		
Barwert				4.800,29	4.975,74	5.055,94	74.654,38	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,07313	0,06313		
kumul. Barwert							89.486,36					
Aufzinsung							3.137,39					
Ertragswert per 24.6.04							92.623,74					
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				Schiffsbank						Phase I	Phase II	
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	47.677,00	49.784,00	51.610,00	48.552,00	allg Marktrisikoprämie für ni	0,05000	0,05000		
Thesaurierung				-22.000,00	-22.000,00	-22.000,00	-4.409,00					
Summe				25.677,00	27.784,00	29.610,00	44.143,00					
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	-519,70	-562,35	-599,31	-893,45	intern'bezog Abweichung (B	0,90000	0,90000		
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	25.157,30	27.221,65	29.010,69	43.249,55	ergibt: intern'bezog Marktris	0,04500	0,04500		
typ Est	0,00	0,00	0,00	-4.402,53	-4.763,79	-5.076,87	-7.568,67	(Basis)-Zins für festverzinsli	0,05500	0,05500		
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	20.754,77	22.457,86	23.933,82	35.680,88	Su Basiszins + internbez. M	0,10000	0,10000		
								/.typisierte Eink 35,00%	-0,03500	-0,03500		
Kapitalisierungszinssatz				0,06500	0,06500	0,06500	0,05500	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,06500	0,06500		
Barwertfaktor				0,93897	0,88166	0,82785	15,05180	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000		
Barwert				19.488,05	19.800,18	19.813,59	537.061,46	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,06500	0,05500		
kumul. Barwert							596.163,28					
Aufzinsung							18.579,06					
Ertragswert per 24.6.04							614.742,34					
davon anteilig 20%							122.948,47					
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				HVB Lux						Phase I	Phase II	
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	63.457,00	67.985,00	82.719,00	61.688,00	allg Marktrisikoprämie für ni	0,05000	0,05000		
Ausschüttung/Thesaurierung			1.381.334,00	-32.162,00	-67.985,00	-12.663,00	-12.790,00					
Summe			1.381.334,00	31.295,00	0,00	70.056,00	48.898,00					
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	-27.958,20	-633,41	0,00	-1.417,93	-989,70	intern'bezog Abweichung (B	1,10000	1,10000		
Ausschüttung	0,00	0,00	1.353.375,80	30.661,59	0,00	68.638,07	47.908,30	ergibt: intern'bezog Marktris	0,05500	0,05500		
typ Est	0,00	0,00	-236.840,76	-5.365,78	0,00	-12.011,66	-8.383,95	(Basis)-Zins für festverzinsli	0,05500	0,05500		
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	1.116.535,03	25.295,81	0,00	56.626,40	39.524,35	Su Basiszins + internbez. M	0,11000	0,11000		
								/.typisierte Eink 35,00%	-0,03850	-0,03850		

Anlage 1 d. 2.

Kapitalisierungszinssatz				0,07150	0,07150	0,07150	0,06150	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,07150	0,07150	
Barwertfaktor				0,93327	0,87099	0,81287	13,21747	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000	
Barwert	0,00	0,00	1.116.535,03	23.607,85	0,00	46.030,16	522.411,96	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,07150	0,06150	
kumul. Barwert							1.708.585,00				
Aufzinsung							58.571,70				
Ertragswert per 24.6.04							1.767.156,70				
davon anteilig 5,7735%							102.026,79				
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				Neelmeyer						Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	3.410,00	4.834,00	6.277,00	4.792,00	allg Marktrisikoprämie für ni	0,05000	0,05000	
Ausschüttung/Thesaurierung			0,00	-3.410,00	-4.834,00	-2.974,00	-546,00				
Summe			0,00	0,00	0,00	3.303,00	4.246,00				
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-66,85	-85,94	intern'bezog Abweichung (B	1,10000	1,10000	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3.236,15	4.160,06	ergibt: intern'bezog Marktris	0,05500	0,05500	
typ Est	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-566,33	-728,01	(Basis)-Zins für festverzinsli	0,05500	0,05500	
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.669,82	3.432,05	Su Basiszins + internbez. M	0,11000	0,11000	
								./.typisierte Eink 35,00%	-0,03850	-0,03850	
Kapitalisierungszinssatz	0,07150	0,07150	0,07150	0,07150	0,07150	0,07150	0,06150	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,07150	0,07150	
Barwertfaktor	1,00000	1,00000	1,00000	0,93327	0,93327	0,93327	13,21747	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000	
Barwert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.491,67	45.363,02	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,07150	0,06150	
kumul. Barwert							47.854,69				
Rechenfehler bei							-308,00				
Zwischensumme							47.546,69				
Aufzinsung							1.640,50				
Ertragswert per 24.6.04							49.187,19				
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				VereinsB Riga						Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	2.904,00	3.165,00	3.450,00	3.485,00	allg Marktrisikoprämie für ni	0,05000	0,05000	
Ausschüttung/Thesaurierung			0,00	0,00	0,00	0,00	-225,00	Länderzuschlag	0,01880	0,01880	
Summe			0,00	2.904,00	3.165,00	3.450,00	3.260,00	Zwischensumme	0,06880	0,06880	
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	-58,78	-64,06	-69,83	-65,98	intern'bezog Abweichung (B	1,10000	1,10000	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	2.845,22	3.100,94	3.380,17	3.194,02	ergibt: intern'bezog Marktris	0,07568	0,07568	
typ Est	0,00	0,00	0,00	-497,91	-542,66	-591,53	-558,95	(Basis)-Zins für festverzinsli	0,05500	0,05500	
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	2.347,31	2.558,28	2.788,64	2.635,06	Su Basiszins + internbez. M	0,13068	0,13068	
								./.typisierte Eink 35,00%	-0,04574	-0,04574	
Kapitalisierungszinssatz	0,07150	0,07150	0,07150	0,08494	0,08494	0,08494	0,07494	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,08494	0,08494	
Barwertfaktor	1,00000	1,00000	1,00000	0,92171	0,84955	0,78303	10,44853	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000	
Barwert	0,00	0,00	0,00	2.163,53	2.173,37	2.183,60	27.532,55	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,08494	0,07494	
kumul. Barwert							34.053,06				
Aufzinsung							1.386,83				
Ertragswert per 24.6.04							35.439,89				
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				HVB Leasing						Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	364,00	1.058,00	2.297,00	2.320,00	allg Marktrisikoprämie für ni	0,05000	0,05000	

Anlage 1.1.3

kumul. Barwert in TEuro							1.425.253,68					
Aufzinsung 1.1.-24.6.04							39.975,44					
Unternehmenswert per 24.6.04							1.465.229,12					
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				Nordinvest							Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	6.373,00		7.730,00	7.205,00	allg Marktrisikoprämie für nic	0,05000	0,05000		
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	-128,99	-143,48	-156,46	-145,83	untern'bezog Abweichung (E	1,00000	1,00000		
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	6.244,01	6.945,52	7.573,54	7.059,17	ergibt: untern'bezog Marktris	0,05000	0,05000		
typ Est	0,00	0,00	0,00	-1.092,70	-1.215,47	-1.325,37	-1.235,35	(Basis)-Zins für festverzinslic	0,05000	0,05000		
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	5.151,31	5.730,05	6.248,17	5.823,82	Su Basiszins + unternbez. M	0,10000	0,10000		
								./typisierte Eink	35,00%	-0,03500	-0,03500	
Kapitalisierungszinssatz				0,06500	0,06500	0,06500	0,05500	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,06500	0,06500		
Barwertfaktor				0,93897	0,88166	0,82785	15,05180	abzüglich Inflationsabschlag			-0,01000	
Barwert				4.836,91	5.051,95	5.172,55	87.658,92	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,06500	0,05500		
kumul. Barwert							102.720,33					
Aufzinsung							3.201,22					
Ertragswert per 24.6.04							105.921,55					
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				Schiffsbank							Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	47.677,00	49.784,00	51.610,00	48.552,00	allg Marktrisikoprämie für nic	0,05000	0,05000		
Thesaurierung/Zinsnachteile				-2.383,85	-2.489,20	-2.580,50	-2.427,60					
Summe				45.293,15	47.294,80	49.029,50	46.124,40					
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	-916,73	-957,25	-992,36	-933,56	untern'bezog Abweichung (E	0,80000	0,80000		
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	44.376,42	46.337,55	48.037,14	45.190,84	ergibt: untern'bezog Marktris	0,04000	0,04000		
typ Est	0,00	0,00	0,00	-7.765,87	-8.109,07	-8.406,50	-7.908,40	(Basis)-Zins für festverzinslic	0,05000	0,05000		
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	36.610,54	38.228,48	39.630,64	37.282,44	Su Basiszins + unternbez. M	0,09000	0,09000		
								./typisierte Eink	35,00%	-0,03150	-0,03150	
Kapitalisierungszinssatz				0,05850	0,05850	0,05850	0,04850	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,05850	0,05850		
Barwertfaktor				0,94473	0,89252	0,84319	17,38544	abzüglich Inflationsabschlag			-0,01000	
Barwert				34.587,19	34.119,71	33.416,31	648.171,69	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,05850	0,04850		
kumul. Barwert							750.294,90					
Aufzinsung							21.044,23					
Ertragswert per 24.6.04							771.339,13					
davon anteilig 20%							154.267,83					
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				HVB Lux							Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	63.457,00	67.985,00	82.719,00	61.688,00	allg Marktrisikoprämie für nic	0,05000	0,05000		
Ausschüttung/Thesaurierung/Zinsnachteile			1.381.334,00	-3.172,85	-3.399,25	-4.135,95	-3.084,40					
Summe			1.381.334,00	60.284,15	64.585,75	78.583,05	58.603,60					
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	-27.958,20	-1.220,15	-1.307,22	-1.590,52	-1.186,14	untern'bezog Abweichung (E	0,80000	0,80000		
Ausschüttung	0,00	0,00	1.353.375,80	59.064,00	63.278,53	76.992,53	57.417,46	ergibt: untern'bezog Marktris	0,04000	0,04000		
typ Est	0,00	0,00	-236.840,76	-10.336,20	-11.073,74	-13.473,69	-10.048,06	(Basis)-Zins für festverzinslic	0,05000	0,05000		
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	1.116.535,03	48.727,80	52.204,79	63.518,84	47.369,41	Su Basiszins + unternbez. M	0,09000	0,09000		
								./typisierte Eink	35,00%	-0,03150	-0,03150	

Anlage 2.1.2

Kapitalisierungszinssatz				0,05850	0,05850	0,05850	0,04850	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,05850	0,05850
Barwertfaktor				0,94473	0,89252	0,84319	17,38544	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000
Barwert	0,00	0,00	1.116.535,03	46.034,77	46.593,85	53.558,69	823.537,96	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,05850	0,04850
kumul. Barwert							2.086.260,31			
Aufzinsung							58.515,31			
Ertragswert per 24.6.04							2.144.775,62			
davon anteilig 5,7735%							123.828,62			
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				Neelmeyer					Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	3.410,00	4.834,00	6.277,00	4.792,00	allg Marktrisikoprämie für nic	0,05000	0,05000
Ausschüttung/Thesaurierung/Zinsnachteile			0,00	-170,50	-241,70	-313,85	-239,60			
Summe			0,00	3.239,50	4.592,30	5.963,15	4.552,40			
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	-65,57	-92,95	-120,69	-92,14	intern'bezog Abweichung (E	0,80000	0,80000
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	3.173,93	4.499,35	5.842,46	4.460,26	ergibt: intern'bezog Marktris	0,04000	0,04000
typ Est	0,00	0,00	0,00	-555,44	-787,39	-1.022,43	-780,55	(Basis)-Zins für festverzinslic	0,05000	0,05000
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	2.618,49	3.711,97	4.820,03	3.679,71	Su Basiszins + intern'bez. M	0,09000	0,09000
								/typisierte Eink	35,00%	-0,03150
Kapitalisierungszinssatz	0,05850	0,05850	0,05850	0,05850	0,05850	0,05850	0,04850	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,05850	0,05850
Barwertfaktor	1,00000	1,00000	1,00000	0,94473	0,94473	0,94473	17,38544	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000
Barwert	0,00	0,00	0,00	2.473,78	3.506,82	4.553,64	63.973,45	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,05850	0,04850
kumul. Barwert							74.507,68			
Rechenfehler bei							-308,00			
Zwischensumme							74.199,68			
Aufzinsung							2.089,79			
Ertragswert per 24.6.04							76.289,47			
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				VereinsB Riga					Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	2.904,00	3.165,00	3.450,00	3.485,00	allg Marktrisikoprämie für nic	0,05000	0,05000
Ausschüttung/Thesaurierung			0,00	0,00	0,00	0,00	-225,00	Länderzuschlag	0,00000	0,00000
Summe			0,00	2.904,00	3.165,00	3.450,00	3.260,00	Zwischensumme	0,05000	0,05000
Steuerbelastung §8bKStG	0,00	0,00	0,00	-58,78	-64,06	-69,83	-65,98	intern'bezog Abweichung (E	1,00000	1,00000
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	2.845,22	3.100,94	3.380,17	3.194,02	ergibt: intern'bezog Marktris	0,05000	0,05000
typ Est	0,00	0,00	0,00	-497,91	-542,66	-591,53	-558,95	(Basis)-Zins für festverzinslic	0,05000	0,05000
Nettoausschüttungen	0,00	0,00	0,00	2.347,31	2.558,28	2.788,64	2.635,06	Su Basiszins + intern'bez. M	0,10000	0,10000
								/typisierte Eink	35,00%	-0,03500
Kapitalisierungszinssatz	0,05850	0,05850	0,05850	0,06500	0,06500	0,06500	0,05500	ergibt: Kapitalanl'zs nach pe	0,06500	0,06500
Barwertfaktor	1,00000	1,00000	1,00000	0,93897	0,88166	0,82785	15,05180	abzüglich Inflationsabschlag		-0,01000
Barwert	0,00	0,00	0,00	2.204,05	2.255,53	2.308,57	39.662,47	ergibt Kapitalisierungszinssa	0,06500	0,05500
kumul. Barwert							46.430,62			
Aufzinsung							1.446,98			
Ertragswert per 24.6.04							47.877,60			
Berechnung des Wertes des operativen Geschäfts				HVB Leasing					Phase I	Phase II
Ergebnis nach Steuern	0,00	0,00	0,00	364,00	1.058,00	2.297,00	2.320,00	allg Marktrisikoprämie für nic	0,05000	0,05000

Anlage 2/13