



5 HK O 16202/03

In dem Spruchverfahren



wegen Barabfindung



erlässt das Landgericht München I, 5 Kammer für Handelssachen, durch Vorsitzenden Richter am Landgericht _____, Handelsrichter _____ und Handelsrichterin _____ nach mündlicher Verhandlung vom 22.7.2004, 26.5.2011 und 22.12.2011 am 29.6.2012 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Der von der Antragsgegnerin zu 2) an die ehemaligen Aktionäre der Hypo Real Estate Bank AG _____ zu leistenden angemessenen Barabfindung wird auf € 25,52 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist seit dem 17.9.2003 bis einschließlich 31.8.2009 mit 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz und ab dem 1.9.2009 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Anträge gegen die Antragsgegnerin zu 1) werden zurückgewiesen.
- III. Von den ausschließlich nach der Kostenordnung bemessenen Gerichtskosten tragen der Antragsteller zu 11) und die Antragstellerin zu 35) je 1/35, die Antragsgegnerin zu 2) 33/35; die Antragsgegnerin zu 2) trägt die Kosten der Beweisaufnahme. Die Antragsgegnerin zu 2) trägt die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller – ausgenommen die außergerichtlichen Kosten des Antragstellers zu 11) und der Antragstellerin zu 35), die ihre außergerichtlichen Kosten selbst tragen. Die Antragsgegnerinnen tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst.
- IV. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz wird auf € 7.262.839,96 festgesetzt.



-
- V. Die von der Antragsgegnerin zu 2) an den gemeinsamen Vertreter der nicht als Antragssteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu leistende Vergütung wird auf insgesamt € 75.000,-- netto festgesetzt.
- VI. Der Vorstand der Antragsgegnerin zu 1) hat nach Rechtskraft die Ziffer I.) dieses Beschlusses in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen.



Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin zu 1) ging im Geschäftsjahr 2001 aus der Verschmelzung der _____ und _____ auf _____, die nunmehrige Antragsgegnerin zu 1) hervor. Nach der Verschmelzung betrug das Grundkapital der Antragsgegnerin zu 1) € 132.860.437,67 und war eingeteilt in 51.970.484 Stückaktien im rechnerischen Nennwert von € 2,556 je Stückaktie. Die _____ beschloss als übertragende Gesellschaft, das in der _____ zusammengefasste gewerbliche Immobilienfinanzierungsgeschäft gem. § 123 Abs. 2 Nr. 2 UWG durch Abspaltung der Geschäftsanteile an der _____ auf die im Wege der Abspaltung neu gegründete _____ – die nunmehrige Antragsgegnerin zu 2) – als übernehmende Gesellschaft gegen Gewährung von Aktien der übernehmenden Gesellschaft zu übertragen. Der am 26.3.2003 aufgestellte Spaltungsplan legte ein Spaltungsverhältnis von 4 : 1 fest. Die ordentliche Hauptversammlung der _____ stimmte dem Spaltungsplan am 14.5.2003 zu. Die Abspaltung der Antragsgegnerin zu 2) wurde am 29.9.2003 mit Eintragung in das Handelsregister beider Gesellschaften wirksam. Die Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) beschloss am 12.9.2003 die Änderung ihrer Firma von _____ in Hypo Real Estate Bank Aktiengesellschaft. Im Verlaufe dieses Spruchverfahrens kam es zu einer erneuten Umfirmierung der Antragsgegnerin zu 1) in _____.
- b. Am 26.5.2003 fand eine Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) statt. Zu diesem Zeitpunkt hielt die Antragsgegnerin zu 2) 50.363.661 oder 96,91 % der Aktien der Antragsgegnerin zu 1). Diese Hauptversammlung fasste zu Tagesordnungspunkt 5 den Beschluss, die Aktien der Minder-



heitsaktionäre der Antragsgegnerin zu 1) auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer Barabfindung von € 21,-- je auf den Inhaber lautende Stückaktie zu übertragen.

Im Vorfeld der Hauptversammlung erstellte die Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin zu 2), unter Einbeziehung einer gutachterlichen Stellungnahme der

(im Folgenden:) zum Unternehmenswert den Übertragungsbericht (Anlage AG 3). Bezüglich der Ermittlung der Barabfindung lag dem Übertragungsbericht das als Anlage beigefügte Gutachten der (Anlage AG 4) zugrunde. Mit Beschluss vom 25.3.2003 bestellte das Landgericht München I die

zum sachverständigen Prüfer zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Der Abfindungsprüfer erstellte unter dem 9.4.2003 den Prüfungsbericht (Anlage AG 5), der die Angemessenheit der Barabfindung bestätigte.

In Anwendung des Ertragswertverfahrens ermittelte einen Unternehmenswert der HVB Real Estate Bank AG in Höhe von € 955.907.000,-- zum Stichtag 1.1.2003, der dann auf den Stichtag der Hauptversammlung aufgezinste wurde, woraus sich dann der ermittelte Unternehmenswert von € 976.548.000,-- ergab, mithin ein Wert von € 18,79 pro Aktie. Auf der Basis gewichteter Börsenkurse für den Zeitraum vom 1.1.2003 bis 31.3.2003 ermittelte einen Wert von € 20,60 je Aktie. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes wurden ein Basiszinssatz von 5,5 % sowie ein Risikozuschlag von 3 % jeweils vor Steuern festgesetzt. In der ewigen Rente ab dem Jahren 2008 ff. setzte einen Wachstumsabschlag von 1 % an. Demzufolge lag der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung eines typisierten Einkommenssteuersatzes von 35 % in der Phase I der Jahre 2003 bis 2007 bei 5,525 % und in der ewigen Rente bei 4,525 %.



Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der beiden Bewertungsgutachten von und von wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 4 und AG 5 Bezug genommen.

- c. Am 3.9.2003 erfolgte die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft. Am 16.9.2003 erfolgte die Bekanntmachung des Squeeze out in den Gesellschaftsblättern.
 - d. Die Druckausgabe des Bundesanzeigers veröffentlichte am 19.11.2003 die Bekanntmachung des Vorsitzenden der 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I über die Anhängigkeit dieses aktienrechtlichen Spruchverfahrens.
2. Die Antragssteller, deren Anträge spätestens am 12.2.2004 bei Gericht eingegangen sind, halten die festgesetzte Barabfindung von € 21,- je Aktie für zu niedrig bemessen und haben deshalb entsprechend der Anträge zur Festsetzung der angemessenen Barabfindung gestellt.

Zur Begründung ihrer Anträge machen sie im Wesentlichen geltend, die Planung der Gesellschaft sei zu pessimistisch erfolgt. Dies gelte zum einen für die zu niedrig erfolgte Festsetzung des Zinsüberschusses, weil für den gesamten Planungszeitraum ab 2003 ein unter dem des Jahres 2001 liegender Zinsüberschuss unterstellt worden sei. Namentlich der Rückgang von € 345,2 Mio. im Jahr 2001 auf € 269,8 Mio. im Jahr 2006 könne nicht nachvollzogen werden, zumal die Einführung des Basel-II-Abkommens eine steigende Zinsmarge für die Bankenwirtschaft bezwecke. Ein negatives Provisionsergebnis für die Zukunft könne nicht glaubhaft sein, weil sich dann die Frage stelle, warum dieses Geschäft nicht eingestellt werde. Ebenso wenig könne nachvollzogen werden, warum eine Kreditvorsorge für Risiken aus dem Hypotheken- und Kommunaldarlehensgeschäft angesichts der Refinanzierungsmöglichkeiten einer Hypothekenbank über den Pfandbriefmarkt und den im Hypothekenbankgesetz vor-



gesehenen Beleihungsgrenzen angesetzt worden sei. Der Anstieg der Risikovorsorge für das Jahr 2003 mit einem Betrag von € 620 Mio. erscheine übertrieben. Auch müsse der Anstieg der sonstigen Verwaltungsaufwendungen von € 37,3 Mio. im Jahr 2001 auf € 90,3 Mio. im Jahr 2003 und immerhin noch € 60,3 Mio. im Jahr 2004 als nicht plausibel bezeichnet werden. Mit dem Grundsatz der Vollausschüttung unvereinbar stelle sich die überproportionale Steigerung der Kernkapitalquote zu Lasten der Minderheitsentschädigung dar. Auch müsse die Planung in der Detailplanungsphase wegen des Verzichts auf jegliches Neugeschäft unzulässig angesehen werden. Die Vergangenheitsanalyse mit dem Rückgriff lediglich auf die Jahre 2001 und 2002 müsse als ungeeignet bezeichnet werden, weil ungeachtet der Verschmelzung auf einen länger zurückliegenden Zeitraum hätte zurückgegriffen werden müssen.

Beim Kapitalisierungszinssatz sei der Basiszinssatz mit 5,5 % zu hoch angesetzt worden, weil öffentliche Anleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren zum Stichtag der Hauptversammlung eine Rendite von lediglich 4,27 % erbrächten. Der mit 3 % vor Steuern angesetzte Risikozuschlag sei ebenfalls zu hoch; nur für ex post realisierte Risikoprämien könne man 5 % errechnen, während die vergleichsweise hohe Risikoprämie in Zukunft nicht mehr zu erwarten sei. Angesichts des Engagements der HVB Real Estate Bank AG im Immobiliengeschäft müsse der mit 0,6 angesetzte Beta-Faktor als deutlich überhöht bezeichnet werden. Zudem sei das angewandte CAPM ohnehin ungeeignet zur Ermittlung des Risikozuschlages. Demgegenüber sei der Wachstumsabschlag mit 1 % zu niedrig angesetzt; dies zeige sich schon angesichts der Ergebnisse der Thesaurierung, die mit einer Höhe von € 68,6 Mio. das sie rechtfertigende zukünftige Wachstum bereits fast vollständig abdecke. Daher bleibe der Inflationsausgleich nahezu vollständig unberücksichtigt.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei nicht korrekt erfasst worden. Der Ansatz der sonstigen Beteiligungen in Gänze zum Buchwert sei unangemessen; daher halte der Ansatz des Wertes FGH Bank auf Basis eines Verkehrswertes aus dem Jahre 2001 einem Drittvergleich nicht stand.



3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die festgesetzte Barabfindung angemessen sei. Die Planung der HVB Real Estate Bank AG müsse angesichts ihrer Plausibilität in keinem Punkt korrigiert werden. Dies gelte vor allem auch für das Zinsergebnis. Dabei müsse die auch künftig schwierige Ertragslage der Gesellschaft berücksichtigt werden, die im Jahre 2003 auch von den Rating-Agenturen eindeutig bestätigt worden sei. So enthalte bereits das Bewertungsgutachten von [redacted] die überaus positive Annahme, aus Forderungen, die Gegenstand von Einzelwertberichtigungen und daher von zweifelhafter Bonität seien, lasse sich ein Zinsertrag von 5,5 % p.a. erwirtschaften. Ebenso stelle sich die Planung der Kreditausfälle der Gesellschaft als plausibel dar und dürfe nicht durch eine andere, möglicherweise auch plausible Annahme ersetzt werden. Die HVB Real Estate Bank AG verdiene – anders als Geschäftsbanken – keine Provisionen; vielmehr zahle sie üblicherweise Provisionen an Geschäftsbanken für die Vermittlung von Kunden für Immobilienkredite, weshalb eine Vermeidung des dauerhaft negativen Provisionsergebnisses nur durch vollständige Einstellung des Geschäftsbetriebes erreicht werden könne. Der Anstieg der sonstigen Verwaltungsaufwendungen resultiere nachvollziehbar aus der Restrukturierung mit einer Änderung des Geschäftsmodells und dem Erfordernis der Anschaffung eines neuen EDV-Systems. Auch die Risikovorsorge sei angemessen geplant. Der kurzfristige Anstieg resultiere aus der verschärften wirtschaftlichen Situation am Immobilienmarkt, was eine ebenso unternehmerisch nachvollziehbare Prognose sei wie die erwartete Überwindung der Krise mit später wieder abnehmenden Beträgen. Zudem werde die erhöhte Risikovorsorge sowohl durch Auflösung von Rücklagen als auch durch die Sanierungsgarantie der damaligen Konzernmutter [redacted] ertragsmäßig kompensiert und stelle sich daher im Wesentlichen als ertragsneutral dar. Eine zu pessimistische Planung lasse sich nicht bejahen, was sich schon daran zeige, dass mit Ausnahme des Zinsüberschusses, der sich aber auch schon im letzten Jahr der Detailplanungsphase verbessere, alle anderen wichtigen Kennzahlen ansteigend geplant seien.



In der Phase der Ewigen Rente könne angesichts der festgelegten Wachstumsrate von 1 % nicht von einer zu pessimistischen Planung und erst Recht nicht von einem Ansatz dauerhaft stagnierender Erträge ausgegangen werden. Der Ansatz einer Kernkapitalquote von 6,1 % als Ziel sei korrekt festgesetzt worden; die in dem Gutachten von vorgenommene Thesaurierung der Gewinne bis zur Erreichung der Zielkernkapitalquote entspreche den Grundsätzen einer soliden Unternehmensplanung. Bei der Vergangenheitsanalyse dürfe man angesichts der vollständigen Veränderung des Geschäftsmodells seit der Verschmelzung die Zahlen aus dem Jahr 2000 nicht heranziehen.

Der Kapitalisierungszinssatz sei keinesfalls zu hoch ermittelt worden. Bei der Feststellung des Basiszinssatzes dürfe nicht der aktuelle Zinssatz herangezogen werden; vielmehr müsse die langfristige Entwicklung des Zinssatzes berücksichtigt werden, der entsprechend den Empfehlungen des AKU 5,5 % zum Stichtag betragen habe. Der Risikozuschlag von 3 % bedürfe keiner Korrektur nach unten; vielmehr müsse daran gedacht werden, ihn sogar mit Blick auf Risiken anderer Banken wie beispielsweise der Deutschen Bank AG deutlich höher festzusetzen. Die Marktrisikoprämie von 5 % entspreche dem durchschnittlich höheren Risiko von Aktien gegenüber festverzinslichen Staatsanleihen. Auch sei der unternehmensindividuelle Beta-Faktor mittels einer Peer Group gleichartiger Unternehmen ermittelt worden, woraus sich eine Bandbreite von 0,53 bis 0,84 ergebe. Da es sich bei der HVB Real Estate Bank AG um ein extrem wachstumsschwaches Unternehmen in einer Restrukturierungsphase handle, das zudem in einem Markt tätig sei, dessen Erholung nicht zu erkennen sei, bedürfe auch der Wachstumsabschlag keiner Korrektur.

Abgesehen davon müsse der im Zeitpunkt der Entscheidung aktuelle IDW Standard zur Ermittlung des Ertragswerts herangezogen werden und nicht der zum Stichtag der Hauptversammlung gültige Standard.

Bezüglich des in Beteiligungsgesellschaften gehaltenen Immobilienvermögens sowie der sonstigen Beteiligungen ergebe sich das Erfordernis einer gesonder-



ten Bewertung aus der Unmöglichkeit der Ausschüttung an die Aktionäre, weil anderenfalls die gesetzlich vorgeschriebene Mindestgröße des Kernkapitals von 4 % unterschritten werde. Namentlich bei der Beteiligung an der FGH Bank handele es sich um nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Der Ansatz der jeweiligen Werte im Zusammenhang mit der Thesaurierung entspreche den tatsächlichen Gegebenheiten.

Die Ermittlung des Liquidationswertes sei entbehrlich, weil sich aus den vorliegenden Bewertungsgutachten hinreichend deutlich ergebe, dass dieser niemals über dem Ertragswert liegen könne.

4. a. Mit Beschluss vom 29.10.2003 (Bl. 24 d. A.) hat der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragssteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre der HVB Real Estate Bank AG bestellt. Zur Begründung verweist dieser insbesondere auch darauf, es müsse der Liquidationswert auf Grund der vorliegenden Unternehmensdaten ermittelt werden.
- b. Das Landgericht München I hat mit einem auf § 280 Abs. 1 ZPO analog gestützten Beschluss vom 7.10.2004 (Bl. 313/321 d.A.) entschieden, dass die Anträge aller Antragsteller zulässig seien und dabei zur Begründung ausgeführt, das gesamte Verfahren richte sich nach den vor dem Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes geltenden Grundsätzen. Mit Beschluss vom 12.10.2005, Az. 3Z BR 238/04 (Bl. 408/415 d.A.), geändert durch Beschluss vom 25.1.2006, Az. 3Z BR 238/04 (Bl. 427/433 d.A.) hat das Bayerische Oberste Landesgericht den Beschluss des Landgericht München I vom 7.10.2004 auf die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerinnen dahingehend abgeändert, dass die Anträge des Antragsstellers zu 11) und der Antragstellerin zu 35) abgewiesen werden, wobei es sich zu Begründung ausführte, sie hätten trotz Hinweises in einem Senatsbeschluss den



erforderlichen Nachweis ihrer Aktionärserschaft nicht erbracht. Im Übrigen hat das Bayerische Oberste Landesgericht die sofortigen Beschwerden zurückgewiesen. Zur Begründung verwies es insbesondere darauf, die Anträge der anderen Antragssteller seien zulässig, weil die einschränkenden Voraussetzungen des seit dem 1.9.2003 geltenden Spruchverfahrensgesetzes nicht zu beachten seien.

- c. Das Gericht hat Beweis erhoben gemäß Beweisbeschluss vom 17.8.2006 (Bl. 450/457 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen [redacted] sowie gemäß Beschluss vom 29.7.2010 (Bl. 898/907 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Ergänzungsgutachtens. Mit Beschluss vom 26.5.2010 (Bl. 1157/1158 d.A.) hat das Gericht den Gutachtensauftrag auf die Sachverständigen [redacted] und P [redacted] erweitert. Im Termin vom 22.12.2011 hat das Gericht die Sachverständigen zur Erläuterung ihrer Gutachten mündlich angehört, nachdem ein im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 26.5.2011 von den Antragsgegnerinnen gestellter Antrag auf Ablehnung der Sachverständigen [redacted] und [redacted] mit Beschluss vom 26.05.2011 (Anlage zu Bl. 1158/1166 d.A.) zurückgewiesen worden ist und auch die hiergegen eingelegte Beschwerde vom Oberlandesgericht München mit Beschluss vom 11.8.2011 (Bl. 1212/1220 d.A.) erfolglos geblieben ist. Hinsichtlich des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Gutachten des Sachverständigen [redacted] vom 5.2.2010 (Bl. 553/778 d.A.), dessen schriftliches Ergänzungsgutachtens vom 4.2.2011 (Bl. 964/1060 d.A.) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 22.12.2011 (Bl. 1265/1281 d.A.).
5. Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des jeweiligen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 22.7.2004 (Bl. 241/248 d.A.) vom 26.5.2011 (Bl. 1159/1166 d.A.) und vom 22.12.2011 (Bl. 1265/1281 d.A.)

**B.****I.**

Die Anträge der Antragssteller zu 1) bis 10) sowie 12) bis 34) sind aus den im Beschluss des Bayerischen Obersten Landesgerichts genannten Gründen, an die das erkennende Gericht nach allgemeinen Grundsätzen des Rechtsmittelrechts gebunden ist, zulässig und in Richtung auf die Antragsgegnerin zu 2) begründet, weil die angebotene Barabfindung von € 21,-- je Stückaktie nicht angemessen ist. Die gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG geschuldete Barabfindung war angesichts des Unternehmenswertes der Antragsgegnerin zu 1) auf € 25,52 je Aktie festzusetzen.

1. Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis; zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München ZIP 2007, 375, 376; WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Stuttgart AG 2012, 135, 136; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.12.2011, Az. 5HK O 2417/03; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl. Rdn. 38 zu § 305 AktG).

Bei der Ermittlung der Barabfindung waren die zum Bewertungsstichtag anerkannten Grundsätze und Standards der Unternehmensbewertung zugrunde zu legen. Die Bewertungsstandards IDW S 1 2005 oder 2008 konnten dabei nicht angewandt werden, Vielmehr sind die zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Grundsätze anzuwenden.



Zwar wird in Rechtsprechung und Literatur zum Teil die Auffassung vertreten, das Gericht müsse in der Regel den im Zeitpunkt der gerichtlichen Entscheidung gültigen Standard zugrunde legen, wenn es sich an den in den Standards des IDW zusammengefassten Empfehlungen orientiere; dies resultiere aus der Erwägung, dass das Gericht bei der Schätzung des Unternehmenswertes diejenige Methode anwenden müsse, die das Bewertungsziel der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts am besten erreiche (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 205, 208; Riegger in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 40; Wasmann/Gayk BB 2005, 955, 957). Dieser Auffassung vermag die Kammer indes nicht zu folgen. Vielmehr ist der am Bewertungsstichtag gültige Standard zugrunde zu legen (vgl. BayObLG AG 2006, 41, 43 = NZG 2006, 156, 157; OLG Frankfurt AG 2010, 798, 800 = Der Konzern 2011, 179, 183 ff.). Hierfür sind folgende Überlegungen maßgeblich. Zum einen ist die Wertung aus Art. 170 EGBGB zu beachten. Es entspricht nämlich einem allgemeinen Rechtsgrundsatz, dass ein Schuldverhältnis nach seinen Voraussetzungen, seinem Inhalt und seinen Wirkungen dem Recht unterstellt wird, das zum Zeitpunkt seiner Entstehung gilt. Auch wenn die jeweiligen Bewertungsgrundsätze des Instituts der Wirtschaftsprüfer keine Rechtsnormen sind und daher die Grundsätze des intertemporalen Rechts unmittelbar keine Anwendung finden können, muss nach der Zielsetzung des Spruchverfahrens der in dieser Vorschrift enthaltene Grundgedanke zum Tragen kommen und daher eine Änderung des Standards unbeachtlich bleiben. Zum anderen gilt es, Einzelfallgerechtigkeit dadurch zu schaffen, dass für die betroffenen Aktionäre die zutreffende Höhe der Entschädigung festgesetzt wird. Dabei gilt es aber zusätzlich, durch die Korrektur im Einzelfall Anreize für Unternehmen zu setzen, keine hinter dem zutreffenden Wert zurück bleibenden Zahlungen zu leisten. Gerade auch wegen dieser Steuerungsfunktion ist es kontraproduktiv, im Nachhinein einen Standard anzuwenden, der bei der Ermittlung des Unternehmenswertes noch gar nicht bekannt war. Nur bei der Vorhersehbarkeit gerichtlicher Entscheidungen für die betroffenen Unternehmen besteht regelmäßig die Chance, dass sie sich an das gesetzlich vorgegebene Gebot der Zahlung einer angemessenen Barabfindung halten. Eine derartige Vorhersehbarkeit, die zudem Ausfluss rechtsstaatlicher Grund-



sätze ist, fehlt, wenn in einem Spruchverfahren Bewertungsstandards zur Anwendung gelangen, die zum Bewertungsstichtag noch keine Gültigkeit beanspruchten. Vor allem folgt der Vorrang der zum Bewertungsstichtag gültigen Grundsätze der Unternehmensbewertung aus der Überlegung, dass sich die Abfindung – wie oben ausgeführt – nach dem Grenzpreis zu richten hat, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann. Dieser letztlich als Verkehrswert des Anteils zu verstehende Grenzpreis kann sich indes nur auf der Grundlage der damals zugänglichen Erkenntnisse bilden. Grundlage der Grenzpreisbestimmung muss damit der jeweils gültige Standard sein und nicht ein zum damaligen Zeitpunkt noch unbekannter zukünftiger Standard.

2. Der Unternehmenswert der HVB Real Estate Bank AG wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; 2012, 221, 222; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189).



Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. OLG München BB 2007, 2395, 2397; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.).

- a. Unter Berücksichtigung dieses Prüfungsmaßstabes musste eine Korrektur des Zinsergebnisses erfolgen. Das Zinsergebnis setzt sich zusammen aus dem Zinskonditionenbeitrag, dem Eigenmittelbeitrag sowie dem Strukturbeitrag. Die hier erforderlich werdenden Korrekturen führten dazu, dass dieser Wert für das Zinsergebnis im Jahr 2003 mit € 286,4 Mio., im Jahr 2004 mit € 296,8 Mio., im Jahr 2005 mit € 282,9 Mio., im Jahr 2006 mit € 288,4 Mio., im Jahr 2007 mit € 303,8 Mio. sowie im Zeitraum der Ewigen Rente mit € 322 Mio. festzusetzen war.
 - (1) Eine Anpassung der Planung musste in Bezug auf den Zinskonditionenbeitrag erfolgen. Das Konzept des Zinskonditionenbeitrages beruht darauf, den Erfolg eines Kundengeschäfts an den Opportunitätskosten eines alternativen fristenkongruenten Geschäfts am Geld- und



Kapitalmarkt zu messen. Das sich aus der Gegenüberstellung eines Kundengeschäfts mit einem adäquaten Geld- und Kapitalmarktgeschäft ergebende Residuum stellt den Zinskonditionenbeitrag dar; dessen Höhe ergibt sich dabei aus der Volumenplanung und den zugrunde liegenden Konditionenmargen.

- (a) Bei den Konditionenmargen musste eine Reduktion der Margen von 39 Basispunkten für das bestehende Hypothekengeschäft im Jahr 2002 in den Jahren 2003 und 2004 um zwei Basispunkte auf 37 Basispunkte und ab 2005 um weitere 2 Basispunkte auf 35 Basispunkte vorgenommen werden.

Die Planung des Zinsüberschusses auf der Basis einer Fortschreibung einer Marge von 54 Basispunkten aus dem Jahr 2002 unter Annahme eines Abschlages von 2 Basispunkten ab 2003 und von 4 Basispunkten ab dem Jahr 2005 bedarf aus bewertungstechnischen Gründen einer Korrektur. Dabei musste vor allem berücksichtigt werden, dass sich bei den Realkreditinstituten in den Jahren 2000 bis 2002 – also den Jahren, auf die sich vorliegend auch die Vergangenheitsanalyse beziehen muss – die allgemeine Zinsspanne (Zinsüberschuss : durchschnittliches Bilanzvolumen) rückläufig entwickelte und dass dabei das Ergebnis der HVB Real Estate Bank AG mit 0,42 % im Jahr 2002 zwar noch leicht über dem Durchschnitt der Branche lag, der Rückgang bei der zu bewertenden Gesellschaft von 0,56 % im Jahr 2000 auf 0,42 % im Jahr 2002 indes deutlich überproportional ausfiel. Jedoch wird die Höhe der im Bewertungsmodell anzusetzenden Marge nicht allein durch Vergangenheits- und Vergleichswerte und deren künftige Fortentwicklung bestimmt; vielmehr wurde die Korrektur der Marge deshalb erforderlich, weil es anderenfalls keine Konsistenz im Bewertungsmodell gäbe.



Die Ansätze für die Zukunft mussten zunächst in Bezug auf dass in der Margenkalkulation eingesetzte Eigenkapital angepasst werden, weil sich mit einer laut Planung der HVB Real Estate Bank AG unterstellten Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals von 4,8 % lediglich ein Eigenkapitalbestand von rund 1,062 Mrd. € ergab. Dieser Wert deckt sich indes weder mit dem bilanziellen Eigenkapital noch mit dem Kernkapital zum 1.1.2002 oder zum 31.12.2002. Auszugehen ist vielmehr vom durchschnittlichen Bestand des Kernkapitals von € 1,239 Mrd., der mit dem risikofreien Zinssatz zu verzinsen ist, woraus sich ein Abzugsposten von rund € 62 Mio. ergibt. Weiterhin müssen die Refinanzierungskosten für die Beteiligung an der FGH Bank auf € 22 Mio. geändert werden. Daraus ergäbe sich zunächst eine adjustierte Zinskonditionenmarge von rund 50 Basispunkten.

Allerdings muss zur Umsetzung des Konzepts der Marktzinsmethode von diesem Wert ein Abzug für die Verzinsung des Kernkapitals erfolgen, damit die Addition des Eigenmittelbeitrages nicht zu einer Doppelzählung führt. In dem von der Gesellschaft beziehungsweise zugrunde gelegten Bewertungsmodell wurde nur eine Addition im Eigenmittelbeitrag und nicht auch die notwendige Subtraktion in der Marge vorgenommen. Der Durchschnittssaldo der sonstigen zinslosen Mittel betrug im Jahr 2002 € 660 Mio.. Dieser Wert ist mit dem risikolosen Zinssatz zu multiplizieren, woraus sich ein Eigenmittelbeitrag der sonstigen zinslosen Mittel von € 33 Mio. errechnet. Dieser wird nun zusätzlich vom Zinsüberschuss abgezogen.

Der Zinsüberschuss ist weiterhin um Erträge und Aufwendungen zu korrigieren, die im Zusammenhang mit der Veräußerungshypothese bezüglich des Weiteren nicht betriebsnotwendigen Vermögens außer der Beteiligung an der FGH Bank anfallen.



Diese Veräußerungshypothese ist auch bei der Berechnung des Eigenmittelbeitrages der sonstigen zinslosen Mittel zu berücksichtigen. Da im Rahmen der Unternehmensbewertung von einer fiktiven Veräußerung der nicht betriebsnotwendigen Mittel entsprechend den weiter unten folgenden Ausführungen unter B I. 2. d (1) auszugehen ist, müssen die Immobilien und sonstigen Beteiligungen als zinslose Aktiva entfallen. Daraus resultiert dann die Marge von 39 Basispunkten. Diese wird dann entsprechend der Annahme der HVB Real Estate Bank AG und entsprechend den Ausführungen im Gutachten von für die Jahre 2003 und 2004 um 2 Basispunkte und ab 2005 um 4 Basispunkte reduziert.

Somit zeigt sich aber, dass die Anpassung gerade nicht auf der Annahme fehlender Plausibilität der Planansätze vorgenommen wurde, sondern vielmehr die Ursache darin hatte, dass eine bei der ursprünglichen Unternehmensbewertung auftretende Inkonsistenz der Parameter und der Modelberechnungen zu korrigieren war. Die unterstellte Eigenkapitalverzinsung entsprach gerade nicht der im Bewertungsmodell angenommenen Verzinsung mit dem risikolosen Basiszinssatz. Ebenso war das berücksichtigte Eigenkapital nicht mit dem zur Unternehmensbewertung herangezogenen Kernkapital konsistent. Auch mussten Doppelzahlungen eliminiert werden, da bei der Bestimmung der Marge im Annahmeprotokoll der HVB Real Estate Bank AG der Eigenmittelbeitrag nicht separat berücksichtigt wurde. Zudem mussten mit Blick auf die Veräußerungshypothese die aus dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen erwarteten Erträge und Aufwendungen eliminiert werden, was – ausgenommen die Beteiligung an der FGH Bank – nicht erfolgt war. Daher wird vom Gericht nicht die Planung der Gesellschaft durch eine neue eigenständige Planung ersetzt, sondern vielmehr eine Korrektur vorgenom-



men, die dazu führt, dass nunmehr eine konsistente Bewertung erfolgt.

- (b) Die Konditionenmarge für das Neugeschäft und Prolongationen konnte dagegen mit 125 Basispunkten für das Neugeschäft und 130 Basispunkten für Prolongationen nach den Erkenntnissen der gerichtlich bestellten Sachverständigen beibehalten werden. In diesem Bereich basieren die Margen neben den Vorgaben des Vorstandes vor allem auch auf der Berücksichtigung von Risikoaufschlägen für ein unterstelltes Emittenten-Rating von BBB, von dem die Hypo Real Estate Bank AG auf Stand alone-Basis ausging. Diese Risikoaufschläge reflektieren die bonitätsabhängigen Refinanzierungskosten einer Bank und errechnen sich aus der Differenz zwischen dem Eigenemissionsrenditen und den risikofreien Zinssätzen. Dabei konnte die Gesellschaft den Altbestand noch mit einem Emittenten-Rating von AA- bis A für langfristige ungesicherte Verbindlichkeiten (Standard & Poors) sowie einem Rating von Aaa bis Aa1 (Moody's) für Pfandbriefe refinanzieren. Demgegenüber ging die Gesellschaft für die Detailplanungsphase mit einem Standard & Poors-Rating von BBB aus; zudem kam es zum 1.4.2003 zu einer deutlichen Herabsetzung auch des Ratings für die Pfandbriefe. Demzufolge plante das Kreditinstitut für die Prolongation und das Neugeschäft mit Refinanzierungsaufschlägen von 110 Basispunkten für ungesicherte Finanzierungen, 25 Basispunkten für Hypothekendarlehen und von 10 Basispunkten für öffentliche Pfandbriefe. Da der Vorstand eine Bruttomarge von 175 Basispunkten für die Prolongationen abzüglich der gewichteten Refinanzierungskosten von 42 Basispunkten forderte, konnten die Sachverständigen eine Marge von 130 Basispunkten für Prolongationen als plausibel bezeichnen.



Dasselbe gilt für die angenommene Marge von 125 Basispunkten beim Neugeschäft. Der Umstand, dass diese Marge deutlich höher liegt als bei den drei Vorgängerinstituten, steht der Plausibilität dieser Planannahmen nicht entgegen. Ausschlaggebend hierfür ist nämlich die seit 2002 ausgegebene Leitlinie „Ertrag vor Volumen“ für die Geschäftspolitik, was zu einem deutlichen Rückgang des Neugeschäftsvolumens und der Prolongationsquoten bei gleichzeitiger Steigerung der Margen führte. Auch wenn angesichts der geforderten Bruttomarge von 175 Basispunkten mit der Verlängerung von Kunden, die über eine schlechte Bonität verfügen, gerechnet wurde, muss die Planung als plausibel bezeichnet werden. Die damit verbundene hohe Ausfallwahrscheinlichkeit für das Hypothekenportfolio wurde nämlich ausreichend in den Risikokosten berücksichtigt. Zudem wurde die in der Vergangenheit deutlich über 70 % liegende Prolongationsquote schrittweise auf 70 % gesenkt. Angesichts des geringen Volumens des Neugeschäfts, für das erst ab dem Jahr 2006 mit nennenswerten Abschlüssen gerechnet wird, muss die geplante Marge von 125 Basispunkten als plausibel und nachvollziehbar eingestuft werden.

- (c) Zu korrigieren waren dagegen auch die Kosten für die Neuaufnahme von Ergänzungskapital, bei dem unterstellt wurde, dass das zum Bilanzstichtag 31.12.2002 vorhandene Ergänzungskapital in Höhe von € 871 Mio. über 10 Jahre linear ausläuft und zu ersetzen ist, wenn die Quote des Ergänzungskapitals zu den risikogewichteten Aktiva unter 3,3 % sinkt. Dabei beruht die vorzunehmende Korrektur darauf, dass im Folgejahr nicht das Ist-Ergänzungskapital nach Auslauf als Ausgangsgröße für das Jahr 2005 heranzog, sondern dass Soll-Ergänzungskapital von € 790 Mio.. Demgegenüber war aber das Ist- Ergänzungskapital vor Auslauf anzusetzen, was zur Folge hat, dass nur mehr € 28



Mio. neu aufgenommen werden müssen. Die Mehraufnahme nach der Berechnung von führt zu erhöhten Kosten von € 0,9 Mio., weshalb für die Jahre 2005 bis 2007 die von ausgewiesenen Kosten für das Ergänzungskapital um diesen Betrag von € 0,9 Mio. zu kürzen sind.

- (d) Im Kommunalkreditgeschäft konnte eine Marge von 0 Basispunkten angesetzt werden. Der gerichtliche bestellte Sachverständige hat in seinem Gutachten darauf verwiesen, dass sich diese Marge vor allem rechtfertigen lässt, wenn mögliche „Cross-Selling-Geschäfte“ oder eine risikolose Bilanzverlängerung mit im Kalkül berücksichtigt werde. Zudem kann davon ausgegangen werden, dass mit dem Kommunalkreditgeschäft in nicht unerheblichem Umfang Fristentransformation betrieben wird, wobei die sich daraus ergebenden Erträge im Fristentransformationsergebnis Berücksichtigung fanden.
- (2) Im Vergleich zur Planung der Antragsgegnerin zu 1) musste der Eigenmittelbeitrag insbesondere auch in Bezug auf die Planannahmen in der Detailplanungsphase zum Teil korrigiert werden.

Maßgebend für den Eigenmittelbeitrag ist der Bestand an unverzinslichen Aktiva und Passiva, wozu vorliegend nach den Erkenntnissen der Sachverständigen und entsprechend auch nach der von der durchgeführten Planung auf der Passivseite das Eigenkapital, die Pensionsrückstellungen sowie die unverzinslichen sonstigen Verbindlichkeiten gehören. Daneben existieren aber auch Aktivposten, die Refinanzierungskosten verursachen, aber keine Erträge erzielen – mithin vor allem Sachanlagen, aktive Rechnungsabgrenzungsposten, Barreserven sowie gegebenenfalls Beteiligungen und Anteile an verbundenen Unternehmen. Der per Saldo der Aktiva und Passiva ermittelte Bestand an diesen sonstigen zinslosen Mitteln wird mit dem



langfristigen risikolosen Kapitalmarktzins verzinst, woraus sich dann der Eigenmittelbeitrag der sonstigen zinslosen Mittel ergibt. Neben der Verzinsung des Saldos der sonstigen unverzinslichen Mittel muss zum Eigenmittelbeitrag die Verzinsung des Kernkapitals hinzugerechnet werden, nachdem dieses aufgrund der gesetzlichen Vorgaben in § 10 Abs. 2 KWG zu den Eigenmitteln bzw. dem haftenden Kapital einer Bank gehört. Es setzt sich zusammen aus dem eingezahlten Grundkapital, den Kapital- und Gewinnrücklagen, den Sonderposten für allgemeine Bankrisiken nach § 340 g HGB, den Vermögenseinlagen stiller Gesellschafter sowie dem einbehaltenen Bilanzgewinn.

- (a) Bei der Berechnung muss das Kernkapital im Zeitablauf um Abgänge und Zuführungen angepasst werden, die sich im Wesentlichen aus Thesaurierungen von Jahresüberschüssen und -fehlbeträgen ergeben. Ziel der Thesaurierung muss es dabei sein, die von der HVB Real Estate Bank AG vorgegebene Ziel-Kernkapitalquote von 6,1 % zu erreichen. Alle über diese Quote hinausgehenden Gewinne und gegebenenfalls Rücklagen können dann an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Die Kernkapitalquote wird dabei aus dem Verhältnis von Kernkapital zu den risikogewichteten Aktiva ermittelt.

Die erstrebte Kernkapitalquote von 6,1 % kann als unternehmerische Entscheidung der Organe der Gesellschaft im Ausgangspunkt nicht beanstandet werden. Dieser Planansatz muss nach den überzeugenden Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen in seinem Ausgangspunkt als plausibel bezeichnet werden. Grundlage dieses Ziels sind die Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel I) bzw. die Empfehlungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Zudem wiesen die Wettbewerber der HVB Real Estate Bank AG Kernkapitalquoten zum 31.12.2002 von 6 % aus, während die Kernkapital-



quote dieser Gesellschaft zu diesem Stichtag 4,2 % gemäß BIZ und 5,2 % nach KWG auswies. Diese somit vergleichsweise niedrige Kapitalisierung trug auch zu einer Herabstufung des Ratings bei den großen Rating-Agenturen bei, wodurch sich wiederum die Refinanzierung verteuert. Angesichts dessen ist das erstrebte Ziel einer Kernkapitalquote von 6,1 % entsprechend den Berechnungen der BIZ plausibel, zumal sich dies dann positiv auf das Rating auswirkt, weil eine höhere Kernkapitalquote niedrigere Refinanzierungskosten nach sich zieht.

- (b) Nicht restlos plausibel und daher zu korrigieren sind aber die Annahmen zur Risikogewichtung und zu den verwendeten Volumina. Die Gewichtung des Neugeschäfts mit 100 % lässt sich nicht mehr als plausibel bezeichnen und bedarf einer Korrektur dahingehend, dass dieses wie das Altgeschäft mit 74 % gewichtet wird. Die Gewichtung von 100 % würde nämlich bedeuten, dass zukünftig im Neugeschäft nur mehr mit gewerblichen Immobilienfinanzierungen oder unbesicherten Finanzierungen, die mit 100 % zu gewichten sind, geplant werden würde. In der Vergangenheit indes setzte sich das Hypothekengeschäft stets aus Gewerbe- und Wohnungsbaufinanzierungen zusammen, wie die Daten der Jahre 2000 bis 2002 zeigen, als der Anteil der Wohnungsbaufinanzierungen am Hypothekengeschäft 56 %, 44 % bzw. 33 % ausmachte. Zudem wurde in den Konsultationsgremien zu Basel II schon deutlich, dass die Gewichtung für die durch Immobilien besicherten Kredite mit dessen Inkrafttreten sinken würde. Dann aber konnte auch für das Neugeschäft eine Gewichtung von 74 % angenommen werden.

Demgegenüber musste bei den mit 100 % gewichteten internationalen Hypothekenkrediten eine Änderung nicht vorgenommen werden, weil dieser Ansatz plausibel und nachvollziehbar ist.



Das bestehende Auslandsgeschäft sollte nach den Planungen der HVB Real Estate Bank AG linear über 10 Jahre auslaufen. Da geplant war, kein grenzüberschreitendes Neugeschäft zu tätigen, wie die Sachverständigen dem Annahmenbuch der HVB Real Estate Bank AG entnehmen konnten, wird sich die Gewichtung auch nicht verändern.

In Teilbereichen muss zudem auch das Volumen der Aktivpositionen korrigiert werden. Die risikogewichteten Aktiva mussten für „sonstige Forderungen“ und „sonstige Aktiva“ neu bestimmt werden, wobei dies sowohl für die Detailplanungsphase als auch für die Ewige Rente gilt. In der Detailplanungsphase waren die risikogewichteten Aktiva mit € 400 Mio. bei den sonstigen Forderungen und mit € 404,2 Mio. bei den sonstigen Aktiva anzusetzen.

Bei den sonstigen Forderungen konnte nicht der dem Übertragungsbereich zugrunde gelegte Ansatz der herangezogen werden, der einen Betrag von € 860 Mio. ansetzte, weil dieser Ausgangspunkt nicht sachgerecht ist. Er beruht auf einem Bestand von Bankguthaben bei anderen Kreditinstituten zum 31.12.2002 in Höhe von € 4,3 Mrd., woraus bei einer Risikogewichtung von 20 % dann der Wert von € 860 Mio. errechnet wurde. Allerdings zeigt der Vergleich mit der Vergangenheit, dass dieses Guthaben zum Stichtag 31.12.2002 außergewöhnlich hoch war und deshalb auch nicht als repräsentativ für die Entwicklung der HVB Real Estate Bank AG angesehen werden kann. Zu den Bilanzstichtagen 2000 und 2001 beliefen sich die Vergleichswerte auf € 668 Mio. bzw. € 467 Mio.. Da das Guthaben zum 31.12.2002 überwiegend aus Festgeldern mit einer Restlaufzeit von weniger als drei Monaten bestand, konnte es zur Tilgung kurzfristiger Verbindlichkeiten herangezogen werden.



Dies hätte dann allerdings wiederum zur Folge, dass es nicht mehr eigenkapitalbindend wäre. Angesichts dessen gingen die Sachverständigen von einem durchschnittlichen künftigen Bankguthaben von rund € 2 Mrd. aus, was für die „sonstigen Forderungen“ zu risikogewichteten Aktiva von € 400 Mio. führte.

Bei den sonstigen Aktiva sind Beteiligungen, Sachanlagen, sonstige Vermögensgegenstände, nicht festverzinsliche Wertpapiere, Derivate, Kreditzusagen und nicht zuzuordnende Rechnungsabgrenzungsposten zu berücksichtigen, die zum Bilanzstichtag 31.12.2002 rund € 1,1 Mrd. betragen. Die Beteiligungen wurden im Gutachten für den Übertragungsbericht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen herausgerechnet, weil dieses der Veräußerungsfiktion zum Stichtag der Hauptversammlung unterliegt und damit in der Zukunft nicht mehr in die Ertragsplanung einfließen darf. Zusätzlich müssen aber auch die der Veräußerungsfiktion unterliegenden Immobilien sowie die Rettungserwerbe aus den „sonstigen Aktiva“ herausgerechnet werden; auch diese sind nicht mehr eigenkapitalbindend. Daher war der Wertansatz der Sachanlagen und sonstigen Vermögensgegenstände um € 116,7 Mio. bzw. € 9,3 Mio. zu reduzieren. In der Detailplanungsphase muss weiterhin davon ausgegangen werden, dass das Volumen an nicht festverzinslichen Wertpapieren, nicht zuzuordnenden Rechnungsabgrenzungsposten sowie der Umfang der zu berücksichtigenden Derivate nahezu konstant bleiben wird. Bei den unwiderruflichen Erfüllungsgarantien und Kreditzusagen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr muss in Phase I berücksichtigt werden, dass mit einem Rückgang der Prolongationsquote und einem nur geringen Neugeschäft geplant wurde, weshalb auch das Volumen an Kreditzusagen sinken wird. Angesichts dessen ist in der Detailplanungsphase von einem durchschnittlichen Volumen von € 350 Mio. auszugehen.



Nachdem in der Ewigen Rente das Neugeschäft zunehmen wird und damit einhergehend auch Kreditzusagen ansteigen werden, ist in diesem Zeitraum von einem Durchschnittsvolumen von € 750 Mio. auszugehen. Demzufolge ergibt sich bei den „sonstigen Aktiva“ an risikogewichteten Aktiva ein Betrag von rund € 404 Mio. in Phase I und von rund € 556 Mio. in der Ewigen Rente.

Dabei konnte in der Ewigen Rente aufgrund positiver Wirkungen der geplanten Einführung von Basel II von einem Absinken der risikogewichteten Aktiva und damit verbunden von einer Erhöhung der Kernkapitalquote ausgegangen werden. Wesentlicher Treiber ist dabei die Gewichtungsquote für den gewerblichen Immobilienbau. Anders als noch nach Basel I wird nunmehr die dingliche Sicherung anerkannt, weshalb im Standardansatz eine Gewichtung von 50 % unterstellt und im IRB-Ansatz die bewertete Verlustquote bei Ausfall (Loss Given Default-Quote) gemäß dem Sicherungswert angepasst wird. Angesichts des beabsichtigten Abbaus des zum 31.12.2010 bestehenden Sanierungsportfolios von € 2,5 Mrd. auf € 400 Mio. zum 31.12.2007 ist die Annahme einer langfristigen Verbesserung der Qualität des Kreditengagements nachvollziehbar. Demgemäß konnte für den Terminal Value aufgrund des Inkrafttretens von Basel II die Kernkapitalquote und die Ergänzungskapitalquote von einer geringfügigen Steigerung der Kernkapitalquote und der Ergänzungskapitalquote ausgegangen werden. Dies hat positive Auswirkungen auf das Rating bzw. die Refinanzierungskonditionen in Phase II und damit auch auf die Margen.

Diese Auswirkungen konnten unter Beachtung der Grundsätze der Wurzeltheorie bereits in die Überlegungen zur Ewigen Rente einfließen. Dabei dürfen nur solche positiven und negativen Entwicklungen berücksichtigt werden, die zum Stichtag zumindest in



ihrem Kern, also in der Wurzel, angelegt und damit am Stichtag bereits vorhersehbar waren (vgl. BGH NJW 1973, 509, 511; OLG Düsseldorf AG 2003, 329, 332; OLG Stuttgart 2004, 712, 715 = AG 2004, 43, 44; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Rdn. 90 zu § 304; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Rdn. 10 zu § 304). Von einer solchen Vorhersehbarkeit muss bei Basel II für die Ewige Rente ausgegangen werden, obwohl die Regelungen erst Ende 2006 und damit nach dem Bewertungsstichtag in Kraft getreten sind. Es muss nämlich ganz wesentlich darauf abgestellt werden, dass entsprechend den Erkenntnissen aus dem Bericht des Vorstandes der zur beabsichtigten Abspaltung des gewerblichen Immobilienfinanzierungsgeschäfts auf die neu zu gründende

vom 26.3.2003 bereits die Diskussion und die Umsetzung der neuen Eigenkapitalanforderungen der Bank für Internationalen Zahlungsverkehr (Basel II) in der Kreditwirtschaft zu einer verstärkten Risikosensibilisierung geführt haben und diese Maßnahmen dazu führen, dass die Gesellschaft die sich daraus ergebenden Chancen nutzen wird, um ein ertragreiches Geschäft zu generieren. Wenn bereits rund zwei Monate vor dem maßgeblichen Stichtag entsprechende Ausführungen in den Spaltungsbericht der aufgenommen werden, ist daraus der Schluss zu ziehen, dass die zentralen Inhalte von Basel II zum Stichtag bereits in der Wurzel angelegt waren. Damit aber werden die Auswirkungen von Basel II als maßgebliche Grundlage für die zukünftige Entwicklung angesehen und können bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.

In diesem Zusammenhang ist zudem zu berücksichtigen, dass die Sachverständigen in ihrem Ergänzungsgutachten erläuterten,



dass der sich aus der Berücksichtigung dieser Entwicklung ergebende positive Effekt zu keinem höheren Abfindungsangebot führen wird.

Das Ergebnis der risikogewichteten Aktiva bei den „sonstigen Forderungen und den „sonstigen Aktiva“ zeigt sich zusammengefasst in folgender Aufstellung:

(in Mio. Euro)	Risiko gewichtung (in BDO)	Nominalbetrag vor Gewichtung				
		2001	2002	Norm BDO	Norm neu	Norm neu TV
Forderungen gegenüber Kreditinstituten (Bankguthaben)	20 %	466,4	4.298,9	4.298,9	2.000,0	2.000,0
RWA sonstige Forderungen		93,3	859,8	860	400,0	400,0
Beteiligungen	100 %	484,6	499,6	0	0	0
Sachanlagen	100 %	144,6	169,2	169,2	52,5	52,5
sonstigen Vermögensgegenstände	100 %	37,9	35,1	35,1	25,8	25,8
Aktien/nicht festverzinsliche WP	7 %	101,3	102,6	102,6	102,6	102,6
Rechnungsabgrenzungsposten	50 %	11,6	15,0	15,0	15,0	15,0
Erfüllungsgarantien/Zusagen*	38 %*	980,6	584,6	584,6	350,0	750,0
Derivate (KI)	20 %	412,7	811,1	811,1	811,1	811,1
Derivate (sonstige)	100 %	0	16,5	16,5	16,5	16,5
RWA sonstige Aktiva		1.116,6	1.118,7	619,1	404,2	555,8

* gewichtete Quote, da in Abhängigkeit vom Kunden das Volumen mit 10 %, 25 % oder 50 % zu gewichten ist. Im Jahr 2002 betrug die gewichtete Quote 38 %.

- (c) Im Rahmen der sonstigen zinslosen Mittel musste bei dem Bestand an Einzelwertberichtigungen eine Anpassung der Planung vorgenommen werden. Zum 31.12.2002 betrug der Bestand an Einzelwertberichtigungen € 760 Mio., wobei sich dieser Betrag aus Wertberichtigungen auf Kapital in Höhe von € 684 Mio. und auf Zinsen/Damnum in Höhe von € 76 Mio. zusammensetzte. Zu Abschreibungen bzw. zur Bildung von Einzelwertberichtigungen kommt es regelmäßig dann, wenn Forderungen einschließlich der Zinsen uneinbringlich oder zweifelhaft geworden sind. Uneinbringliche Forderungen werden direkt abgeschrieben, während bei zweifelhaften Forderungen buchhalterisch eine passivi-



sche Wertberichtigung gebildet wird; dabei wird der wahrscheinliche Ausfallbetrag als Aufwand erfasst und die gebildeten Einzelwertberichtigungen im Rahmen des Jahresabschlusses in der Bilanz mit der tatsächlichen Forderung saldiert. Erst beim tatsächlichen Ausfall werden die Forderungen ausgebucht und die Wertberichtigungen aufgelöst. Angesichts des möglichen zeitlichen Auseinanderfallens zwischen Bildung und Auflösung ist aus dem durchschnittlichen Bestand die Generierung eines Eigenmittelbeitrags möglich.

Die dem Übertragungsbericht zugrunde gelegte Annahme, der Bestand an Einzelwertberichtigungen sinke innerhalb der Detailplanungsphase linear um € 152 Mio. p.a. auf Null, wobei dies ertragsneutral erfolgen solle, bedarf der Korrektur. Diese ertragsneutrale Auflösung erfolgt nämlich nicht konsistent zu den Annahmen der Planung in diesem Bereich. Die Auflösung der Einzelwertberichtigung muss als erfolgswirksam in die Planung einfließen. Den Erträgen aus der Auflösung von Einzelwertberichtigungen stehen keine Forderungsausfälle gegenüber, weil diese bereits vollständig als Direktabschreibungen in der Plan-Gewinn- und-Verlust-Rechnung berücksichtigt wurden. Eine erfolgsneutrale Verringerung des Bestandes an Einzelwertberichtigungen wäre nur dann sachgerecht und zutreffend gewesen, wenn die Höhe der Aufwendungen für die Risikovorsorge und die Forderungsausfälle divergieren; dann hätten höhere Forderungsausfälle bzw. niedrigere Aufwendungen für Risikovorsorge angesetzt werden müssen. Eine Einzelwertberichtigung nimmt die Erfolgswirkung späterer tatsächlicher Forderungsausfälle in ihrer Ertragswirkung vorweg. Bei einem späteren Ausfall stehen die Forderungsausfälle in ihrer tatsächlichen Höhe als Aufwand den Erträgen aus der Auflösung der Einzelwertberichtigung in der Erfolgsrechnung gegenüber. Entspricht die Höhe des Forderungs-



ausfalls der für diesen Fall gebildeten Einzelwertberichtigung, ist der spätere Ausfall erfolgsneutral. Ein den Ausfall übersteigender Auflösungsbetrag wirkt gewinnerhöhend, während eine zu gering gebildete Wertberichtigung den Gewinn reduziert.

Da die Auflösung der Einzelwertberichtigungsbestände ertragswirksam erfolgt, muss für die Planung der zukünftigen Erfolge der HVB Real Estate Bank AG festgelegt werden, wie sich der Bestand an Einzelwertberichtigungen entwickelt. Nachdem der Ansatz der Gesellschaft und des Übertragungsberichtes nicht zugrunde gelegt werden kann, muss dies im Rahmen dieses Spruchverfahrens erfolgen. Dabei wurde der Bestand der Einzelwertberichtigungen konstant geplant, wobei zum 31.12. eines jeden Jahres der Detailplanungsphase ein Betrag von € 760 Mio. angesetzt wurde. Dies resultiert aus der Erwägung, dass in jeder Periode die Aufwendungen für die Risikovorsorge den Forderungsausfällen entsprechen.

Die Sachverständigen arbeiteten insbesondere auch in ihrem Ergänzungsgutachten heraus, dass und warum der Ansatz eines linearen Rückgangs der Einzelwertberichtigung entsprechend den Angaben im Übertragungsbericht nicht plausibilisiert werden konnte. Diesen Überlegungen kann nicht entgegengehalten werden, laut Planung der HVB Real Estate Bank AG solle der Bestand an Einzelwertberichtigungen bis zum Ende der Detailplanungsphase auf Null abgebaut werden und es handele sich bei den geplanten Forderungsausfällen um diejenigen, die nach Berücksichtigung des Verbrauchs an Einzelwertberichtigungen noch verblieben. Der gerichtlich bestellte Sachverständige

führte hierzu nämlich aus, dass es weder im Annahmenbuch der Gesellschaft noch in den sonstigen ihm zur Verfügung gestellten Unterlagen sowohl der HVB Real Estate Bank AG als



auch der Anhaltspunkte für diese Hypothese gebe. In ihrem Ergänzungsgutachten erläuterten die Sachverständigen, dass sich aus den ihnen zur Verfügung gestellten Unterlagen eindeutig ergebe, dass es sich bei den von der Gesellschaft geplanten Forderungsausfällen um solche vor Verbrauch an Einzelwertberichtigungen handele. Ebenso zeigt der Gesamtzusammenhang eines Schreibens der HVB Real Estate Bank AG vom 26.3.2003, dass der unterstellte lineare Abbau der Einzelwertberichtigungen so nicht angenommen werden kann. Dieses Schreiben verdeutlicht nämlich, dass mit dem darin genannten Betrag von € 160 Mio. die gesamten Kreditausfälle des Jahres 2003 gemeint sind und nicht – wie von den Antragsgegnerinnen im Verfahren geltend gemacht – die Forderungsausfälle nach dem Verbrauch von Einzelwertberichtigungen.

Ebenso wenig kann dem entgegengehalten werden, aus der Summe der ergebniswirksamen Risikovorsorge von € 1,46 Mrd. und zusätzlich bilanziell berücksichtigter Ausfälle von € 760 Mio. müsse abgeleitet werden, dass die Planungsgrundlagen in diesem Bereich plausibel seien, wenn es dann tatsächlich zu einem Ausfall von rund € 2,5 Mrd. komme. Diese Überlegungen können namentlich deshalb nicht überzeugen, weil die Zahlen aus der Präsentation entsprechend der Anlage AG 41 Grundlage für eine Aufsichtsratspräsentation im November 2002 waren, während die für die Unternehmensbewertung maßgebliche Planung erst im März 2003 erfolgte. Dabei lag der Planung im Rahmen der Ermittlung des Ertragswertes bei den zinslosen Mitteln die Annahme zugrunde, dass diese linear auf 0 geplant würden. So wurde dies nach Auskunft von bei seiner Anhörung ihm auch dargestellt. Die Richtigkeit dieser Annahme, wie sie nunmehr der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt werden muss, ergibt sich zum einen aus der Stellungnahme von



vom 11.9.2008. Zum anderen ergibt sich aus den Arbeitspapieren, die den Sachverständigen von vorgelegt wurden, dass im Terminal Value ein Einzelbestand von über € 700 Mio. an Einzelwertberichtigungen erwartet werde. Dies entspricht letztlich den Erkenntnissen der gerichtlich bestellten Sachverständigen.

Die Einwendungen der Antragsgegnerinnen in dem Schriftsatz vom 25.5.2012 rechtfertigen keine andere Beurteilung, wobei dieser Schriftsatz mangels Anwendbarkeit von § 10 Abs. 2 SpruchG nicht als verspätet anzusehen ist und daher auch nicht unberücksichtigt bleiben kann. Die Sachverständigen haben sich gerade nicht ausschließlich auf die so bezeichnete Hilfsüberlegung aus der Tabelle 25 auf Seite 75 des Ergänzungsgutachtens gestützt, sondern eine Reihe anderer, davon unabhängiger Argumente herangezogen, warum die Berechnung des Eigenmittelbeitrages und dabei namentlich der Einzelwertberichtigungen aus den Bewertungsgutachten der Antragsgegnerin zu 2) nicht zugrunde gelegt werden kann. In ihren eigenen Berechnungen haben die gerichtlich bestellten Sachverständigen gerade auch stets auf die Planung der Gesellschaft abgestellt und sind dabei namentlich auf Seite 77 des Ausgangsgutachtens von den Erwägungen auf Seite 37 des Bewertungsgutachtens von ausgegangen. Allein der Umstand, dass eine Zusatzüberlegung nicht tragfähig sein soll, rechtfertigt es nicht, das Gutachten in Frage zu stellen. Der Vortrag des Kopierversehens erfolgte zudem erstmals rund zwei Jahre nach der Übermittlung des Ergänzungsgutachtens und vermag schon deshalb nicht restlos zu überzeugen, ohne dass dies aber entscheidungserheblich wäre. Daher ist auch unter Berücksichtigung des Amtsermittlungsgrundsatzes aus § 12 FGG die Einholung einer ergänzenden Stellungnahme der Sachverständigen nicht veranlasst.



Soweit sich die Antragsgegnerin auf von ihr vorgelegte Zahlen zu den tatsächlichen Forderungsausfällen beruft, vermag dies eine Änderung des Ergebnisses nicht zu rechtfertigen. Diese Zahlen machen nicht deutlich, inwieweit sie auch Ausfälle der und des Neugeschäfts der HVB Real Estate Bank AG enthalten. Kreditausfälle in Höhe von € 2,1 Mrd., auf die sich die Antragsgegnerinnen berufen, bezogen sich auf die Holding, nicht aber auf die Einzelgesellschaft. Da eine Konkretisierung seitens der Antragsgegnerin gegenüber den Sachverständigen auch nicht erfolgte, konnte eine Korrektur nicht erfolgen, weil die Antragsgegnerinnen insoweit den ihnen obliegenden Mitwirkungspflichten im Verfahren nicht nachgekommen sind. Zudem widerspricht ein vollständiger Ausfall der Einzelwertberichtigungen, der von der Berechnung der Antragsgegnerinnen im Schriftsatz vom 22.6.2010 auf Seite 16 oben dargestellt wurde, den Erfahrungen aus der Vergangenheit. Die tatsächliche Liste der vergangenen zehn Jahre zeigt nämlich nach den Ausführungen des Sachverständigen, dass nur ein Teil ausfällt, was auch den Feststellungen der für die Jahre 1988 bis 2002 über Umfang, Zuführung, Auflösung und Verbrauch entspricht.

Die Erkenntnisse der gerichtlich bestellten Sachverständigen können der Entscheidung der Kammer zugrunde gelegt werden. Dabei ist insbesondere zu beachten, dass sie die Plangrundlagen der HVB Real Estate Bank AG als zu bewertende Gesellschaft im Wesentlichen gar nicht in Frage stellten, sondern die nicht konsistente Berechnungsmethode der von der Antragsgegnerin zu 2) beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft korrigierten. Insoweit besteht auch kein Widerspruch zu den Grundsätzen der (eingeschränkten) Überprüfbarkeit von Planungsentscheidungen. Angesichts des Umstandes, dass die



zinslosen Mittel mit einem Satz verzinst wurden, der nahezu den Kapitalkosten entspricht, konnte bei der Berechnung des Unternehmenswerts von einem Szenario ausgegangen werden, wonach der Bestand der Einzelwertberichtigungen im Unternehmen verbleibt und konstant gehalten wird, wobei dies sowohl für die Detailplanungsphase als auch für die Ewige Rente gilt. Da den geplanten Forderungsausfällen phasengleich Aufwendungen für die Risikovorsorge gegenüberstehen, kommt es auch in der Ewigen Rente nicht zur Verringerung des Bestandes an Einzelwertberichtigungen von € 760 Mio..

- (d) Bei den sonstigen unverzinslichen Mitteln wie auch den Pauschalwertberichtigungen muss in gleicher Weise wie bei den Einzelwertberichtigungen vorgegangen werden. Dabei gilt auch hier, dass es zu einer Auflösung des Bestandes an Pauschalwertberichtigungen ohne Erfolgswirkung – wie von angenommen – nicht kommen kann, da dem Ertrag aus der Auflösung kein Aufwand durch Forderungsausfälle gegenübersteht. Alle Forderungsausfälle sind nach den Annahmen von bereits in den Aufwendungen für Risikovorsorge erfasst. Daher wären Erträge aus einer möglichen Auflösung der Pauschalwertberichtigung zusätzlich zu den Plan-Erfolgsrechnungen zu berücksichtigen; dies unterblieb jedoch bei der Ermittlung des Unternehmenswertes durch , weshalb entsprechend den Ausführungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen ein konstanter Bestand an Pauschalwertberichtigungen in der Detailplanungsphase und auch in der Ewigen Rente zugrunde gelegt werden muss. Dabei konnte der Bestand von Pauschalwertberichtigungen zum 31.12.2002 angesichts der Irrelevanz von Bestandsveränderungen zugrunde gelegt werden. Die von angenommene schrittweise Auflösung ohne Ertragswirkung widerspricht dem bisherigen Vorgehen der Gesellschaft bzw. den



Vergangenheitswerten. Die Unterstellung, der durchschnittliche Forderungsausfall der letzten zehn Jahre konvergiere in der Detailplanungsphase gegen Null, widerspricht der Planung der Gesellschaft bezüglich der erwarteten Forderungsausfälle, wie es auch auf Seite 37 des Gutachtens von vom 2.4.2003 ausgeführt ist. Aufgrund der steigenden Forderungsausfälle ist tendenziell eher mit einer steigenden Ausfallquote zu rechnen. Demgegenüber sinkt aber auch das risikobehaftete Kreditvolumen, da die Prolongationen wie auch das Neugeschäft nicht das auslaufende Altgeschäft kompensieren. Nivellieren sich beide Wirkungen, so kann der Bestand an Pauschalwertberichtigungen konstant beibehalten werden. Wird als Folge überproportionaler Forderungsausfälle in Phase I mit einem steigenden Bestand geplant, so ist der Aufwand für die Zuführung in den Planerfolgsrechnungen zusätzlich zu berücksichtigen und der Bestand an Pauschalwertberichtigungen zu erhöhen. Da aber andererseits angesichts der Verzinsung des Pauschalwertberichtigungsbestandes mit den Kapitalkosten Bestandsveränderungen für den Unternehmenswert irrelevant sind, konnte ein konstanter Bestand an Pauschalwertberichtigungen von € 37 Mio. der Planung zugrunde gelegt werden.

- (e) Bei der Bilanzposition „andere Rückstellungen“ muss die Berechnung der gerichtlich bestellten Sachverständigen zugrunde gelegt werden, wobei sich diese Position aus Rückstellungen im Kreditgeschäft, Personalbereich und diversen weiteren Positionen zusammensetzt. Auch in diesem Bereich muss eine Planung des Verbrauchs erfolgen. Dabei muss zwischen Positionen von wiederkehrendem und einmaligem Charakter unterschieden werden, um den Bestand an zinslosen Mitteln zu bestimmen, der zur Generierung des Eigenmittelbeitrages eingesetzt werden kann. Erfolgt die Bildung einer Rückstellung aufgrund eines ein-



maligen Ergebnisses, steht der Betrag bis zu seiner Auflösung zinslos zur Verfügung. Somit liegt der Aufwand für die Bildung der Rückstellung vor dem Bewertungsstichtag, und es kommt zu keinen weiteren Zuführungen. Mangels vorliegender Planungen zu möglichen Auflösungszeitpunkten muss davon ausgegangen werden, dass die gesamten einmaligen Rückstellungen über den Zeitraum der Detailplanungsphase linear aufgelöst werden.

Rückstellungen mit wiederkehrendem Charakter werden im Allgemeinen jedes Jahr zum Bilanzstichtag neu zugeführt und im Folgejahr unterjährig wieder aufgelöst. Demgemäß steht dem Ertrag aus der Auflösung ein Aufwand aus der Zahlungsverpflichtung gegenüber. Für die Berechnung des Eigenmittelbeitrages ist daher zu berücksichtigen, dass der zum Bilanzstichtag ausgewiesene Betrag generell nicht in vollem Umfang im Folgejahr als zinslose Mittel zur Verfügung stehen kann. Bei der Feststellung, wie lange die Rückstellungen unterjährig vorhanden sind und welcher durchschnittliche Jahresbestand sich daraus ergibt, ermittelten die Sachverständigen nach der Festlegung des unterjährigen Verbrauchs den durchschnittlichen Jahresbestand und berechneten den Bestand an zinslosen Mitteln für jedes Jahr neu, wobei folgendes Ergebnis der anderen Rückstellungen von der Kammer der Entscheidung zugrunde gelegt werden kann:

(in Mio. Euro)	2003	2004	2005	2006	2007
Kreditgeschäft	1,950	1,601	1,268	0,936	0,603
Personalbereich	16,681	14,572	12,464	10,356	8,248
Sonstiges	5,039	4,055	3,071	2,087	1,103
	23,667	20,238	16,810	13,382	9,954

- (f) Bezüglich des Saldos der Rechnungsabgrenzungsposten musste eine Anpassung der Entwicklung erfolgen. Mangelis konkreter Planannahmen der HVB Real Estate Bank AG, die für eine Auflösung des passivischen Überhangs sprechen, war auf Basis des Saldos zum Bilanzstichtag 2002 ein vom Geschäftsvolumen



abhängiger Saldo zu unterstellen, der auf dem geplanten Volumen an Hypotheken- und Kommunaldarlehen sowie an fremden Wertpapieren fußt. Dann aber ist die Planung der Gesellschaft die Grundlage für die Annahmen der Sachverständigen, so dass diese wiederum zugrunde gelegt werden können, ohne gegen die Grundsätze einer eingeschränkten Überprüfbarkeit von Planungsentscheidungen zu verstoßen. Folglich stellt sich diese Einzelposition wie folgt dar:

(in Mio. Euro)	Ist 2002	Plan 2003	Plan 2004	Plan 2005	Plan 2006	Plan 2007
EWB-Bestand	760	760	760	760	760	760
PWB-Bestand	37	37	37	37	37	37
Pensionsrückstellungen	69	70	72	74	76	78
Steuerrückstellungen	26	20	15	10	5	0
Saldo sonst. Verbl./sonst. VG	110	88	66	44	22	0
Andere Rückstellungen	27	24	20	17	13	10
Saldo PRAP/ARAP	21	20	18	15	13	12
Gesamte passivische Position	1.050	1.019	988	957	926	896
Barreserven	1	1	1	1	1	1
Sachanlagen	52	52	52	52	52	52
Gesamte aktivische Position	53	53	53	53	53	53
Saldo	996	966	935	904	873	843
Ø sonstige unverzinsliche Mittel		981	951	919	888	858
Ø Kernkapital		1.139	1.066	977	1.020	1.120
Summe		2.120	2.017	1.896	1.908	1.978
Verzinsung		5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Eigenmittelbeitrag (neu)		106,0	100,8	94,8	95,4	98,9

(g) Weitere Korrekturen an der Planung des Eigenmittelbeitrages müssen dagegen nicht vorgenommen werden.

(aa) Bei den Sachanlagen ist der Betrag von € 52,5 Mio. – mit- hin der Buchwert der Sachanlagen – sowohl in der Detail- planungsphase als auch in der Ewigen Rente zutreffend angesetzt worden. Die bilanziell ausgewiesene Position „Grundstücke und Gebäude“ mit einem Betrag von € 122,8



Mio. inklusive Rettungserwerben gehörten zum gesondert bewerteten Vermögen, weshalb es aufgrund der Veräußerungshypothese nicht zum Abzug der € 122,8 Mio. als aktiver zinsloser Posten kommen darf, weil diese als Bestandteil der Sachanlagen gedanklich in der Bilanz nicht mehr vorhanden sind.

(bb) Steuerrückstellungen wurden zutreffend angesetzt, wenn ihr Bestand im Zeitraum von 2003 bis 2007 durch einen konstanten Verbrauch in Höhe von $\frac{1}{5}$ von € 25,5 Mio. auf Null gesenkt wird. Für die Detailplanungsphase ist nicht mit der Zuführung zu den Steuerrückstellungen zu rechnen, weil in den Jahren 2003 bis 2005 jeweils ein Verlust erwartet wurde und in den nachfolgenden Jahren 2006 und 2007 demzufolge auch Verlustvorträge geltend gemacht werden können. Die bestehenden Steuerrückstellungen können in den Jahren 2003 bis 2007 aufgelöst oder verbraucht werden. Da davon auszugehen ist, dass die Rückstellungen in der Zukunft verbraucht und nicht unnötig gebildet wurden, steht dem Aufwand ein Ertrag in gleicher Höhe gegenüber. Da zusätzlich in der Detailplanungsphase aufgrund von Jahresfehlbeträgen und Verlustvorträgen mit keinen Zuführungen zu rechnen ist, mussten keine Korrekturen am Bewertungssystem vorgenommen werden, nachdem dieses hier konsequent angewandt wurde.

(cc) Bei den sonstigen Verbindlichkeiten, die sich in den Jahren 2000 bis 2003 als Basis der Vergangenheitsanalyse im Wesentlichen aus den Ausgleichsposten für Währungsbewertung und den fälligen Zinsen auf Genussrechtskapital zusammensetzten, konnte eine lineare Reduktion auf Null in der Detailplanungsphase unterstellt werden, weshalb



Änderungen der Planannahmen nicht veranlasst sind. Ebenso müssen keine Änderungen bei den sonstigen Vermögensgegenständen vorgenommen werden.

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat in seinem Gutachten dargelegt, dass der bereinigte Endsaldo im Vergleich zum Zwischensaldo sehr gering ist und keinen starken Schwankungen unterliegt. Der nach den Eliminierungen der Grundstücke aus den Rettungserwerben und des Ausgleichspostens für Währungsbewertung noch bestehende Saldo setzt sich im Wesentlichen aus antizipativen Positionen bzw. Positionen mit kurzfristigem Charakter zusammen. Da er aufgrund seiner Höhe und den darin enthaltenen Positionen an abzuführenden Steuern und Sozialabgaben oder fälligen Zinsen auf Genussrechtskapital sehr gering ist und nur einen geringen Eigenmittelbeitrag leistet, konnte er in der Detailplanungsphase vernachlässigt werden.

Bei den Ausgleichsposten für Währungsbewertung, also den nicht realisierten Gewinnen aus der Bewertung von Fremdwährungsaktiva und -passiva zum Devisenreferenzkurs am Bilanzstichtag gemäß § 340 h Abs. 1 HGB a. F. – stehen den Ausgleichsposten nicht realisierte Verluste aus Devisentermingeschäften und Währungsswaps gegenüber, die außerhalb der Bilanz geführt werden. Die Ausgleichsposten für Währungsdifferenzen waren korrespondierend zu den Fristigkeiten der berechneten Fremdwährungsaktiva und -passiva aufzulösen. Angesichts der Absicht, die Auslandsaktivitäten zu verringern, ist es auch nach Auffassung der Kammer plausibel, den Bestand zum 31.12.2002 über fünf Jahre hinweg linear auslaufen zu lassen.



(3) Aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme steht zur Überzeugung des Gerichts fest, dass beim Fristentransformationsergebnis eine Korrektur der Planung, die nach Vergangenheitswerten von € 96 Mio. von einem Beitrag von konstant € 23 Mio. ausging, vorgenommen werden muss. Das Fristentransformationsergebnis wird durch das Eingehen von Inkongruenzen in der Zinsbindung erzielt.

(a) Der Ansatz der HVB Real Estate Bank AG, in der Planung von einem niedrigeren Ansatz trotz günstiger Aussichten auszugehen, ist nicht plausibel. Zum einen ist darauf zu verweisen, dass konkrete Vorstandsbeschlüsse zu dieser Thematik den Sachverständigen nicht vorgelegt werden konnten. Vor allem aber spricht entscheidend gegen die Plausibilität dieser Planansätze, dass sich gerade Anfang 2003 der Spread zwischen kurz- und langfristigen Restlaufzeiten wieder ausweitete, was gerade nicht auf ein sinkendes Fristentransformationsergebnis schließen lässt. Zudem lässt sich die Ausweitung der Zinsspanne zwischen langen und kurzen Laufzeiten aus der Zinsstrukturkurve für Titel des Bundes erkennen, die nach einer Verflachung im Zeitraum Ende 2000/Anfang 2001 dann wieder steiler wurde. Auch die Zinsfutures zum 31.3.2003 mit Fälligkeitstermin im Dezember 2003 zeigen, dass weiter mit einer relativ steilen Zinsstrukturkurve gerechnet werden konnte. Zudem ist der von der Gesellschaft vorgenommene Ansatz des Kernkapitals anstelle des haftenden Eigenkapitals nicht sachgerecht. Dies steht auch im Widerspruch zu den Vorstandsberichten und der Verbalisierung der Planung, wie der Sachverständige bei seiner Anhörung ausführte.

Gegen die Plausibilität der Planannahmen bei der HVB Real Estate Bank AG spricht zudem entscheidend, dass das Kommu-



nalgeschäft mit einer Null-Rendite angesetzt wurde, obwohl auch dort eine Mindestrendite notwendig ist, die aus dem Fristentransformationsergebnis begründet wird.

Soweit die Antragsgegnerinnen geltend machen, die intendierte vorsichtiger und risikoärmere Geschäftspolitik müsse beim Fristentransformationsergebnis entgegen den Annahmen der Sachverständigen stärker berücksichtigt werden, so wie dies auch in der Planung der Gesellschaft vorgesehen gewesen sei, muss dem entgegengehalten werden, dass sich dann auch Auswirkungen auf den Risikozuschlag ergeben würden – aufgrund einer sinkenden Risikobereitschaft würde sich dann entsprechend auch das Risiko verringern; dies hätte unmittelbare Auswirkungen auf den Risikozuschlag, der sinken und damit zu einem höheren Ertragswert führen würde. Die Kritik der Antragsgegnerinnen an dem Ergebnis der Sachverständigen, die in dem Schriftsatz vom 25.5.2012 geäußert wird, übersieht, dass die fehlenden Vorstandsbeschlüsse gerade nicht das zentrale Argument der Sachverständigen waren, sondern insbesondere auf die Entwicklung der Spreads verwiesen wurde. Ebenso nehmen die Antragsgegnerinnen nicht zu dem wesentlichen Argument Stellung, dass eine risikoärmere Geschäftspolitik – wie gerade ausgeführt – Auswirkungen auf den Risikozuschlag haben müsste, was zu gegenläufigen Entwicklungen hinsichtlich des Ertragswerts führen würde. Daher müssen die Sachverständigen nicht nochmals angehört werden.

- (b) Da die Planung der Gesellschaft nicht plausibel ist, mussten die Planannahmen neu festgelegt werden, wobei das Gericht den Überlegungen der Sachverständigen folgen kann. Sie ermittelten in nachvollziehbarer Weise mehrere Szenarien, anhand derer sie das Fristentransformationsergebnis planten. Dabei wurde zum



einen von einer Planung auf Basis des Value at risk-Ansatzes ausgegangen, bei dem das haftende Eigenkapital Ausgangspunkt der Berechnungen war, wie dies auch bei den Vorgängerinstituten geschah und woran sich auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht orientiert. Das haftende Eigenkapital bildet die Basisgröße, die mittels einer angestrebten Zielquote von 9 % und der risikogewichteten Aktiva berechnet wird. Im nächsten Schritt wird dann die Höchstgrenze an Risikokapital aus dem haftenden Eigenkapital und einer von dem Kreditinstitut vorgegebenen maximalen Unterlegungsgrenze von 10 % ermittelt. Anschließend werden analog dem Annahmenbuch der HVB Real Estate Bank AG eine durchschnittliche Limitauslastung von 40 % und eine Risikokapitalunterlegung von Faktor 3 unterstellt und der Value at risk errechnet. Die Verwendung des Renditeanspruchs von 24 % ergibt dann das Fristentransformationsergebnis. Auf Grundlage dieser Formel würde sich in der Detailplanungsphase ein durchschnittliches Ergebnis von € 52,1 Mio. ergeben, das in etwa dem langjährigen Durchschnitt aus der Vergangenheit von € 50.000.000,-- entspricht, wie dies die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft den Sachverständigen auch mitgeteilt hat.

Das Alternativszenario ermittelt das Fristentransformationsergebnis auf der Basis des Geschäftsvolumens, wobei dies mit der Fristentransformationsmarge multipliziert wird. Dabei war von einer Fristentransformationsmarge von 9 Basispunkten für die Detailplanungsphase auszugehen, die in Anwendung der rückläufigen Werte aus den Jahren vor dem Stichtag unter Berücksichtigung des gesamten Kreditportfolios der HVB Real Estate Bank AG von der Kammer als sachgerecht erachtet wird.



Andererseits muss das rückläufige Geschäftsvolumen der Gesellschaft berücksichtigt werden, weshalb in der Detailplanungsphase von folgender Entwicklung ausgegangen werden muss:

2003:	€ 50.000.000,--
2004:	€ 50.000.000,--
2005:	€ 45.000.000,--
2006:	€ 40.000.000,--
2007:	€ 35.000.000,--

Gerade auch die von den Sachverständigen ermittelten Alternativszenarien mit ihren Ergebnissen erhellen, dass die Planung der HVB Real Estate Bank AG in Bezug auf das Fristentransformationsergebnis zu pessimistisch war und daher neu vorgenommen werden musste. Diese Neuplanung berücksichtigt dabei sehr wohl Planzahlen und -entwicklungen bei der Gesellschaft, was sich insbesondere an dem Ansatz des rückläufigen Geschäftsvolumens zeigt.

Soweit die Antragsgegnerinnen dem entgegenhalten, der konservativere Ansatz entspreche dem einer Bank mit einem Rating von Triple B, muss dem entgegengehalten werden, dass sämtliche Einheiten der neuen HRE-Gruppe entsprechend dem Spaltungsbericht vom März 2003 mit allen erforderlichen Liquiditäten ausgestattet werden sollten und sich die HVB-Group unstreitig bereit erklärte, Liquidität zur Ergänzung der Refinanzierung zur Verfügung zu stellen.

- b. Weitere Anpassungen in der Detailplanungsphase mussten nicht vorgenommen werden, weil insoweit die Planansätze der HVB Real Estate Bank AG zur Überzeugung der Kammer plausibel sind.



- (1) Der Ansatz eines negativen Provisionsüberschusses ist nicht zu korrigieren. In der Vergangenheit erzielte die HVB Real Estate Bank AG stets ein negatives Provisionsergebnis, was den Werten auch der anderen Realkreditinstitute – im Gegensatz zu Geschäfts- oder Kreditbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften – entsprach. In den Jahren 2001 und 2002 entwickelte sich die Gesellschaft in Bezug auf die Relation zwischen Provisionsüberschüssen und durchschnittlicher Bilanzsumme nahezu identisch zur Bundesbankzeitreihe. Dies lässt dann aber auch den Rückschluss darauf zu, dass die geplanten Annahmen realistisch sind.

Dem kann seitens der Antragsteller nicht entgegengehalten werden, andere Realkreditinstitute wie die Eurohypo hätten in den Jahren 2006 und 2007 positive Provisionsergebnisse erwirtschaftet. Zum einen muss die Situation aus der Zukunftsperspektive ex ante zum Zeitpunkt der Hauptversammlung im Jahr 2003 herangezogen werden, um die Plausibilität zu überprüfen. Zum anderen ist es nicht statthaft, lediglich ein Realkreditinstitut als Vergleichsmaßstab heranzuziehen, wenn die weiteren Realkreditinstitute in der Bundesrepublik Deutschland in den Jahren 2002 bis 2007 negative Provisionsergebnisse erwirtschafteten. Weiterhin muss beachtet werden, dass ab 1.7.2002 aufgrund einer Änderung der gesetzlichen Vorgaben das Beratungsgeschäft rund um das Immobiliengeschäft für Hypothekenbanken zugelassen wurde und dass dabei die Realkreditinstitute hohe Provisionserträge vor allem durch das Auslandsgeschäft erzielten. Angesichts der Planannahmen der HVB Real Estate Bank AG können diese Entwicklungslinien beim Provisionsergebnis aber gerade nicht auf diese Gesellschaft übertragen werden. Der Personalbestand sollte nämlich bis Ende 2007 von 740 auf 363 Mitarbeiter reduziert werden – damit wären beratungsintensive Dienstleistungsgeschäfte um das eigentliche Kreditgeschäft als Ergebnistreiber nur schwer möglich gewesen. Zudem müssen die geplante Fokussierung auf das In-



landsgeschäft sowie das geplante geringe Neugeschäft im Inland als Umstände berücksichtigt werden, die sich nicht positiv auf das Provisionsergebnis auswirken können, zumal ein Auslaufen des Auslandsportfolios und das Schließen der Auslandsrepräsentanzen geplant war.

- (2) Der Anstieg der Verwaltungsaufwendungen von € 37,2 Mio. im Jahr 2001 auf € 90,3 bzw. € 60,3 Mio. in den beiden ersten Planjahren muss als plausibel angesehen werden. Entscheidend ist dabei, dass dieser Anstieg durch sachliche Gründe in der Planung der Gesellschaft gerechtfertigt ist. In den Jahren 2003 und 2004 mussten Restrukturierungskosten von € 70.000,-- pro Mitarbeiter im Zuge des Personalabbaus angesetzt werden. Zudem war der als „Spielertausch“ bezeichnete Vorgang zu berücksichtigen, der zusätzlichen Restrukturierungsaufwand mit sich brachte, wobei dieser Vorgang zu Kosten von € 7 Mio. führte. Die bereits von vorgenommenen Anpassungen bei den anderen Verwaltungsaufwendungen im Vergleich zur Planung der Gesellschaft erfolgten sachgerecht und sind plausibel, weshalb weitere Anpassungen hier nicht angezeigt sind.

Bei den Abschreibungen musste es zu einer durch das Datenverarbeitungssystem HRE Clone veranlassten Änderung kommen, nachdem der Beschluss der Vorstandssitzung vom 18.3.2003 außerplanmäßige Abschreibungen auf das Datenverarbeitungssystem Clone notwendig machte, weil trotz der erst im September 2002 erfolgten Inbetriebnahme dieses Systems eine Migration auf das von der WestHyp verwandte System erfolgen sollte. Zudem mussten die erwarteten Anschaffungskosten für das neue Datenverarbeitungssystem PARIS von insgesamt € 4 Mio. über eine Nutzungsdauer von drei Jahren abgeschrieben werden. Ab dem Jahr 2004 wurden angesichts dieses Wechsels der Datenverarbeitungssysteme geringere Kosten gegenüber der Planung erwartet.



Werbungskosten und sonstige Sachkosten entwickelten sich entsprechend dem Rückgang der Personalaufwendungen; im Jahr 2003 wurde ein einmaliger Restrukturierungsaufwand von € 3,8 Mio. berücksichtigt. Diese Einmaleffekte und Restrukturierungsaufwendungen waren nämlich notwendig, um die Verwaltung personell und materiell an das sinkende Geschäftsvolumen anzupassen. Die geplante Personalfreisetzung verursachte naturgemäß zunächst Mehrkosten, wobei aber die Relation von Personalaufwand zum Geschäftsvolumen im Zeitverlauf konstant gehalten wurde, was wiederum für die Plausibilität des Planansatzes spricht. Die Relation der sonstigen Verwaltungsaufwendungen zum Geschäftsvolumen stieg zwar moderat an, was sich indes mit deren zum Teil fixen bzw. beschäftigungsunabhängigen Charakter erklären lässt.

Insgesamt führen die Einmaleffekte im Rahmen der Restrukturierung aber zu einer langfristigen Reduzierung des Personalaufwandes um 43 % sowie der sonstigen Verwaltungsaufwendungen um 32 % gegenüber dem Ausgangsjahr.

Folglich ist die Kammer aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme davon überzeugt, dass die Kosteneinsparungen im Bereich der sonstigen Verwaltungsaufwendungen in der Detailplanungsphase und im Terminal Value ausreichend berücksichtigt wurden, so dass Änderungen hier nicht veranlasst sind.

- (3) Ebenfalls plausibel sind die Annahmen zur Kreditrisikovorsorge unter Beachtung der Garantieerklärung, die von der
abgegeben wurde. Dabei ist zu beachten, dass die erhöhte Risikovorsorge in den Geschäftsjahren 2003 und 2004 bis zum garantierten Betrag von € 585 Mio. als ertragsneutral einzustufen ist, weil dem Aufwand bis zu dieser Höhe auch außerordentliche Er-



träge aus dem Garantievertrag mit der
gegenüberstehen. Die darüber hinaus von der HVB Real Estate Bank AG zu tragenden Aufwendungen für die Risikovorsorge in Höhe von € 465 Mio. sind als ebenso plausibel einzustufen wie die Risikoquote von 39 Basispunkten.

Die Gesellschaft musste in der Detailplanungsphase Annahmen für die Kreditrisikovorsorge treffen. Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, aus dem Geschäftsfeld einer Hypothekenbank ergebe sich als Konsequenz, eine Vorsorge für die Gefahr, dass Kontaktpartner ihren Zahlungsverpflichtungen nicht oder nur teilweise nachkämen und die zur Verfügung gestellten Sicherheiten in ihrer Werthaltigkeit sinken könnten, müsse nicht getroffen werden. Dieser Einwand insbesondere auch des gemeinsamen Vertreters lässt nämlich unberücksichtigt, dass die HVB Real Estate Bank AG nicht das Geschäft einer reinen Hypothekenbank betreibt, sondern aufgrund ihrer Satzung vielmehr berechtigt ist, alle Bank- und Handelsgeschäfte zu betreiben, weshalb sie folglich auch Geschäfte über das Hypothekendarlehensgesetz hinaus tätigen darf. Die Gesellschaft refinanzierte nicht die gesamten Aktiva über die Ausgabe von Hypothekendarlehensbriefen, sondern auch über Schuldverschreibungen, Darlehen, Genussrechte, nachrangige Verbindlichkeiten sowie andere Verbindlichkeiten. Vom gesamten Hypothekendarlehensportfolio war zum 31.12.2002 nur ein Volumen von rund € 26,2 Mrd. deckungsfähig bzw. konnte über Pfandbriefe refinanziert werden. Ein Restvolumen von € 6,6 Mrd. war nicht deckungsfähig oder lag außerhalb der normierten Beleihungsgrenze, weshalb es nicht über Pfandbriefe refinanziert werden konnte. Für dieses Volumen bestanden keine gesetzlichen Vorgaben und Restriktionen durch das Hypothekendarlehensgesetz, weshalb das Kreditinstitut sogar Kredite über 60 % des Beleihungswertes hinaus ausreichen konnte, was zwar einerseits zu höheren Margen führt, andererseits aber auch die Ausfallrisiken erhöht. Zudem



besteht immer die Gefahr des Sinkens des Deckungswertes der Immobilien. Das daraus resultierende höhere Kreditausfallrisiko macht eine Kreditrisikovorsorge unerlässlich, die zudem auch ertragswirksam ist. Das Erfordernis einer derartigen Kreditrisikovorsorge bei der Gesellschaft im Zeitpunkt des Bewertungsstichtages zeigt sich insbesondere auch daran, dass es in der Vergangenheit gerade bei der Bewertung von Immobilien in den neuen Bundesländern und Berlin, die mit rund 36 % einen nicht unerheblichen Teil des Hypothekenkreditportfolios ausmachen, in erheblichem Umfang zu Fehleinschätzungen des Beleihungswertes bzw. zu Wertverlusten kam. Zudem erhehlen die Branchenkennzahlen, dass Realkreditinstitute im Allgemeinen Kreditausfällen ausgesetzt sind und daher ebenfalls eine Risikovorsorge betreiben, wobei diese Risiken – wie die Aufstellung der Sachverständigen in Tabelle 77 auf Seite 137 des Ausgangsgutachtens zeigt – auch nicht temporärer Natur sind.

Auch wenn die konkreten Zahlen der Gesellschaft über dem Branchendurchschnitt liegen, so sind sie als plausibel zu betrachten, weil in den Jahren 2003 bis 2005 das Kreditportfolio restrukturiert werden sollte. Dies machte eine hohe Kreditrisikovorsorge erforderlich, für die zur Sicherung der gesetzlichen Kernkapitalquote auch die Risikoabsicherung durch erfolgte. Da in der Planung für die Geschäftsjahre 2003 und 2004 mit einer erhöhten Risikovorsorge gerechnet wurde, die über den Rahmen des Risikoschirms hinausging, kann nicht davon ausgegangen werden, die erhöhte Risikovorsorge könne ertragsneutral angesetzt werden.

- (4) Die Ertragsplanung der Gesellschaft in Bezug auf die Entwicklung des Neugeschäfts, auf welches in den Jahren 2003 bis 2005 verzichtet werden sollte und für das in den Jahren 2006 und 2007 geringfügige Volumina geplant waren, bedarf keiner Korrektur. Dies ergibt sich sowohl aufgrund der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, in deren



Umfeld die HVB Real Estate Bank AG zum Bewertungsstichtag tätig war, als auch auf der Basis der internen Erfolgsfaktoren, weil das zukünftige Neugeschäft von beiden Erfolgsfaktoren bestimmt wird.

- (a) Die zum Stichtag absehbare konjunkturelle Entwicklung rechtfertigt den Planansatz mit einem vollständigen Verzicht auf das Neugeschäft in den Planjahren bis 2005. In der Bundesrepublik Deutschland herrschte in den Jahren 2001 und 2002 ein wirtschaftlicher Abschwung, der sich allerdings entsprechend den Erfahrungen aus der Vergangenheit erst mit einer zeitlichen Verzögerung verstärkt auf das Neugeschäft und damit den Darlehensbestand auswirken wird. Diese Erwägungen stehen in Einklang mit der Prognose des Verbandes Deutscher Hypothekbanken, auf die die gerichtlich bestellten Sachverständigen hinwiesen und die das geschäftliche Umfeld im Kreditgeschäft und bei der Refinanzierung im Jahre 2003 als schwierig bezeichnete. Die Bundesregierung gab am 5.2.2003 eine Prognose zum Wirtschaftswachstum bekannt, die mit einem realen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 1 % eher verhalten ausfiel. In gleicher Weise verharrte der Ifo-Geschäftsklimaindex wie auch der Index zur Beurteilung der Geschäftslage des Ifo-Instituts seit 2001 auf niedrigem Niveau. Da zudem in den ersten Monaten des Jahres 2003 die Gefahr einer durch den Irak-Krieg und den Anstieg des Ölpreises bedingten weltweiten Rezession bestand, spricht der Ansatz eines Verzichts auf das Neugeschäft für eine plausible Planung, zumal eine denkbare Erholung Ende 2003/Anfang 2004 erst mit Verspätung am Immobilienmarkt positive Auswirkungen nach sich zieht und infolge des geplanten Verzichts auf das grenzüberschreitende Engagement die Gesellschaft von positiven Entwicklungen außerhalb Deutschlands nicht profitieren würde. Daher wird die HVB Real Estate Bank AG auch nicht an dem seit 1.7.2002 als Folge der HBG-Novelle ermöglichten Zu-



wachs des grenzüberschreitenden Engagement profitieren, das zudem vermehrten Personaleinsatz erfordert hätte, während die Gesellschaft eine Reduktion ihres Mitarbeiterstandes von 641 auf 363 erstrebte, weshalb auch aus diesem Grund ein Neugeschäft im REIB-Bereich mit positiven Ertragsfolgen nicht als plausibel bezeichnet werden kann.

- (b) Aber auch die interne Situation spricht für die Plausibilität der Planung des Neugeschäfts. Die hohe Margenforderung von 125 Basispunkten für die Nettomarge, die deutlich über den Margen der drei Vorgängerinstitute im Jahr 2001 liegt, senkt die Wettbewerbsfähigkeit und erschwert die Akquisition von Neugeschäft. Gerade dies zeigt, dass es plausibel ist, wenn in den Planjahren zwischen 2003 und 2005 einschließlich auf Neugeschäft verzichtet wird und sich dieses erst ab dem Jahr 2006 langsam erholen wird. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen untersuchten in ihrem Gutachten auch die Übereinstimmung der Personalplanung mit dem Stellenabbau in Relation zur Neugeschäftsplanung. Dabei gelangten sie in Auswertung der Arbeitsproduktivität der Mitarbeiter für die Jahre 2003 bis 2007 im Vergleich zur Durchschnittsproduktivität der Jahre 2001 und 2002 – den für die Vergangenheitsanalyse mit entscheidenden Jahren – zu dem Ergebnis, dass die Planung zum Neugeschäft und zum Stellenabbau in sich konsistent erfolgte.

Die Planung der HVB Real Estate Bank AG erfolgte auch unter Beachtung der Stand alone-Prämisse, auch wenn die gerichtlich bestellten Sachverständigen in ihrem Gutachten darlegten, eine alternative Planung für das Neugeschäft wäre möglich, die allerdings auf deutlich niedrigerem Niveau hätte erfolgen müssen. Vorliegend lässt sich hieraus alleine noch nicht die fehlende Plausibilität ableiten. Für ein umfangreiches Neugeschäft hätte



die Marge von 125 Punkten auf ein wettbewerbsfähiges Niveau nach unten angepasst werden müssen. Ebenso hätte das Personal dann in nur geringerem Umfang abgebaut werden dürfen. Da auch die angestrebte Ziel-Kernkapitalquote von 6,1 % mit Neugeschäft kurzfristig nicht erreichbar gewesen wäre und sich dies wiederum negativ auf das Rating angesichts höherer Refinanzierungskosten ausgewirkt hätte, kann zum einen bereits nicht davon ausgegangen werden, dass die gewählte Planung unplausibel wäre. Zum anderen ist aber nach den Ausführungen der Sachverständigen gerade nicht erkennbar, dass eine Alternativplanung mit Neugeschäft wegen der damit verbundenen Aufwandssteigerungen zu höheren Jahresüberschüssen und damit zu höheren Unternehmenswerten führen würde.

- c. In Fortführung der zum Teil erforderlich gewordenen Anpassungen in der Detailplanungsphase mussten auch in der Ewigen Rente Anpassungen im Vergleich zu der ursprünglichen Planung vorgenommen werden.

(1) Die Planung des Zinsüberschusses bedarf in den Positionen Zinskonditionenbeitrag, Eigenmittelbeitrag und Fristentransformationsergebnis einer Korrektur. Die nach den Berechnungen von angenommenen Werte von 221,1 Mio. € aus dem Zinskonditionenbeitrag, von € 60,1 Mio. an Eigenmittelbeitrag und von € 23,3 Mio. aus dem Fristentransformationsergebnis abzüglich der erhöhten Kosten aus Ergänzungskapital von € 7,1 Mio. können so nicht angesetzt werden.

- (a) Beim Zinskonditionenbeitrag ist nachhaltig ein Wert von € 211,8 Mio. anzusetzen. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass das von zugrunde gelegte Szenario im Widerspruch zu den für die Detailplanungsphase getroffenen Annahmen steht. Für die Ewige Rente ist davon auszugehen, dass sich die zum



31.12.2007 errechneten Portfoliobestände durch plan- und außerplanmäßige Tilgungen sowie Auslauf reduzieren und sich nicht wieder erhöhen. Die für das Altgeschäft zu planenden Prolongationen ergeben sich aus dem auslaufenden Altbestand und der prognostizierten Prolongationsquote. Wenn nun für die Planung in der Ewigen Rente bei den Altbeständen die der Detailplanungsphase zugrunde gelegten Annahmen weiter entwickelt und lediglich das Neugeschäft mit einem Wachstum von 1 % jährlich geplant wird, würde dies dazu führen, dass das Prolongationsvolumen des Altbestandes schnell abschmilzt und der Volumenaufbau des Neugeschäfts mit 1 % p.a. stetig überkompensiert. Daraus ergäbe sich als Konsequenz, dass der Bank die wirtschaftlichen Grundlagen ihrer Existenz entzogen würden, weshalb ein langfristig sinkendes Hypothekenvolumen auszuschließen ist. Da für die Ewige Rente laut Planannahmen von einem konstanten Wachstum des Hypothekenportfolios von 1 % p.a. auszugehen ist, können – wie die Sachverständigen überzeugend dargelegt haben – der Auslauf des Altgeschäfts sowie das zusätzliche Wachstum nur durch Neugeschäft aufgefüllt werden, weshalb das Kreditportfolio nach dem endgültigen Auslaufen des Altgeschäfts nur mehr aus Neugeschäft und Prolongationen bestehen kann.

Allerdings muss hierfür im Vergleich zur Detailplanungsphase eine Anpassung der Margen vorgenommen werden. Die Sachverständigen führen in ihren Gutachten aus, eine Diskontierung aller bis in die Unendlichkeit erzielbaren Überschüsse und Darlehensbestände auf den 31.12.2007 mit anschließender Addition führe – bezogen auf das gesamte Hypothekenportfolio – zu einer Durchschnittsmarge von 141 Basispunkten. Dies muss angesichts der Vergangenheitswerte sowie des in der Detailplanung zugrunde gelegten Zinskonditionenbeitrages für das Jahr 2007



von € 191,7 Mio. als nachhaltig nicht erzielbar angesehen werden. Dies zeigt sich sowohl aufgrund einer Analyse der Vergangenheit als auch aus den Planzahlen der Phase I, weil ein Zinsüberschuss, der aus der durchschnittlichen Marge von 141 Basispunkten bei € 472 Mio. läge, also extrem deutlich über den für die Vergangenheit und den für die Detailplanungsphase ermittelten Werten, nicht als realistisch angesehen werden kann.

Bei der Anpassung auf einen realistischen Wert ist entsprechend den Überlegungen der Sachverständigen für die Neugeschäftsmarge von 145 Basispunkten und der Prolongationsmarge von 150 Basispunkten ein Abschlag von jeweils 60 Basispunkten berücksichtigt, was zu einer Durchschnittsmarge von rund 84 Basispunkten für das Hypothekenportfolio führt, mithin zu einem leicht unter der Ursprungsplanung von liegendem Wert. Bezogen auf den durchschnittlichen Hypothekenbestand von € 25,1 Mrd. ergibt dies einen Zinskonditionenbeitrag von € 211,8 Mio.. Die daraus resultierende vergleichsweise hohe Zinsspanne rechtfertigt sich mit dem unterstellten steigenden Risiko innerhalb des Kreditportfolios und dem sinkenden Bestand an niedrigmargigem Kommunalgeschäft, was sich wiederum in den Risikokosten widerspiegelt.

Der nachhaltige Eigenmittelbeitrag, der von mit € 60 Mio. im Terminal Value angesetzt wurde, bedarf der Anpassung dahingehend, dass er mit dem Basiszinssatz von 5 % zu verzinsen ist, wobei die Summe aus dem Saldo der gesamten passivischen und der gesamten aktivischen Positionen von € 884 Mio. und des Kernkapitals von € 1,160 Mrd. anzusetzen ist. Demzufolge beträgt der Eigenmittelbeitrag nachhaltig € 92,2 Mio. in der Ewigen Rente. Dabei musste allerdings im Terminal Value nicht vom Basiszinssatz, sondern von dem mit 4,6 % anzusetzenden



effektiven Zinssatz ausgegangen werden. Hintergrund ist die Überlegung, dass sich der Bestand an Einzel- und Pauschalwertberichtigungen in der Phase der Ewigen Rente nicht mehr verändert, weil alle Forderungsausfälle unmittelbar erfolgswirksam erfasst werden und es zu keiner weiteren Bildung kommt. Daher ist von einer konstanten Größe auszugehen und das im Terminal Value unterstellte Wachstum von 1 % p.a. hier zu vernachlässigen.

Demzufolge setzt sich der Eigenmittelbeitrag für die gesamte Planung in der Phase I und in der Ewigen Rente folgendermaßen zusammen:

(in Mio. Euro)	Ist 2002	Plan 2003	Plan 2004	Plan 2005	Plan 2006	Plan 2007	TV
EWB-Bestand	760	760	760	760	760	760	760
PWB-Bestand	37	37	37	37	37	37	37
Pensionsrückstellungen	69	70	72	74	76	78	80
Steuerrückstellungen	26	20	15	10	5	0	0
Saldo sonst. Verbl./sonst. VG	110	88	66	44	22	0	0
Andere Rückstellungen	27	24	20	17	13	10	10
Saldo PRAP/ARAP	21	20	18	15	13	12	11
Gesamte passivische Position	1.050	1.019	988	957	926	896	897
Barreserven	1	1	1	1	1	1	1
Sachanlagen	52	52	52	52	52	52	52
Gesamte aktivische Position	53						
Saldo	996	966	935	904	873	843	844
Ø sonstige unverzinsliche Mittel		981	951	919	888	858	844
Ø Kernkapital		1.139	1.066	977	1.020	1.120	1.160
Summe		2.120	2.017	1.896	1.908	1.978	2.004
Verzinsung		5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	4,60%
Eigenmittelbeitrag (neu)		106,0	100,8	94,8	95,4	98,9	92,2

- (b) Beim Fristentransformationsergebnis musste bei der Ermittlung des Ertragswertes in der Ewigen Rente ein nachhaltiger Wert von € 25 Mio. angesetzt werden. Dabei verwies Herr Wirtschaftsprüfer in seinem Gutachten insbesondere auf die Schwierigkeiten einer Prognose angesichts der steigenden Unsi-



cherheiten bezüglich der Zinsentwicklung und der Entwicklung des Neugeschäfts hin. Wegen dieser Unsicherheiten wird langfristig und nachhaltig eine Fristentransformationsmarge von 9 Basispunkten nur schwer erzielbar sein. Deshalb wurde ein Abschlag von 2 Basispunkten unterstellt, weshalb sich aus dem geplanten Geschäftsvolumen von € 37 Mrd. und einer Fristentransformationsmarge von 7 Basispunkten ein nachhaltiges Fristentransformationsergebnis von € 25 Mio. ergibt.

Dem kann der deutlich höhere Wert aus der Vergangenheit der Jahre 2000 bis 2002 nicht entgegengehalten werden. Eine pauschale Fortschreibung dieser Werte aus der Vergangenheit stünde im Widerspruch zu den konkreten Planungen der Gesellschaft wie auch zur allgemeinen Charakteristik des Fristentransformationsergebnisses. Der geplante Rückgang des Darlehensvolumens hat Einfluss auf das Fristentransformationsergebnis. Zudem handelt es sich bei ihm um eine sehr volatile Ergebnisposition, die vor allem von der Entwicklung der Zinsstrukturkurve determiniert wird. Angesichts der sachgerechten Annahme einer Plausibilisierung des Fristentransformationsergebnisses konnte das durchschnittliche Ergebnis der Jahre 2000 bis 2002 gerade nicht fortgeschrieben werden, sondern war an die anderen Planungsparameter anzupassen.

- (c) Erforderlich ist eine Anpassung der Zahlen in der Ewigen Rente mit Blick auf die Entwicklung der Refinanzierung im Terminal Value. Dieser Ansatz bedarf einer Korrektur, weil die Annahme eines unveränderten Rating, das aus den fehlenden Angaben bezüglich einer Veränderung geschlossen werden muss, mit der Entwicklung der Gesellschaft und deren wirtschaftlichen Umfeld nicht vereinbart werden kann.



Im Terminal Value mussten zusätzliche Kosten für das Ergänzungskapital in Höhe von € 7,1 Mio. angesetzt werden. Ausschlaggebend hierfür ist die Notwendigkeit des Ansatzes eines Refinanzierungsaufschlages von 125 Punkten. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass sich das Rating der HVB Real Estate Bank AG verbessern wird. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang der Umstand, dass sich durch die angestrebte Sanierung des Portfolios und die strategische Fokussierung auf das margenstarke Kreditgeschäft langfristig das Rating des Kreditinstituts verbessern wird. Somit bestehen die Gründe für die Herabstufung in den Jahren 2002/2003, die vor allem im gesamtwirtschaftlichen Abschwung, der geografischen Fokussierung auf Deutschland, in gravierenden Bonitätsproblemen im Kreditportfolio mit dem sich daraus ergebenden massiven Wertberichtigungsbedarf, der schwachen Kapitalisierung sowie in der geplanten Abspaltung von der

lagen, jedenfalls nicht mehr in diesem Umfang. Vor allem aber im Vergleich zum 31.12.2007 ist eine Stärkung der Kapitalisierung und ein Absinken des sanierungsbedürftigen Kreditportfolios erreicht worden. Auch werden sich die Regelungen von Basel II durch die damit verbundene Senkung der risikogewichteten Aktiva von Hypothekenbanken positiv auf das Kernkapital auswirken. Ebenso konnte von einer konjunkturellen Erholung der Wirtschaft mit einer Verbesserung der Lage der Bank ab den Jahren 2005/2006 ausgegangen werden.

Angesichts dessen geht die Kammer in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Sachverständigen von einer Verbesserung des Emittenten Rating auf A (Standard & Poors) für langfristige ungesicherte Pfandbriefe, auf ein Moody's-Rating von Aa1 bzw. Aa2 für öffentliche Pfandbriefe und Hypothekenbrandbriefe sowie von A3 für die nachrangigen Verbindlichkeiten aus.



- (aa) Bei dieser Ausgangslage müssen die Ansätze in Bezug auf die Prolongations- und Neugeschäftsmarge angepasst werden und dürfen nicht unverändert übernommen werden. Im Vergleich zur Detailplanungsphase mit den sich aus dem BBB-Rating ergebenden Finanzierungsnachteilen kann in der Ewigen Rente von einer Verbesserung ausgegangen werden, wobei allerdings die in der Vergangenheit unterstellten niedrigen Risikoprämien nicht mehr erreicht werden können. Angesichts der Annahme eines verbesserten Ratings in der Ewigen Rente sind im Vergleich zu der ursprünglichen Bewertung durch die Gesellschaft und die Refinanzierungsaufschläge anzupassen. Dies bedeutet, dass eine Prolongationsmarge von 150 Basispunkten und eine Neugeschäftsmarge von 145 Basispunkten zugrunde zu legen sind.
- (bb) Mit Blick auf die sehr geringen erhöhten Refinanzierungskosten beim Altgeschäft, bei dem eine fristenkongruente Refinanzierung erfolgte, konnte diese Position vernachlässigt werden.
- (cc) Im Terminal Value mussten zusätzliche Kosten für das Ergänzungskapital in Höhe von € 7,1 Mio. angesetzt werden. Ausschlaggebend hierfür ist die Notwendigkeit des Ansatzes eines Refinanzierungsaufschlages von 125 Basispunkten. In einer eingehenden Analyse der Kosten für das Ergänzungskapital kamen die Sachverständigen zu einem Wert von € 13,6 Mio. bei Unterstellung eines BBB-Ratings. Da dieser Umstand allerdings gerade nicht als plausibel angenommen werden konnte, verteuert sich die Refinanzierung des Ergänzungskapitals nicht um 225 Basispunkte,



sondern nur mehr um 125 Basispunkte. Demgemäß ergeben sich nachfolgende zusätzlich Kosten des Ergänzungskapitals bei einem Aufschlag von 125 Basispunkten:

(in Mio.-Euro)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	ab 2017
Auslauf Altbestand (0 BP)	85	85	85	85	85	0	0	0	0	0
Auslauf Altbestand (125 BP)	0	0	0	0	0	43	43	43	43	43
- verbleibender Altbestand (0 BP)	340	255	170	85	0	0	0	0	0	0
- verbleibender Altbestand (225 BP)	216	216	216	216	216	173	130	87	43	0
notwendiges Ergänzungskapital	641	647	654	660	667	674	680	687	694	701
Aufnahme Erg.-kapital zu 125 BP	85	176	268	359	451	501	550	600	651	701
Mehrkosten (2007: 4,8 Mio. €)	5,9	7,1	8,2	9,4	10,5	10,2	9,8	9,5	9,1	8,8
Barwertfaktor (zum 31.12.07)	0,951	0,904	0,859	0,816	0,776	0,738	0,701	0,667	0,634	15,087
Barwerte	5,6	6,4	7,1	7,6	8,1	7,5	6,9	6,3	5,8	132,2
Barwert zum 31.12.2007			193,5							
Annuität			8,1							

Unter Berücksichtigung der vorzunehmenden Korrekturen muss mit erhöhten Refinanzierungskosten für das Ergänzungskapital von € 7,1 Mio. gerechnet werden.

Demgemäß muss für den Zinsüberschuss insgesamt von folgenden Ergebnissen in den Phasen I und II ausgegangen werden:



(in Mio. Euro)	Plan 2003	Plan 2004	Plan 2005	Plan 2006	Plan 2007	Plan TV
Hypothekengeschäft Inland	133,2	149,3	155,9	169,2	187,0	
Hypothekengeschäft Ausland	8,1	7,3	6,4	5,6	4,7	
Kommunalkredite	-	-	-	-	-	-
Zinskonditionenbeitrag	141,4	156,6	162,3	174,7	191,7	211,8
Eigenmittelbeitrag	106,0	100,8	94,8	95,4	98,9	92,2
Fristentransformationsergebnis	50,0	50,0	45,0	40,0	35,0	25,0
abzgl.: Verteuerung Refinanzierung	10,1	9,6	17,2	18,7	17,6	-
Erhöhte Kosten aus Ergänzungskapital	0,9	0,9	2,0	3,0	4,2	7,1
Sonstiges gesamt	11,0	10,6	18,8	21,7	21,8	7,1
Zinsüberschuss gesamt (neu)	286,4	296,8	282,9	288,4	303,8	322,0

d. Die Annahmen in Bezug auf die Thesaurierung und zur Ausschüttung erfolgten zur Überzeugung des Gerichts sachgerecht und müssen daher nicht korrigiert werden.

- (1) Dabei ist vorliegend von der Vollausschüttungshypothese entsprechend den Grundsätzen des anwendbaren IDW S 1 2000 auszugehen. Dieser unterstellt typisierend die Vollausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse, die nach Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen und des unveränderten Unternehmenskonzepts zur Verfügung standen. Die Vorgaben des Bankaufsichtsrechts in § 10 KWG sind derartige Beschränkungen, die vorliegend einer Ausschüttung zunächst entgegenstehen. Aufgrund von § 10 Abs. 1 Satz 1 KWG müssen die Institute im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern, insbesondere im Interesse der Sicherheit der ihnen anvertrauten Vermögenswerte, angemessenes Eigenkapital haben. Vorliegend ging die Planung von einer Abweichung von der Vollausschüttungshypothese aus, weil das Kernkapital gestärkt werden sollte. Demzufolge werden sowohl das gesondert bewertete Vermögen als auch die ausschüttungsfähigen Überschüsse thesauriert. Bei einer Ausschüttung des gesondert bewerteten Vermögens



und der damit verbundenen unmittelbaren Zurechnung zum Ertragswert wäre die Mindestkapitalquote unterschritten gewesen, weshalb sich eine Ausschüttung bereits aus Rechtsgründen verboten hat.

Die von der Gesellschaft angestrebte Zielkernkapitalquote von 6,1 % ist ebenfalls als gerechtfertigt und plausibel anzusehen, weshalb es zu einer weiteren Thesaurierung von Jahresüberschüssen auch in den Jahren 2006 und 2007 kommen muss. Die Sachverständigen verwiesen dabei auf die Kernkapitalquote der Wettbewerber Eurohypo und Aareal Bank von jeweils über 6 % und ein A-Rating bei Standard & Poors bzw. Fitch. Gerade die im Vergleich dazu deutlich niedrigere Kernkapitalquote der HVB Real Estate Bank AG führte zu einer deutlichen Herabstufung ihres Ratings in den Jahren 2002 und 2003 mit der Folge einer signifikanten Verteuerung der Refinanzierung. Bei einer Erhöhung der Kernkapitalquote profitieren die Minderheitsaktionäre entsprechend den überzeugend begründeten Erkenntnissen der Sachverständigen, weil im Terminal Value die Refinanzierungskosten sinken, was zu höheren Jahresüberschüssen und damit zu einem höheren Ertragswert führt. Zudem führt das Kernkapital über den Eigenmittelbeitrag unmittelbar zur Erhöhung des Zinsüberschusses, nachdem das Kernkapital zu den passiven zinslosen Mitteln gehört und am Kapitalmarkt angelegt oder als Kredit ausgereicht werden kann, ohne dass hierfür Refinanzierungskosten anfielen. Vielmehr werden die zinslosen Mittel mit dem risikolosen Zinssatz verzinst und erhöhen somit auch den Eigenmittelbeitrag.

Soweit der gemeinsame Vertreter darauf verwiesen hat, es müsse auf die bei den Vorgängerinstituten im Jahr 2001 unterstellte Zielkernkapitalquote von lediglich 5,4 % abgestellt werden, rechtfertigt dies keine andere Beurteilung. Zum einen ist die Situation im Jahr 2001 nicht mit der des Jahres 2003 gleichzusetzen, weshalb bereits wegen der Beachtung des Stichtagsprinzips die Schlussfolgerung des gemein-



samen Vertreters nicht als zwingend bezeichnet werden kann. Vor allem aber verwies in seinem Gutachten auf die bewertungstechnische Besonderheit, dass der Ansatz bei den Vorgängerinstituten identische Zielkernkapitalquoten unterstellte und dabei auch höhere Quoten keine Veränderung des Umtauschverhältnisses nach sich gezogen hätten. Abgesehen davon müssen auch hier die positiven Auswirkungen einer höheren Kernkapitalquote auf die Refinanzierungskosten in der Ewigen Rente berücksichtigt werden.

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat in seinem Gutachten zudem eine Kontrollüberlegung auf der Basis einer Vollausschüttung durchgeführt, die dann allerdings zwingend eine Zuführung von Kernkapital von außen erforderlich gemacht hätte. Der Barwert dieser notwendigen Kernkapitalzuführungen müsste von der Summe aus Ertragswert unter Beachtung der Vollausschüttungshypothese und Liquidationserlös des gesondert bewerteten Vermögens nach Steuern wiederum abgezogen werden. Hierdurch würde sich kein höherer Unternehmenswert ergeben, wie in dem Gutachten erläutert wurde. Würde das Kernkapital nicht schrittweise, sondern zum Bewertungsstichtag zugeführt, so würde der Barwert der Kernkapitalzuführungen deutlich höher und damit der Unternehmenswert deutlich niedriger ausfallen.

Soweit gegen das Erfordernis der Thesaurierung der Gewinne eingewandt wird, die Entwicklung der Realität zeige, dass die Planung unzutreffend sein müsse, nachdem die Antragsgegnerin zu 2) bereits im Jahr 2004 ausschüttungsfähige Gewinne erwirtschaftete und im Jahr 2005 € 0,35 als Dividende pro Aktie ausschüttete, lässt sich daraus eine abweichende Beurteilung nicht begründen. Zum einen ist maßgeblich die Sicht ex ante und nicht eine ex post-Betrachtung. Zum anderen aber muss entscheidend darauf abgestellt werden, dass die-



se Zahlen einer konzernweiten Betrachtung entstammen und somit im Widerspruch zu der alleine maßgeblichen stand alone-Sichtweise stehen. Innerhalb der Holding stellt die HVB Real Estate Bank AG zusammen mit der WestHyp nur eine Konzerneinheit dar, bei der es zudem zu einer Verschmelzung nach dem Stichtag gekommen war. Weiterhin ergab sich der Überschuss bei der Antragsgegnerin zu 2) vor allem aus den Werten der Segmente HRE International und WestHyp; die HVB Real Estate Bank AG in ihrer neuen Form unter Einschluss der WestHyp erwirtschaftete erstmals im Geschäftsjahr 2005 einen Gewinn. Zudem wiesen die weiteren Gesellschaften bereits zum Bilanzstichtag eine ausreichend hohe Kernkapitalquote auf, während die HVB Real Estate Bank AG in ihrer damaligen Form erst durch eine Thesaurierung der Jahresüberschüsse 2006 und 2007 die Kernkapitalquote schrittweise auf 6,1 % steigern konnte.

- (2) Der Wert des bei der Thesaurierung angesetzten nicht betriebsnotwendigen Vermögens bedarf keiner Korrektur.
 - (a) Das Immobilienvermögen konnte dabei mit einem Wert von € 190,5 Mio. angesetzt werden. Die Beweisaufnahme hat keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass dieser Wert unzutreffend gewesen sein könnte. Die Bewertung des Immobilienvermögens erfolgte aufgrund marktmäßig abgeleiteter Verkehrswerte bzw. anhand interner Gutachten eines fünfköpfigen Sachverständigenausschusses, der aufgrund von §§ 10 Abs. 4 b KWG, 77 Abs. 2 und 3 InvG die sich im Eigenbesitz befindlichen Grundstücke – Dauerbestand und Rettungserwerbe – regelmäßig bewertete; im Abstand von drei Jahren erfolgten Besichtigungen und Aktualisierungen des Wertansatzes unter Bestimmung der Beleihungswerte nach § 12 HBG sowie der Verkehrswerte nach § 194 BauGB, die sich aus dem Sachwert (Bodenwert plus Bauwert) und dem Ertragswert der Objekte ableiteten.



Dabei hielten sich die Gutachter, die die Werte ermittelten, an die in der Wertermittlungsverordnung und den Wertermittlungsrichtlinien niedergelegten Grundsätze. Die den gerichtlich bestellten Sachverständigen vorliegenden Gutachten dieses Ausschusses für die im Eigenbesitz befindlichen Immobilien datierten auf den 14.3.2003 und umfassten Immobilieneinzelbewertungen aus dem zweiten Halbjahr 2002 und nochmalige Überprüfungen in Bezug auf Aktualität im Herbst 2002 sowie im Januar/Februar 2003, wobei diese von der HVB Immobilien AG vorgenommen wurden. Dabei wurden marktorientierte Gesichtspunkte zugrunde gelegt; soweit dies erforderlich war, nahm die HVB Real Estate Bank AG auch Wertberichtigungen vor. Diese Gutachten können der Entscheidung zugrunde gelegt werden. Zum einen bestätigte der gerichtlich bestellte Sachverständige die Immobilienwerte aufgrund von stichprobenartigen Überprüfungen als plausibel. Zum anderen muss berücksichtigt werden, dass diese Gutachten angesichts ihrer Rechtsgrundlage als Informationsbasis auch gegenüber der Aufsichtsbehörde dienen und deshalb eine erhöhte Richtigkeitsgewähr bieten.

(aa) Die eigengenutzten Immobilien konnten mit einem Wert von € 140,5 Mio. angesetzt werden.

Die im Hypothekengeschäft übernommenen Grundstücke konnten insgesamt mit einem Verkehrswert von € 50 Mio. in die Bewertung eingestellt werden. Dazu gehören die 18 Immobilien, die sich im Eigenbesitz der HVB Real Estate Bank AG befinden, mit einem Verkehrswert von insgesamt € 15,1 Mio. sowie die über Beteiligungsgesellschaften gehaltenen 28 Immobilien, die zusammen mit einem Verkehrswert von € 34,9 Mio. taxiert wurden. Dabei ist es nicht zu korrigieren, dass im Vergleich zu dem Gutachten des



Sachverständigenausschusses der

die Objekte mit einem Verkehrswert von € 20,5 Mio. bewertet wurden. Bei diesen von der Gesellschaft gehaltenen Immobilien musste im Vergleich zu dem Ergebnis des Sachverständigenausschusses eine Wertberichtigung in Höhe von € 5,4 Mio. vorgenommen werden. Diese Abwertung bezog sich in erster Linie auf Immobilien in den neuen Bundesländern, bei denen Leerstände; begrenzte Laufzeiten der Mietverträge, teils schlechte Lagen und eine schwere Verwertung zu marktgerechten Preisen zu beobachten war, weshalb die Abwertung gerechtfertigt ist.

- (bb) Auch bei den Rettungserwerben, die indirekt über sechs Beteiligungsgesellschaften gehalten werden und bei denen zum Stichtag ein Verkehrswert von rund € 34,9 Mio. angesetzt wurde, erfolgte bei der Bewertung kein zu niedriger Ansatz bzw. kein Ansatz unterhalb von Verkehrswerten. Dabei ist insbesondere zu beachten, dass das Objekt in Hamburg-Altona mit einem angesetzten Verkehrswert von € 18 Mio. nahezu die Hälfte des Verkehrswertes dieses Immobilienbestandes und nahezu 1/3 des Gesamtverkehrswertes aller Rettungserwerbe ausmacht. Deshalb besteht hier ein nicht unerhebliches Klumpenrisiko. Zudem barg dieses Objekt weitere potenzielle Abwertungsrisiken in sich, die sogar unberücksichtigt blieben und folglich nicht als nachteilig für die Minderheitsaktionäre angesehen werden können.

Mit Blick auf die schwierige wirtschaftliche Situation dieser Immobilien und wegen der raschen Verwertungsabsicht konnte vom Vorhandensein stiller Reserven im Vergleich zu den Buchwerten, die bei den über Beteiligungsgesellschaft-



ten erfolgten Rettungserwerben angesetzt wurden, nicht ausgegangen werden; der Ansatz von € 34,9 Mio. für diese Grundstücke ist folglich gerechtfertigt.

(b) Die zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen zählenden Beteiligungen der HVB Real Estate Bank AG sind zur Überzeugung des Gerichts mit einem Wert von € 497,7 Mio. zutreffend angesetzt worden.

(aa) Dabei waren der 50 %-Anteil an der PBI-Beteiligungs-GmbH mit € 45 Mio. und die sonstigen Beteiligungen mit € 4,7 Mio. mit den Buchwerten zum 31.12.2012 angesetzt. Der gerichtlich bestellte Sachverständige konnte hiervon abweichende Werte nicht feststellen.

(bb) Der mit € 448 Mio. ermittelte Verkehrswert der Anteile an der FGH Bank muss aufgrund der überzeugenden Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht korrigiert werden. Bei der Wertermittlung wurde der Kaufpreis, den die Gesellschaft an die

zahlte, zugrunde gelegt. Dieser setzte sich zusammen aus dem Marktwert des Eigenkapitals der FGH Bank von € 420 Mio. sowie einem Dividendenanspruch für das Geschäftsjahr 2001 in Höhe von € 28 Mio., der wirtschaftlich noch der

AG zustand. Zum Bilanzstichtag 2002 sahen die Abschlussprüfer der die Fairness Opinion von zur Angemessenheit des Kaufpreises aus dem Jahre 2001 weiterhin als zutreffend an, weshalb für den Beteiligungswert kein außerplanmäßiger Abschreibungsbedarf bestand. Auch die Zahlen des Jahres 2003 erhellen die Angemessenheit dieses Ansatzes. Die FGH Bank schüttete eine Di-



vidende von € 33 Mio. für das Geschäftsjahr 2002 an die HVB Real Estate Bank AG aus, die in ihrer Höhe dem Abschreibungsbedarf aus der Differenz zwischen dem Buchwert und dem Verkaufspreis an die Rabobank entsprach, weshalb es zu keiner Veränderung des Gewinn- und Verlust-Saldos durch diese Transaktion kam.

- e. Nicht zu beanstanden ist im Rahmen der Wertermittlung die Berücksichtigung eines Hebesatzes von 490 % für die zukünftig anfallende Gewerbesteuer. Das Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen belegt, dass sich eine erkennbare Verringerung des Gewerbesteueraufwandes nur dann ergeben würde, wenn der überwiegende Anteil der Lohnsumme in der mit dem niedrigsten Gewerbesteuerhebesatz belasteten Betriebsstätte anfällt. Da indes angesichts der Planung der Gesellschaft davon auszugehen ist, dass die Mehrzahl ihrer Beschäftigten am Sitz der Gesellschaft in München tätig ist und insbesondere auch nach der Restrukturierung beschäftigt sein wird, konnte der einheitliche Gewerbesteuerhebesatz von 490 % für die Landeshauptstadt München angesetzt werden.

Somit ergibt sich zum 1.1.2003 ein Ertragswert der HVB Real Estate Bank AG von € 1,2997 Mrd., der indes zum Bewertungsstichtag 26.5.2003 auf € 1,32614 Mrd. aufgezinst werden muss.

2. Dieser zum Stichtag der Hauptversammlung ermittelte Wert muss mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinst werden, der unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Detailplanungsphase auf 5,2 % und in der Ewigen Rente auf 4,2 % festgesetzt werden musste.

Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes durften persönliche Ertragsteuern berücksichtigt und demgemäß der Kapitalisierungszinssatz gekürzt



werden. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln, wobei die für Unternehmensbewertungen allgemein angenommene pauschalierte Steuerbelastung von 35 % keinen grundlegenden methodischen Einwänden unterliegt (vgl. OLG München AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134).

- a. Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve nach Svensson mit 5 % anzusetzen. Er bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1850 = ZIP 2009, 2339, 2341; AG 2007, 411, 412; BB 2007, 2395, 2396 = AG 2008, 28, 30; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 372 ff.; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1015 f.). Soweit seitens der Antragsteller teilweise verlangt wird, es müsse auf den aktuellen niedrigeren Zinssatz langfristiger Bundesanleihen zum Stichtag der Hauptversammlung abgestellt werden, kann dem nicht gefolgt werden. Dies übersieht, dass bei der Festlegung des Basiszinssatzes auf die Laufzeitäquivalenz zu achten ist. Beim Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit begrenzter Laufzeit ist nämlich dann auch die erforderliche Wiederanlage zu berücksichtigen, weil auf der anderen Seite von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen ausgegangen wird (vgl. nur BayObLG NZG 2001, 1033, 1035; OLG München AG 2007, 246, 248).



Dabei konnte auch die Zinsstrukturkurve zur Ermittlung des Basiszinssatzes angewandt werden, auch wenn sie vom IDW S 1 2000 noch nicht als Standard vorgegeben war. Die Methode, den Basiszinssatz anhand einer Zinsstrukturkurve zu ermitteln, ist der schätzweisen Ermittlung aufgrund von Erfahrungswerten deutlich überlegen und kann daher der Schätzung zugrunde gelegt werden. Abgesehen davon ist die Abweichung von dem seitens der Antragsgegnerin zu 2) festgelegten Wert in ihren Auswirkungen nicht so gravierend, als dass dies die Anwendung der Zinsstrukturkurve unzulässig machen würde.

- b. Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Dies ist erforderlich, weil sich der Basiszinssatz auf festverzinsliche Anleihen bezieht, die als sicher gelten, der Markt andererseits demgegenüber für die Investition in Unternehmensbeteiligungen angesichts der Unsicherheit ihrer Wertentwicklung einen Zusatznutzen (Prämien, Zuschlag) erwartet, der dieses Risiko ausgleicht (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1840 = ZIP 2009, 2339, 2341; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 133 = NZG 2007, 112, 116; BayObLG AG 2006, 41, 43). Dabei war der Risikozuschlag vorliegend mit 3 % vor Steuern anzusetzen.

- (1) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt. Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von



Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagemöglichkeiten erläutere; demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher über ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 126 zu § 305; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

Diesem Ansatz vermag die Kammer in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Die Kammer sieht die Anwendung des CAPM unter Zugrundelegung des arithmetischen Mittels mit einem Wiederanlagezeitraum des gesamten Aktienportfolios als Basis für die Ermittlung der sogenannten Überrendite nicht als geeignete Grundlage zur Ermittlung des Risikozuschlages an.

Es ist nicht erkennbar, dass das CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Vielmehr hängt auch bei ihm das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der



Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Demgemäß verweist der Sachverständige

in seinem Ausgangsgutachten auf Seite 32 auf eine Vielzahl von Studien, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie zwischen 3,9 % und 10,3 % für Deutschland ermittelten. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rdn. 669; auch Reuter AG 2007, 1, 5; kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 327 ff.). Nicht zu überzeugen vermag die Kammer auch die Anwendung des arithmetischen Mittels in seiner konkreten Form mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich



stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch.

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Da auch in der betriebswirtschaftlichen Fachliteratur keine Einigkeit darüber besteht, welcher dieser beiden Mittelwerte die Marktrisiko-prämie zutreffend wiedergibt, sieht es die Kammer unter Berücksichtigung von § 287 Abs. 2 ZPO als sachgerecht an, wenn im Grundsatz der Mittelwert zwischen geometrischem und arithmetischem Mittel herangezogen wird, um den Risikozuschlag unter Anwendung einer Möglichkeit neben anderen zu ermitteln, das den konkreten Risikozuschlag trägt. Das geometrische Mittel ist entsprechend den Berechnungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen bei 4,06 % vor Steuern anzusiedeln.

Allerdings berücksichtigt der Ansatz eines Mittelwerts aus dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel vorliegend nicht hinreichend die Besonderheiten des Marktumfeldes der HVB Real Estate Bank AG zum maßgeblichen Stichtag und die sich für diese Gesellschaft darstellenden Risiken, weshalb der in dem Gutachten angenommene Risikozuschlag vor Steuern in einer Höhe von 3 % als sachgerecht bezeichnet werden muss. Gerade der Umstand, dass die Gesellschaft über ein im Vergleich zu ihren Wettbewerbern geringeres Kernkapital verfügt, rechtfertigt es, den Risikozuschlag im Ver-



gleich dazu, wie er sich bei Ansatz des soeben beschriebenen Mittelwertes ergeben würde, zu erhöhen. Ebenso kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass das Geschäftsmodell mit einem zumindest temporären Verzicht auf Neugeschäft Risiken in sich birgt und auch nach den Feststellungen der Sachverständigen keine dauerhaften Ertragsperspektiven außerhalb des Zinsgeschäftes bestehen, nachdem sich die Gesellschaft gerade nicht im Real Estate Investment-Banking engagieren wollte. Auch im Inlandsgeschäft, auf das sich die Gesellschaft konzentrieren wollte, sind nicht unerhebliche Risiken vorhanden, die dazu führen, dass der Mittelwert zwischen geometrischem und arithmetischem Mittel als Risikozuschlag so nicht angesetzt werden kann.

Andererseits muss aber auch davon ausgegangen werden, dass in der Gesamtheit aller zu beobachtenden Momente das Risiko der Gesellschaft nicht unerheblich unter dem Durchschnitt aller Banken liegt. Dabei ist namentlich der von den Antragsgegnerinnen angestrebte Vergleich mit der Deutschen Bank AG angesichts der unterschiedlichen Geschäftsmodelle nicht statthaft. Als Realkreditinstitut hat die HVB Real Estate Bank AG ein insgesamt stabiles Geschäft und ist – auch unter Berücksichtigung ihrer soeben geschilderten Sondersituation – systematischen Risiken nicht in einem Maße ausgesetzt, um einen deutlich höheren Risikozuschlag zu rechtfertigen. Die Deutsche Bank AG generiert gerichtsbekannt ihre Gewinne im Regelfall vor allem aus dem Bereich des Investmentbanking. Dieses beinhaltet ein deutlich höheres Risiko als das Realkreditgeschäft mit der Folge auch eines höheren Risikozuschlages bei der Deutschen Bank AG. Das Geschäft von Realkreditinstituten wie der HVB Real Estate Bank AG kann damit nicht verglichen werden. Der gesamte Bankenmarkt mit einem Beta-Faktor von 1,03 unterliegt einem systematischen Risiko, das mit dem CDAX als Surrogat für das Marktportfolio und den Renditeerwartungen für das Gesamtportfolio nahezu identisch ist. Das systematische Risiko der Deutschen Bank AG mit einem Beta-Faktor von



1,18 liegt somit über dem des Marktportfolios und unterstreicht auch höhere Renditeerwartungen von Investoren. Hier macht sich insbesondere der hohe Anteil der zinsunabhängigen Erträge der Deutschen Bank AG bemerkbar, der ausweislich des Geschäftsberichts dieser Gesellschaft für 2002 bei € 7,2 Mrd. lag und somit nur rund 37 % der zinsunabhängigen Erträge von insgesamt € 19,4 Mrd. ausmachte, während bei einem Realkreditinstitut der Zinsüberschuss nahezu der einzige Ertragsfaktor ist.

- c. In der Ewigen Rente ist der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag zu kürzen, der vorliegend in nicht zu beanstandender Weise mit 1 % festgelegt wurde, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung des Gerichts ergeben hat.

- (1) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag.



- (2) Bei einem Kreditinstitut hängt die Höhe des Wachstumsabschlages entscheidend davon ab, inwieweit dieses in der Lage ist, an einem inflationsbedingtem Wachstum des Kreditvolumens aufgrund steigender Preise der kreditfinanzierten Güter zu partizipieren. Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat in seinem Ausgangsgutachten eingehend dargelegt, warum aufgrund der zum Bewertungsstichtag herrschenden Marktverhältnisse nicht davon ausgegangen werden kann, es werde der Gesellschaft möglich sein, dauerhaft inflationsbedingte Kostensteigerungen durch identische Preiserhöhungen auf Kunden umzuwälzen. Dies zeigt sich namentlich daran, dass im Zeitraum von 1975 bis 2005 ausweislich einer Studie des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung die Immobilienpreise real gesunken sind und dass sich Volumenwachstum aufgrund der Marktsituation in Deutschland nur auf Basis geringer Margen erzielen lassen wird. Gerade aus diesem Grund wird das inflationsbedingte Wachstum der Hypothekenbanken geringer als die durchschnittliche Inflationsrate der Vergangenheit ausfallen. Auch kann nicht davon ausgegangen werden, dass die HVB Real Estate Bank AG zulasten anderer Marktteilnehmer zusätzliches Kreditgeschäft gewinnen bzw. stärker als die Branche wachsen wird. Ebenso kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass der von Realkreditinstituten im Jahr 1998 erwirtschaftete Zinsüberschuss danach nicht mehr annähernd erzielt wurde. Weiterhin ist zu beachten, dass in der Vergangenheit die Verbraucherpreise kontinuierlich anstiegen, während die Zinsspanne der Realkreditinstitute wie auch der HVB Real Estate Bank AG bzw. ihres Vorgängerinstituts sinkt, weshalb sich hier keine direkten inflationsbedingten Ertragssteigerungen ergaben. Die Umstände dieser Entwicklung müssen vor allem im steigenden Wettbewerbsdruck und der zunehmenden Marktsättigung gesehen werden, weshalb die Realkreditinstitute gezwungen waren, die aus der günstigen Refinanzierung über Pfandbriefe generierten Zinsvorteile an den Markt weiterzureichen, so dass auch in der Vergangenheit über die Margen die



inflationsbedingten Kostensteigerungen vor allem bei den Verwaltungsaufwendungen nicht an die Kunden übergewälzt werden konnten. Für eine Änderung in der Zukunft der Ewigen Rente ist hierfür nichts erkennbar. Weiterhin fällt entscheidend ins Gewicht, dass die Wachstumsperspektiven der Gesellschaft begrenzt waren, nachdem weder ein Auslandsengagement noch ein Einstieg in das provisionsträchtige Real Estate Investment-Banking geplant war. Nachhaltiges Wachstumspotenzial im Inlandsmarkt, auf das sich die Gesellschaft ausweislich ihrer Planung im Wesentlichen beschränken wird, wird gleichfalls nicht in einem solchen Umfang zu generieren sein, dass damit jedenfalls die Inflationsrate erreicht wird. Die Entwicklung der Immobilienpreise im Zeitraum zwischen 1975 und 2005 lag unter den inflationsbedingten Kostensteigerungen, was mit der im Vergleich zu anderen Ländern wie Großbritannien, Irland, Spanien oder den Vereinigten Staaten von Amerika schlechteren Entwicklung der real verfügbaren Einkommen zusammenhing. Zudem wirkt sich der hohe Urbanisierungsgrad in Deutschland aus, weshalb auch hiervon kein zusätzlicher Impuls ausgehen wird. In gleicher Weise wirken sich das geringe Bevölkerungswachstum und die jedenfalls damals hohen Realzinsen negativ auf Immobilienpreise aus. Da zudem Immobilientransaktionen in Deutschland mit hohen Kosten verbunden sind, die rechtliche Ausgestaltung des Mieterschutzes zu einem hohen Anteil gemieteter Immobilien führt und der Regulierungsgrad auf dem Immobilienmarkt im Vergleich zu vielen anderen Ländern hoch ist, wird der Anreiz zu Investitionen in Immobilien ebenfalls gemindert.

Aus all diesen Gründen muss davon ausgegangen werden, dass durch die zwar nominal steigenden, real aber schrumpfenden Immobilienpreise die Ertragsüberschüsse nicht proportional mit der allgemeinen Teuerungsrate steigern werden.



Der Wachstumsabschlag steht auch nicht in Abhängigkeit zum Risikozuschlag. Während dieser der Unsicherheit Rechnung trägt, die ein Anteilseigner durch ein Engagement in einem Unternehmen übernimmt, bemisst sich der Wachstumsabschlag insbesondere danach, in welchem Umfang das Unternehmen in der Lage sein wird, Preissteigerungen abzuwälzen.

- d. Die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern erfolgte in zutreffender Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 2000, auf die entsprechend den obigen Ausführungen abzustellen ist.

Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Sachverständigen und . Sie haben unter Beachtung der rechtlichen Vorgaben des Gerichts insbesondere zum Prüfungsmaßstab bei der Prüfung von Planungsentscheidungen unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen ihr Gutachten frei von Widersprüchen erstellt. Dabei haben sich die Sachverständigen eingehend mit den Einwänden beider Seiten auseinandergesetzt und hierzu argumentativ eingehend Stellung bezogen. Gerade dabei zeigt sich, dass sie nicht einseitig die Belange der einen oder anderen Seite vertreten haben, sondern Korrekturen nur in einem Umfang vornahmen, wie dies auch erforderlich war. Die Kammer hat auch keinerlei Zweifel an der Kompetenz der Sachverständigen, die sich weder scheuten, Änderungen in gebotenem Umfang vorzunehmen noch diese abzulehnen. Gerade auch bei den Planungen haben sie – wie bereits zu Einzelaspekten oben ausgeführt – detailliert herausgearbeitet, warum die Methodik der Bewertung, die von der Gesellschaft und von herangezogen wurde, nicht tragfähig sein kann.

Demzufolge bilden die von den gerichtlich bestellten Sachverständigen erstellten Gutachten und ihre Erläuterungen im Termin zur Anhörung am 22.12.2011 eine tragfähige Entscheidungsgrundlage, die das Gericht nach nochmaliger ein-



gehender Prüfung und Würdigung der zu fallenden Entscheidung zugrunde liegen kann.

Somit ergibt sich folgende Berechnungsgrundlage für den Wert von € 25,52 je Aktie als angemessene Barabfindung:

(In Mio. Euro)	2003	2004	2005	2006	2007	TV
Zinsüberschuss	286,4	296,8	282,9	288,4	303,8	322,0
Provisionsüberschuss	-9,8	-6,9	-6,5	-6,0	-5,5	-5,6
Erträge insgesamt	276,6	289,9	276,4	282,4	298,3	316,4
Personalaufwand	61,7	53,7	47,6	41,7	36,6	37,0
Sonstige Verwaltungsaufwendungen	90,3	60,4	36,9	37,4	29,9	28,0
Verwaltungsaufwendungen insgesamt	152,0	114,0	84,4	79,1	66,5	65,0
Zwischensumme	124,5	175,9	191,9	203,2	231,8	251,4
Saldo sonstige betrieblichen Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	124,5	175,9	191,9	203,2	231,8	251,4
Kreditrisikovorsorge	620,0	430,0	240,0	70,0	100,0	99,0
Risikoabschirmung	460,0	125,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis nach Risikovorsorge	-35,5	-129,1	-48,1	133,2	131,8	152,4
Saldo übrige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auflösung Fonds für allg. Bankrisiken	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Ertragsteuer	-17,5	-129,1	-48,1	133,2	131,8	152,4
Ertragsteuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	58,3
Ausschüttungsfähiges Ergebnis vor Kernkapitalanforderungen	-17,5	-129,1	-48,1	133,2	131,8	94,1
Thesaurierung für EK-Erfordernis im Folgejahr	-17,5	-129,1	-48,1	133,2	67,7	11,5
Ergebnis nach Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	0,0	64,1	82,6
Typisierte Steuer auf Anteilseignerebene	0,0	0,0	0,0	0,0	11,2	14,5
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	52,9	68,1
Diskontierungszins	5,20 %	5,20 %	5,20 %	5,20 %	5,20 %	4,20 %
Barwertfaktoren	0,9506	0,9036	0,8589	0,8165	0,7761	18,4787
Barwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	41,1	1.258,6
Ertragswert zum 01.01.2003	1.299,70					
Wert des gesondert bewerteten Vermögens	0,0					Thesauriert kein separater Wert
Gesamtwert HRE zum 01.01.2003	1.299,70					
Gesamtwert HRE zum 26.05.2003	1.326,14					145 Tage aufgezinst mit 5,20 %
Wert pro Aktie zum 26.05.2003	25,52					Euro



3. Eine Korrektur des so ermittelten Wertes von € 25,52 je Aktie ist nicht veranlasst.

a. Der Börsenkurs führt nicht zu einem höheren Wert je Aktie.

(1) Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsgrundrechts aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; ebenso BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 5 zu § 327 b und Rdn. 24 c zu § 305; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Rdn. 3 zu § 327 b; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 9 zu § 327 b AktG; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Rdn. 36 zu § 305 AktG).

(2) Der Börsenkurs übersteigt vorliegend den unter Rückgriff auf die Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert der HVB Real Estate Bank AG nicht. Dies gilt auch dann, wenn mit der neueren Rechtsprechung – auch des BGH – und der überwiegend vertretenen Literaturmeinung (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG



2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 88 f. zu § 305; Hüffer, AktG; a.a.O., Rdn. 24 e zu § 305; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 46 und 46 a zu § 305; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) auf einen Referenzzeitraum abzustellen ist, der drei Monate vor der Bekanntgabe des Squeeze Out an die Kapitalmärkte liegt. Die von den Antragsgegnerinnen als Anlage AG 7 vorgelegte Übersicht zeigt nämlich, dass die Kurse der HVB Real Estate Bank AG im Zeitraum zwischen dem 8.10.2001 und dem Stichtag der Hauptversammlung nie höher als bei € 22,99 lagen. Angesichts dieser Werte kommt eine Korrektur der Barabfindung über den Börsenkurs nicht in Betracht. Deshalb muss auch unter Berücksichtigung des Amtsermittlungsgrundsatzes aus § 12 FGG a. F. kein Beweis erhoben werden zu dem umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs.

- b. Über den Liquidationswert kann gleichfalls keine Korrektur erfolgen. Der Ansatz des Liquidationswertes geht von einer Zerschlagung des Unternehmens aus, wobei dann die einzelnen Vermögensgegenstände mit den im Rahmen der Auflösung des Unternehmens erwarteten Verwertungserlösen bewertet werden. Dann sind allerdings neben der Bereinigung der Schulden auch sämtliche durch die Liquidation bedingten zusätzlichen Belastungen zu berücksichtigen wie beispielsweise Kosten aus der vorzeitigen Auflösung von Dauerschuldverhältnissen, Abfindungen oder Kosten des Abwicklungsvorgangs selbst. Ist der so ermittelte Liquidationswert höher als die Summe aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermö-



gens zuzüglich des Liquidationswertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, so sind die Aktionäre nach einer zum Teil vertretenen Auffassung auf der Basis des Wertes zu entschädigen, der sich ergeben würde, wenn das gesamte Unternehmen zum Stichtag liquidiert worden wäre (vgl. BayObLG NJW-RR 1997, 34, 35 = AG 1995, 509, 510; wohl auch Hannes in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1139). Das Bewertungsgutachten von kam ebenso wie der Prüfungsbericht von zu dem Ergebnis, aufgrund der anfallenden Aufwendungen für Sozialpläne, Kosten der Vertragsauflösungen und noch zu erbringenden Leistungen gebe es keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass der Liquidationswert den Ertragswert übersteigen könne. Abgesehen davon sprechen gute Gründe für die vermehrt vertretene Auffassung, in Fällen, in denen die Fortführung der Gesellschaft wie hier geplant werde, spiele der Liquidationswert unabhängig von seiner Höhe keine Rolle bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung (so OLG Düsseldorf ZIP 2004, 753, 757 f. = AG 2004, 324, 327 = NZG 2005, 280, 284; Riegger in: Kölner Kommentar zum SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 47).

- c. Der Substanzwert stellt keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne des § 327 b Abs. 1 Satz AktG dar und musste folglich nicht ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 655; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115).



4. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

- a. Die Verzinsung beginnt nach dieser Vorschrift mit der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister, die vorliegend am 16.9.2003 erfolgte. Somit beginnt die Zinspflicht mit Ablauf des Tages, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rdn. 11 zu § 320 b; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 26 a zu § 305), mithin am 17.9.2003.

Verfassungsrechtliche Bedenken, dass die Verzinsung erst ab dem Tag der Bekanntmachung und nicht des Beschlusses der Hauptversammlung erfolgt, sind nicht erkennbar, weil dem Aktionär bis zum Wirksamwerden des Squeeze out die vollen Aktionärsrechte zustehen (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 26 a zu § 305).

- b. Hinsichtlich der Höhe des Zinssatzes bleibt es für die Zeit vor dem Inkrafttreten des ARUG aufgrund der Regelung in Art. 2 § 20 des Gesetzes zur Änderung des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz bei dem bisherigen Zinssatz von 2 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz. Ab dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie gilt der Zinssatz von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz (vgl. Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 146 zu § 305).

II.

Soweit sich die Anträge gegen die Antragsgegnerin zu 1) richten, sind sie zwar zulässig, jedoch nicht begründet, weil die betroffene Gesellschaft nicht die richtige Antragsgegnerin in einem Spruchverfahren ist, in dem es um die Angemessenheit der



Barabfindung nach einem Squeeze out geht. Zwar wird in der Literatur teilweise die Auffassung vertreten, der Antrag müsse sich nur gegen die Gesellschaft und damit hier gegen die Antragsgegnerin zu 1) richten (vgl. Hüffer, AktG, 6. Aufl., Rdn. 5 zu § 327 a), wobei zur Begründung auf die Parallele zu § 320 b AktG verwiesen wird. Zum Teil wird auch die Auffassung vertreten, der Antrag müsse sich gegen die Gesellschaft und den Hauptaktionär richten, was mit dem in § 327 f Abs. 2 Satz 3 AktG a.F. enthaltenen Hinweis auf die Regelung in §§ 304, 305 AktG a.F. begründet wird, wonach das Gericht beide Teile des Unternehmensvertrages zu hören hat (so Heidel/Lochner in: Heidel, Aktienrecht, 1. Aufl., Rdn. 6 zu § 327 f AktG). Die besseren Gründe sprechen nach Überzeugung der Kammer allerdings für die wohl überwiegend vertretene Auffassung, wonach ausschließlich der Hauptaktionär Antragsgegner im Spruchverfahren sein kann. Bis zum Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes war gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt, gegen wen sich das Verfahren richtete. Entscheidend muss in dem streitigen Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit indes sein, dass sich der Antrag gegen den Schuldner der Ausgleichsforderung zu richten hat – dies ist ausschließlich der Hauptaktionär und nicht die Gesellschaft (vgl. OLG Stuttgart AG 2010, 758, 760; Krieger BB 2002, 53, 57). Die Kammer setzt sich damit auch nicht in Widerspruch zu einem Beschluss der 38. Zivilkammer, wonach die Wahl des falschen Antragsgegners die Unzulässigkeit zur Folge hat (vgl. LG München I ZIP 2010, 1995, 1996 = Der Konzern 2010, 251, 252), weil diese Entscheidung unter der Geltung des Spruchverfahrensgesetzes erfolgte, in dem ausdrücklich geregelt ist, dass der Antrag auch die Bezeichnung des Antragsgegners enthalten muss und wer der Antragsgegner ist.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten beruht auf §§ 327 f Abs. 2 Satz 2, 306 Abs. 7 Satz 7 AktG a.F., wobei die Kostentragungspflicht den Hauptaktionär als Begünstigten, nicht aber die Gesellschaft selbst treffen kann (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.12.2011, Az. 5HK O 2417/03;



Heidel/Lochner in: Heidel, Aktienrecht, a.a.O., Rdn. 9 zu § 327 f; Ehrliche/Roth DStR 2001, 1120, 1127; Grunewald ZIP 2002, 18, 20). Da die zulässigen Anträge Erfolg hatten, ist eine abweichende Billigkeitsentscheidung nach §§ 327 f Abs. 2 Satz 2, 306 Abs. 7 Satz 8 AktG a.F. nicht veranlasst. Die im Zusammenhang mit der Beweisaufnahme stehenden Kosten hat dagegen ausschließlich die Antragsgegnerin zu 2) zu tragen, weil diese auf dem Eingang der zulässigen Anträge beruht.

Da die Anträge des Antragstellers zu 11) und der Antragstellerin zu 35) unzulässig waren, ist es dagegen gerechtfertigt, dass diese beiden Antragsteller die nach der KostO errechneten Gerichtskosten für die Durchführung des Spruchverfahrens – nicht die Kosten der Beweisaufnahme – anteilig tragen. Nachdem diese Anträge offensichtlich unzulässig sind, entspricht es der Billigkeit, wenn diese beiden Antragsteller anteilig die Gerichtskosten tragen. Aus der Regelung in § 306 Abs. 7 Satz 8 AktG a.F. wird ersichtlich, dass es nicht Sinn des Gesetzes ist, einen Antragsteller von jeglichem Kostenrisiko freizustellen und damit der unbekümmerten Stellung von Anträgen zu Lasten des Hauptaktionärs Vorschub zu leisten (vgl. OLG Düsseldorf AG 1996, 88 = NJW-RR 1996, 682).

b. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten beruht auf § 13 a Abs. 1 FGG.

(1) Diese sind – mit Ausnahme der den Antragsteller zu 11) und zu 35) entstandenen außergerichtlichen Kosten – aufgrund von § 13 a Abs. 1 FGG aus denselben Gründen wie die Gerichtskosten der Antragsgegnerin zu 2) aufzuerlegen. Da das Verfahren zur Festsetzung einer höheren Barabfindung führte als im Beschluss der Hauptversammlung vorgesehen, entspricht es der Billigkeit, wenn die Antragsgegnerin zu 2) die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu tragen hat.



Allerdings muss eine Anordnung der Erstattung der außergerichtlichen Kosten, die den Antragstellern zu 11) und zu 35) entstanden sind, unterbleiben. Es entspricht nicht der Billigkeit, ihnen eine Erstattung der ihnen entstandenen außergerichtlichen Kosten zuzubilligen, nachdem ihre Anträge vom Bayerischen Obersten Landesgericht rechtskräftig als unzulässig zurückgewiesen wurden.

- (3) Eine Verpflichtung der Antragsteller, die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin zu 1) zu übernehmen, lässt sich der Vorschrift des § 13 a Abs. 1 FGG indes nicht entnehmen. Dabei muss insbesondere berücksichtigt werden, dass – wie oben ausgeführt – umstritten ist, gegen wen sich ein Antrag in einem Spruchstellenverfahren, das einen Squeeze out zum Gegenstand hat, vor dem Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes richten musste. Bei einer nicht eindeutig geklärten Rechtslage kann dann aber – ausgehend von den Grundgedanken der Kostenregelungen im Spruchverfahren vor dem Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes – nicht angenommen werden, die Antragsteller seien der Antragsgegnerin zu 1) zum Ersatz ihrer außergerichtlichen Kosten verpflichtet.
2. Die Festsetzung des Geschäftswertes für das Verfahren resultiert aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 2, 306 Abs. 1 Satz 5 und Satz 6 AktG a.F., 30 Abs. 1 KostO. Ausschlaggebend ist dabei die Differenz zwischen dem gerichtlich festgelegten erhöhten Abfindungsbetrag und der vorgesehenen Barabfindung, multipliziert mit der Anzahl der Aktien, die sich im Eigentum der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre befanden. Die Erhöhung pro Aktie beläuft sich auf € 4,52. Dieser Betrag ist mit der Zahl der ausgeschlossenen Aktien zu multiplizieren, mithin mit 1.606.823, woraus sich dann der Geschäftswert von € 7.262.839,96 ergibt.



3. Die Entscheidung über die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre sowie die Verpflichtung der Antragsgegnerin zu 2) zur Tragung dieser Vergütung sowie seiner Auslagen beruht auf §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 4 Satz 6 AktG a.F.. Ausschlaggebend für die Höhe ist dabei die Gesamtleistung des gemeinsamen Vertreters, nachdem das Gericht im Rahmen der Anwendung von §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Abs. 4 Satz 6 AktG a.F. nicht an irgendwelche Wertvorschriften gebunden ist. Bei der Bemessung der Vergütung sind der Umfang der Verantwortung, die geleistete Arbeit sowie die Schwierigkeit, die Dauer des Verfahrens sowie die Verwertung besonderer Kenntnisse zu berücksichtigen. Vorliegend war eine erhebliche Zahl von komplexen Bewertungsfragen zu beurteilen, was mehrere Sachverständigengutachten und die Anhörung der gerichtlich bestellten Sachverständigen erforderlich machte. Zudem nahm das Verfahren auch eine erhebliche Zeit von nahezu neun Jahren zwischen dem Eingang bei Gericht und dem Abschluss in erster Instanz in Anspruch, was vor allem der Komplexität der hier vorzunehmenden Bewertung geschuldet war. Angesichts dessen erachtet das Gericht eine Vergütung von insgesamt € 75.000,-- netto zuzüglich gesetzlicher Mehrwertsteuer für angemessen. Soweit der gemeinsame Vertreter Abschlagzahlungen auf diesen Gesamtbetrag erhalten hat, sind diese im geleisteten Umfang bei der Abrechnung zu berücksichtigen.
4. Die Verpflichtung zur Veröffentlichung durch die Antragsgegnerin zu 1) resultiert aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 2, 306 Abs. 6 AktG a. F., wonach der Vorstand der Gesellschaft verpflichtet ist, die rechtskräftige Entscheidung ohne Gründe in den Gesellschaftsblättern bekanntzumachen.